

Verdsettelse av morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge

Mai 2009

BE 305E 003 Finansiering og investering

Bjørn Helge Stien Hagen

Runar André Evjen Knudsen

Abstract

The purpose of this master thesis is to estimate a value on the parent bank in Sparebank 1 Nord-Norge, with use of a fundamental valuation method. The norwegian saving banks has a strong position in their local areas, and has been a generator for the economy, especially in the local areas surrounding the bank, for well over a decade. The saving bank sector has been called “grandmother banks” because of their small direct exposure to the financial markets, but that has changed remarkable the last ten years. Still the industry is considered to be quite mature, even though some saving banks have had a significant growth the last years.

Sparebank 1 Nord-Norge has its operating area mainly in the Northern Norway, and their headquarter is located in Tromsø. From a valuation point of view banks is quite special. The main difference is the structure on the financial rapports, and that their main product is debt. Another thing that has complicated the valuation process is the owner structure which is special for saving banks; approximately 34 % is noted in the stock market, while the rest is owned by a self owned foundation. Due to the problem with classifying what is regarded as operating and financial assets, and the government restriction on dividend, the valuation based on the free cash flow to equity is most suited for our task.

In the process of valuation we have done a thorough strategic and financial statement analysis. The aim of the strategic part is to identify possible competitive advantages, based on an external and internal analysis, which our bank can have on the rest of the industry. In the financial statement analysis we first wish to eliminate abnormal posts in the accounting, such as abnormal big losses on loans and “dirty surplus”. Next on the list is to do a key figure analysis which is done to see how our bank performs compared to other competing banks. Last, but not least, we have estimated a cost of capital based on CAPM. These main analyses mentioned here, lays the groundwork for the making of a future statement for Sparebank 1 Nord-Norge. Based on this we get a free cash flow to equity, which we use as input in our valuation model.

Forord

Denne oppgaven er skrevet, våren 2009 ved Handelshøgskolen i Bodø, som en avslutning på studiet Master of Science in Business, innenfor spesialiseringen finansiering og investering. Hensikten med oppgaven er å foreta en strategisk analyse og verdsettelse av morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge.

Gjennom masterstudiet har begge forfatterne fattet stor interesse for fag tilknyttet regnskaps- og verdsettelsesområdet, og dette har naturlig nok påvirket vårt valg av tema for masteroppgaven. Da vi først hadde bestemt oss for å foreta en verdsettelse av et selskap, var vi begge enige om at banksektoren virket interessant og spennende. Valget falt rimelig raskt på Sparebank 1 Nord-Norge da vi, gjennom å delta på et mentorprogram som handelshøgskolen gjennomfører, fikk regiondirektør Kjell-Ivar Helgesen i banken som mentor. Gjennom denne relasjonen har vi hatt en liten fot innenfor sparebanken, og dette har etter vår mening bidratt til å styrke oppgaven.

Den strategiske analysen og verdsettelsen av Sparebank 1 Nord-Norge har til tider vært svært krevende, og selv om utfordringene enkelte ganger har føltes uoverkommelige, så føler vi at vi har kommet i land med hodet godt hevet over vannet. Det eksisterer lite litteratur rundt verdsettelse av sparebanker, slik at vi håper at vår oppgave kan være til hjelp for studenter som ønsker å gjennomføre tilsvarende verdsettelser av banker, og da spesielt sparebanker, i fremtiden.

Underveis i oppgaven har vi fått støttende ord og informasjon fra en rekke personer. Vi ønsker her å takke vår mentor Kjell-Ivar Helgesen, Rolf Eigil Bygdnes, Bjarne Lind og Frode Kjærland. Vi ønsker også å rette en stor takk til vår veileder Øystein Gjerde for dyktig veiledning.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til hverandre for et godt gjennomført samarbeid, som har ført til et produkt som vi begge er stolte av.

Bodø, 14. mai 2009.

Bjørn Helge Stien Hagen

Runar André Evjen Knudsen

Sammendrag

Hensikten med denne masteroppgaven er å estimere en verdi på morbanken til Sparebank 1 Nord-Norge. Vår verdsettelse er betegnet som en fundamental verdsettelse, slik at verdiesestimater er basert på strategiske og regnskapsbaserte analyser. Som et supplement til oppgaven har vi estimert verdien av grunnfondskapitalen for å kunne sammenligne med markedsverdien, representert ved børskursen.

Fra et verdsettelsesperspektiv foreligger det noen bransjespesifikke elementer som har komplisert verdsettelsesprosessen noe. For det første har regnskapsoppsettet til finansielle institusjoner en annen utforming enn mer tradisjonelle regnskap, og vi som lesere oppfatter disse regnskapene som mer krevende å forstå. Et annet sentralt element er at det er vanskelig å klassifisere hva som er henholdsvis driftsrelatert og hva som er finansielt relatert, siden gjeld står for verdiskapning på begge sider av balansen. Tilslutt er eierstrukturen spesiell, med at ca. 34 % er stiftet på Oslo Børs, mens det resterende eies av en selveid stiftelse. Når man i tillegg tar hensyn til spesielle regler vedrørende utbytte, og at utbytte kun utdeles til grunnfondsbeveierne, blir det etter vår mening mest hensiktsmessig å verdsette sparebanken ved hjelp av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen.

Innledningsvis presenterer vi selskapet og utsiktene i banksektoren. Det neste steget blir å informere leseren om hva som kjennetegner en sparebank, og hva som er spesielt for denne sektoren. Dernest følger en utledning om hvordan vi skal samle informasjonen, og andre metodiske tilnærminger vi har benyttet i oppgaven. I den strategiske analysen bruker vi anerkjente verktøy, både ekstern og intern analyse, på feltet for å forsøke å identifisere konkurransefortrinn som vår case kan ha på andre i bransjen. Konklusjon fra dette er at banken er i stand til å skape verdier utover avkastningskravet. Regnskapsanalysen er kapitlet hvor vi normaliserer regnskapene ved å trekke ut unormale størrelser på poster som for eksempel tap på utlån og ”dirty surplus”. I tillegg har vi fokusert betydelig på nøkkeltallsanalyse, hvor vi sammenligner Sparebank 1 Nord-Norges prestasjoner, på henholdsvis lønnsomheten, soliditeten og likviditeten, mot utvalgte konkurrenter. Med den strategiske analysen og regnskapsanalysen som fundament, har vi grunnlag for å estimere et fremtidsregnskap, som vi på bakgrunn av kan finne den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Dette blir da inputen i verdsettelsesmodellen, sammen med de estimerte fremtidskravene basert på CAPM, og den antatte veksten.

Gjennom oppgaven har vi slått fast at Sparebank 1 Nord-Norge er en solid og robust sparebank med en høy netto rentemargin, og en evne til å skape en superrentabilitet. På bakgrunn av prosessen beskrevet ovenfor har vi kommet fram til et verdiestimat på morbanken på **13,724 milliarder NOK**. Mens vi i tillegg har estimert grunnfondsbeviskursen, justert for grunnfondsrabatten og fremskrevet, til å bli 81 NOK per 13.05.09. Avslutningsvis har vi kjørt usikkerhetsanalyse, i form av sensitivitetsanalyse og Monte Carlo simulering.

Innholdsfortegnelse

Abstract	I
Forord	II
Sammendrag	III
Innholdsfortegnelse	V
Figurliste	VIII
Tabelloversikt	IX
1. Innledning	1
1.1. Problemstilling.....	2
1.2. Oppgavens struktur	2
2. Presentasjon av Sparebank 1 Nord-Norge og bransjen	4
2.1. Overordnede mål i Sparebank 1 Nord-Norge	5
2.2. Datterselskaper i Sparebank 1 Nord-Norge	5
2.3. Utviklingen i banksektoren.....	6
2.4. Hva kjennetegner en Sparebank?	8
2.4.1. Organisering.....	9
2.4.2. Grunnfondsbevis.....	10
2.4.3. Ulike bankspesifikke lover og anbefalinger	11
2.4.4. Hva er hybridkapital?.....	13
2.5. Vekstutsiktene i banksektoren.....	14
3. Metode	16
3.1. Forskningsdesign – strategi	16
3.1.1. Casedesign	17
3.2. Metodetriangulering	18
3.3. Tidshorisont.....	19
3.4. Datainnsamlingsmetode	19
3.5. Analyse av primær- og sekundærdata	22
3.6. Reliabilitet	23
3.7. Validitet	24
3.7.1. Begrepsvaliditet/troverdighet	25
3.7.2. Ekstern validitet/ overførbarhet	25
3.7.3. Intern validitet	26
4. Valg av verdsettelsesteknikk	27
4.1. Verdsettelsesmetoder.....	27
4.1.1. Fundamental verdsettelse	28
4.1.1.1. Metoder innenfor fundamental verdsettelse.....	30
4.1.1.1.1. Egenkapitalmetoden	30
4.1.1.1.1.1. Frikontantstrømmodellen.....	30
4.1.1.1.1.2. Dividendemodellen.....	31

4.1.1.1.1.3. Superprofittmetoden.....	32
4.1.1.1.1.4. Andel reinvestering – påvirkning av egenkapitalmetodevalg.....	32
4.1.1.1.2. Totalkapitalmetoden.....	34
4.1.1.1.3. Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden?	34
4.1.1.2. Begrensninger ved fundamental verdsettelse	35
4.1.2. Komparativ verdsettelse.....	36
4.1.2.1. Multiplikatormodeller	37
4.1.2.2. Substansverdimetoden.....	38
4.1.3. Opsjonsbasert verdsettelse	39
4.2. Konklusjon valg av verdsettelsesteknikk.....	40
5. Strategisk analyse.....	41
5.1. Eksternt bransjeorientert analyse.....	43
5.1.1. PESTEL- analyse av makroøkonomiske forhold.	43
5.1.1.1. Politiske og legale forhold	44
5.1.1.2. Økonomiske forhold	47
5.1.1.3. Sosiokulturelle og samfunnsmessige forhold.....	48
5.1.1.4. Teknologiske forhold	49
5.1.1.5. Oppsummering PESTEL.....	50
5.1.2. Bransjeanalyse: Porters 5 Forces	50
5.1.2.1. Rivalisering i bransjen.....	51
5.1.2.2. Trussel fra nye inntrengere	52
5.1.2.3. Trussel fra substituttprodukter	54
5.1.2.4. Kundernes forhandlingsmakt.....	54
5.1.2.5. Leverandørers forhandlingsmakt	55
5.1.2.6. Oppsummering konkurrentanalyse.....	56
5.1.2.7. Kritikk av 5-faktormodellen	56
5.2. Intern bransjeorientert analyse – bedriftens konkurransefortrinn	57
5.2.1. Generelle konkurransestrategier	58
5.2.1.1. Kostnadsleder.....	58
5.2.1.2. Differensiering.....	58
5.2.1.3. Fokusering	58
5.2.2. SVIMA	59
5.2.2.1. Finansiell kapital	62
5.2.2.2. Human- og organisatorisk kapital.....	63
5.2.2.2.1. Ansattes erfaring og kompetanse	63
5.2.2.2.2. Ledelsen	64
5.2.2.3. Relasjonskapital.....	65
5.2.2.3.1. Alliansesamarbeidet.....	65
5.2.2.3.2. Merkeloyalitet.....	67
5.2.2.3.3. Kundetilfredshet og omdømme.....	68
5.2.2.4. Oppsummering av SVIMA.....	69
6. Regnskapsanalyse.....	71
6.1. Analysenivå og benchmarkingutvalg.....	71
6.2. Valg av analyseperiode.....	72
6.3. Presentasjon av offentlig regnskapsdata	73
6.3.1. Balansen.....	73
6.3.2. Resultatregnskap	74
6.4. Omgruppering av regnskapene	75
6.4.1. Dirty surplus.....	75
6.4.2. Normalisering av regnskapene	77

6.4.2.1.	Unormale tap på utlån	78
6.4.2.2.	Andre unormale poster	80
6.4.3.	Fordeling av skattekostnad	82
6.4.4.	Presentasjon av omgruppert resultatregnskap	84
6.4.4.1.	Kommentar til det omgrupperte resultatregnskapet.....	85
6.4.5.	Omgruppering av balansen.....	86
6.5.	Målefeil.....	87
6.6.	Nøkkeltallanalyse	88
6.6.1.	Type analyse	89
6.6.2.	Komplikasjoner for sammenligning - IFRS	91
6.6.3.	Analyse av likviditet	92
6.6.3.1	Vekst i brutto utlån.....	93
6.6.3.2.	Innskuddsdekningsgrad	93
6.6.3.3	Likviditetsindikator 1	95
6.6.4.	Soliditet.....	98
6.6.4.1	Kapitaldekning.....	98
6.6.4.2	Kjernekapitaldekning	100
6.6.4.3.	Kredittkvalitet.....	103
6.6.4.3.1.	Tap på utlån	106
6.6.4.3.2.	Tapsavsetningsnivå	108
6.6.4.3.3.	Total utlansrisiko	109
6.6.4.3.4.	Problemlån	110
6.6.5.	Oppsummering av likviditet og soliditet	113
6.6.5.1	Syntetisk rating	113
6.6.6.	Lønnsomhet	114
6.6.6.1.	Egenkapitalrentabilitet	115
6.6.6.2.	Resultatnivå	119
6.6.6.3.	Kostnader per inntekstkroner.....	120
6.6.6.4.	Provisjonsinntekter og andre inntekter.....	122
6.6.6.5.	Den underliggende bankdriften	123
6.6.6.6.	Netto rentemargin.....	124
7.	Analyse av avkastningskravet	126
7.1.	Kapitalverdimodellen – CAPM.....	127
7.1.1.	Modellens forutsetninger	128
7.1.2.	Risikofri rente (Rf).....	129
7.1.3.	Beta, β	129
7.1.3.1.	Regresjonsanalyse	130
7.1.4.	Likviditetspremie	135
7.1.5.	Markedspremien.....	136
7.1.6	Utbytteskatt	137
8.	Analyse av vekst	140
8.1.	Egenkapitalvekst.....	140
8.2.	Resultatvekstanalyse	141
9.	Fremtidsregnskap	144
9.1.	Valg av budsjettthorisont – steady state.....	144
9.2.	Budsjetteringen	145
9.3.	Egenkapital for å møte veksten.....	150
10.	Framtidskrav	155

10.1.	Avkastningskrav til egenkapitalen	155
10.1.1.	Risikofri rente og markedspremie etter skatt	156
10.1.2.	Utbytteskatt	157
11.	Verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden	160
11.1.	Oppsummering av egenkapitalmetoden	161
12.	Komparativ verdsettelse	163
13.	Usikkerhet i verdiestimatet	164
13.1	Sensitivitetsanalyse	164
13.1.1.	Oppsummering sensitivitetsanalyse	169
13.2.	Monte Carlo simulering	169
13.2.1.	Nedsiderisiko	175
13.2.2.	Oppsidepotensial	176
13.2.3.	Oppsummering av simuleringen	176
14.	Oppsummering og konklusjon	178
	Litteraturliste	179
	Vedlegg	188
	Vedlegg 1 – Sparebanker i grunnfondsindeks	188
	Vedlegg 2 – Porters bransjeanalyse	188
	Vedlegg 3 – Forskning fra Grant	189
	Vedlegg 4 – Forklaring poster omgruppering	189
	Vedlegg 5 - Moody's rankingskala	190
	Vedlegg 6 – Omsetningsdata NONG vs. DnB Nor	191

Figurliste

Figur 1: Sammenligning av OSEBX og GFBX	6
Figur 2: Intern organisering av sparebanker	9
Figur 3: Elementer innenfor fundamental verdsettelse	29
Figur 4: Strategiske valg- verdiskapning i bedriften	42
Figur 5: Forretningsstrategi	68
Figur 6: Gjennomsnittlig kapitaldekningsgrad for DNB Nor, små og mellomstore banker	72
Figur 7: Forholdstallsanalyse prosessen	90
Figur 8: Vekst i brutto utlån	93
Figur 9: Innskuddsdekningsgrad	94
Figur 10: Likviditetsindikator 1	96
Figur 11: Likviditetsindikator 1 for Sparebank 1 Nord-Norge sammenlignet med DnB Nor, samt små- og mellomstore banker	97
Figur 12: Kapitaldekningsgrad	99
Figur 13: Kjernekapitaldekning	101
Figur 14: Bokførte tap i % av netto utlån IB	104
Figur 15: Kredittkvalitet og krav til egenkapitalen	105
Figur 16: Fordeling brutto utlån på privat og bedriftsmarkedet	107
Figur 17: Fordelingen av totaltapet på brutto utlån på privat- og bedriftsmarkedet	107
Figur 18: Tapsavsetningsnivå	108
Figur 19: Mål på totalrisikoen i porteføljen	110

Figur 20: Problemlån	112
Figur 21: Egenkapitalrentabilitet.....	116
Figur 22: Avkastning på egenkapitalen i 2007	118
Figur 23: Avkastning på egenkapitalen i 2008	119
Figur 24: Resultatnivå.....	120
Figur 25: Kostnad per inntektskrone.....	121
Figur 26: Andel provisjonsinntekter av total inntekter, (netto).....	122
Figur 27: Utvikling den underliggende bankdriften	123
Figur 28: Netto rentemargin i % av forvaltningskapital	125
Figur 29: Forventet styringsrente fram til 2012	157
Figur 30: Følsomhetsanalyse på netto rentemargin	165
Figur 31: Følsomhetsanalyse av tap på utlån.....	166
Figur 32: Følsomhetsanalyse for betaverdien.....	167
Figur 33: Følsomhetsanalyse for likviditetspremien	167
Figur 34: Følsomhetsanalyse av markedspremien.....	168
Figur 35: Følsomhetsanalyse av den risikofrie renten	168
Figur 36: Monte Carlo simulering – prosessen	170
Figur 37: Grafisk framvisning av dataen fra simuleringprosessen.....	172
Figur 38: Oversikt over bidrag til variansen i verdiestimatet.....	174
Figur 39: Nedsiderisikoen til verdiestimatet for morbanken.....	175
Figur 40: Oppsidepotensialet i verdiestimatet for morbanken.....	176

Tabelloversikt

Tabell 1: PESTEL	44
Tabell 2: BNP og sysselsettingsutvikling fra 1990-2009	48
Tabell 3: Illustrasjon SVIMA- modell	60
Tabell 4: Relevante innsatsfaktorer	62
Tabell 5: Kundetilfredshet og lojalitet i bankbransjen	68
Tabell 6: Oppsummering av SVIMA-analysen	69
Tabell 7: Netto betalt utbytte	75
Tabell 8: Beregning av "dirty surplus".....	76
Tabell 9: Oversikt forvaltningskapital og tap i prosent av brutto utlån	78
Tabell 10: Normalisert tapsprosent	79
Tabell 11: Beregnet normalisert tap og tilhørende unormale tap.....	80
Tabell 12: Beregning av unormale poster eierinteresser.....	81
Tabell 13: Normalisert driftsskattesats og driftsresultat	83
Tabell 14: Unormalt nettoresultat til egenkapitalen	83
Tabell 15: Oversikt over skattekostnadsfordelingen.....	84
Tabell 16: Omgruppert resultatregnskap.....	85
Tabell 17: Generell oversikt over ulike risikovektingsmetoder.....	102
Tabell 18: Oversikt rating gitt av ulike byråer	114
Tabell 19: Vekst i utvalgsbankene i 2002-2008.....	124
Tabell 20: Justert beta for den historiske analyseperioden	135
Tabell 21: Beregning av historisk avkastningskrav for grunnfondsbeveiseierne og stiftelsen.....	138
Tabell 22: Historisk vektet avkastningskrav	139
Tabell 23: Normalisert egenkapitalvekst for den historiske perioden.....	141
Tabell 24: Resultatvekstanalyse	142
Tabell 25: Historisk superrentabilitet til egenkapitalen.....	143
Tabell 26: Fremtidsprognoser fra Statistisk Sentralbyrå.....	145
Tabell 27: Gjennomsnittlig forvaltningskapital og vekst historisk sett	146
Tabell 28: Brutto utlån og vekst historisk sett	146
Tabell 29: Gjennomsnittlig forvaltningskapital beregnet for fremtiden	147
Tabell 30: Brutto utlån beregnet for fremtiden	147
Tabell 31: Fremtidsregnskap	150

Tabell 32: Andel risikovektet beregningsgrunnlag av brutto utlån.....	151
Tabell 33: Beregning av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen og egenkapitalveksten	152
Tabell 34: Antatt grunnfondsbrøk og utbytteprosent.....	153
Tabell 35: Estimert avkastningskrav for grunnfondsbeviserne og stiftelsen	158
Tabell 36: Vektet avkastningskrav for fremtiden	158
Tabell 37: Estimert superrentabilitet til egenkapitalen basert på normaliserte tall	159
Tabell 38: Verdiestimat av egenkapitalen til morbanken	160
Tabell 39: Estimert grunnfondsbeviskurs.....	160
Tabell 40: Grunnfondsbeviskurs justert for grunnfondsrabatt	161
Tabell 41: Sannsynlighetsegenskaper til de stokastiske variablene.....	171
Tabell 42: Viktige verdier fra simuleringen	173

1. Innledning

Denne oppgaven er skrevet på bakgrunn av at vi ønsker en dypere innsikt i fagfeltet verdsettelse. Begge forfatterne finner dette som et meget interessant tema, og det gir oss muligheten til å benytte vår brede kunnskap, tilegnet gjennom et 5-årig studieløp. Det å foreta en fundamental verdsettelse er et omfattende arbeid og strekker seg over et vidt spekter av fagfelt; både finans, regnskap og strategi. Det positive med å foreta en slik omfattende verdsettelse er at man får et bedre innblikk i hva som ligger til grunn for hvordan Sparebank 1 Nord-Norge er priset i markedet. Det foreligger mye generell litteratur på området, men lite rettet spesifikt mot verdsettelse av banker, og spesielt sparebanker. Vi har så langt det har vært mulig brukt anerkjente rammeverk for verdsettelsen, og enkelte plasser har vi måtte gjort noen caserelaterte grep for å tilpasse oss konteksten sparebankene opererer innenfor. Dette gjør at man i større grad må stå på egne bein, noe som vi mener styrker læringsprosessen ved at man er nødt til å gjøre egne vurderinger og analyser.

Banksektoren har dominert i nyhetsbildet det siste året grunnet urolighetene i finansmarkedet og i verdensøkonomien som helhet. Dette i kombinasjon med vår store interesse for finansområdet og vår mentorrelasjon til regiondirektøren i Sparebank 1 Nord-Norge, gjorde at valget av selskap ble enkelt. Sparebank 1 Nord-Norge er blant de største sparebankene i Norge, og morbanken hadde pr. 31.12.08 en forvaltningskapital på 64,539 mrd. Det at vi har valgt å verdsette morbanken, og ikke konsernet, kommer av at det er morbanken, gjennom grunnfondsbeviskapitalen, som er notert på børsen. Det er også viktig å være klar over at ikke hele morbanken er notert på børsen. Grunnfondsbeviserernes kapital utgjør pr. 31.12.08 kun 34,54 % av kapitalen i morbanken. Dette er ting vi kommer nærmere inn på i oppgaven.

Banksektoren er meget konjunkturutsatt, slik at det å predikere fremtiden for sparebanken fremgår som vanskelig og utfordrende, i og med at man må forutse fremtidige konjunktursvingninger. For å danne oss et bilde av prestasjonene til Sparebank 1 Nord-Norge har vi sett sparebanken opp i mot andre sammenlignbare sparebanker.

Til informasjon er noen avsnitt i oppgaven basert på uttalelser fra CFO Rolf Eigil Bygdnes, økonomisjef Bjarne Lind, samt regiondirektør og mentor Kjell-Ivar Helgesen i Sparebank 1 Nord-Norge.

1.1. Problemstilling

”Hva er verdien av morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge?”

Når man skal verdsette et selskap er det essensielt å sette seg godt inn i bedriften for å forstå hva som skaper verdier og hvordan selskapet presterer, samt hvordan framtidsutsiktene for bedriften og bransjen er. I vår verdsettelse vil vi verdsette hele egenkapitalen til morbanken, det vil si at vi verdsetter både grunnfondskapitalen og kapitalen til den selveide stiftelsen. Vi finner det interessant å kunne måle våre estimer mot en fastsatt kurs i markedet, og velger derfor å sammenligne verdien av grunnfondskapitalen mot den oppgitte markedsverdien på Oslo Børs.

Men vi mener at verdiestimatene bare utgjør en liten del av formålet med oppgaven. Hovedfokuset er å få en dyptgående innsikt i fagområdet verdsettelse, og få anvendt vårt brede teoretiske grunnlag i praksis. Det er selve prosessen rundt verdsettelsen som fremstår som viktig for oss, selv om sluttproduktet selvsagt også er av betydning. I og med at banker, og da spesielt sparebanker, fremstår som spesielle i verdsettelsessammenheng, har alt lagt til rette for en interessant og utfordrende oppgave.

1.2. Oppgavens struktur

Vi har forsøkt å organisere oppgaven på en mest mulig lettfattelig måte, og kapitlene kommer, etter vår mening, i en naturlig rekkefølge. Etter denne innledningen har vi i kapittel 2 valgt å presentere Sparebank 1 Nord-Norge, banksektoren generelt og hva organiseringen som sparebank innebærer. Dette er for å gi leseren et bedre utgangspunkt for videre lesing og forståelse. Kapittel 3 omhandler metodebruken, og har til hensikt å belyse ulike forskningsmessige aspekter, som strategi for forskningen, herunder datainnsamlingen og bearbeidingen av denne. Deretter tar vi i kapittel 4 for oss valg av verdsettelsesteknikk, og dette valget legger store føringer for resten av oppgaven. I kapittel 5 foretar vi en strategisk analyse, før vi i kapittel 6 gjennomfører en regnskapsanalyse. Fokuset vårt i kapittel 7 og 8 ligger på, henholdsvis, analyse av det historiske avkastningskravet og veksten i analyseperioden. Nå foreligger all den informasjonen vi trenger for å danne et framtidsregnskap, og dette har vi gjort i kapittel 9, før vi videre i kapittel 10 estimerer et framtidskrav. Kapittel 11 tar for seg selve verdsettelsen og gir oss dermed et verdiesimat på fortrinnsvis morbanken, samt grunnfondskapitalen. Videre i kapittel 12 foretar vi en drøftelse

omkring komparativ verdsettelse, før vi i kapittel 13 ser på usikkerheten i verdiestimatet. Tilslutt i kapittel 14 oppsummerer vi våre funn og konkluderer.

2. Presentasjon av Sparebank 1 Nord-Norge og bransjen

Denne presentasjonen er basert på informasjon fra nettsiden til Sparebank 1 Nord-Norge¹.

Sparebank 1 Nord-Norge er leverandør av finansielle tjenester i person- og bedriftsmarkedet i Nord-Norge. Deres visjon er: ”For Nord-Norge”, og i dette legger de at:

- Sparebank 1 Nord-Norge skal være en bank for alle typer kunder i hele landsdelen – en bank som ser den enkelte og lager skreddersydde løsninger, en pådriver for folk og næringsliv, og for trivsel og skapervilje i deres region.
- Sparebank 1 Nord-Norge skal være mulighetenes bank – en samarbeidspartner for et aktivt næringsliv, et levende lokalsamfunn og et kulturelt mangfold omkring oss.

Historien om banken springer helt tilbake til 1836, og det var Tromsø som var først ute i Nord-Norge med å etablere en sparebank. Deretter tok det ikke mange årene før de første bygdesparebankene så dagens lys, deriblant Bodø Sparebank som ble etablert i 1857.

Etter hvert ble det etablert sparebanker i de fleste kommunene, og i 1930 var det hele 627 sparebanker. På 60-tallet kom en rekke fusjoner innen banksektoren, og det var de største sparebankene som gikk fremst. I 1967 var 627 redusert til 527, dette på grunn av fusjoner eller opphør av virksomhet.

Det var ikke før i 1988 at Sparebank 1 Nord-Norge ble etablert. Etableringen kom som en konsekvens av bankkrisen på slutten av 80-tallet, og banken var en sammenslutning av Tromsø Sparebank og Sparebanken Nord. Nordkapp Sparebank og Sparebanken Nordland ble innfusjonert i henholdsvis 1991 og 1992. I dag har selskapet bankkontorer i de fleste kommunene i Nord-Norge, samt Svalbard og Murmansk, til sammen hele 83 bankkontorer, og er en sammenslutning av litt over 40 sparebanker. Til orientering består kundemassen per 31.12.08 av 245 000 personkunder, 40 500 bedrifter, lag og foreninger, og 98 000 forsikringskunder.

Forretningsideen til Sparebank1 Nord-Norge omhandler å levere helhetlige og moderne finansielle løsninger til kunder med basis i det nordnorske markedet. De mener selv de skaper

¹ snn.no

konkurransefortrinn gjennom å være ”Nær og Dyktig” i alle kunderelasjoner, og mener videre at de kjenner kundene og har innlevelse i deres situasjon.

2.1. Overordnede mål i Sparebank 1 Nord-Norge

Når det gjelder soliditet har Sparebank 1 Nord-Norge som mål å oppnå en kapitaldekning på 12 %, hvorav kjernekapitalen utgjør 9 %. Kjernekapitalen skal ved kvartalsrapportering utgjøre minimum 8 %, inkludert 50 % av årets overskudd. Lønnsomheten til sparebanken baseres på å ha en egenkapitalavkastning som avspeiler den risiko som ligger i virksomheten og det generelle rentenivået. Målet er en avkastning etter skatt som er minimum 6 % over avkastning på langsiktig statsobligasjon. De har videre som mål å ha en markedsandel i Nord-Norge på minimum 30 % innenfor alle forretningsområder. Andel andre inntekter utenom rentebidrag skal utgjøre minimum 25 % av netto inntekter. Når det kommer til effektivitet har sparebanken som mål at kostnadene skal utgjøre maks 50 % av inntektene, og ligge på linje med banker det er naturlig å sammenligne seg med.

2.2. Datterselskaper i Sparebank 1 Nord-Norge

Eiendomsmegler 1

Sparebank 1 Nord-Norge eier Eiendomsmegler 1 Nord-Norge i sin helhet. Forretningsområdene til Eiendomsmegler 1 Nord-Norge er eiendomsmeglervirksomhet innenfor områdene bolig, fritidsbolig i Norge og Spania, prosjekteiendom og næringseiendom.

Sparebanken Finans Nord-Norge AS

Dette datterselskapet er også heleid av Sparebank 1 Nord-Norge, og selskapets kjerneområder er factoring, leasing og salgspantfinansiering.

Sparebank 1 Nord-Norge Invest ASA

Dette er et investeringsselskap som er heleid av Sparebank 1 Nord-Norge. Selskapet har som formål, gjennom tilførsel av egenkapital, nettverk og kompetanse, å sørge for verdiskapning i nordnorsk næringsliv.

Eiendomsdrift AS

Selskapet er 100 % eiet av Sparebank 1 Nord-Norge, og driver med drift og utleie av eiendommer.

Sparebank 1 Nord-Norge Securities ASA

I dette selskapet sitter Sparebank 1 Nord-Norge med en eierandel på 54 %, og de resterende eierandelene er i besittelse hos First Securities ASA (25 %) og de ansatte i selskapet (21 %). Selskapet tilbyr kjøp og salg av aksjer og fond, aktiv forvaltning, verdivurderinger og andre corporate-tjenester.

2.3. Utviklingen i banksektoren

Nedenfor følger en graf over utviklingen i grunnfondsbevisindeksen, GFBX, sammenliknet med utviklingen i hovedindeksen (OSEBX) over det siste året². GFBX er en indeks som består av alle noterte grunnfondsbevis på børsen, og også denne er justert for utbytte. Se vedlegg 1 for mer informasjon om hvilke sparebanker som er med. Som vi ser har det vært en kraftig nedgang det siste året, og dette skyldes jo selvfølgelig den pågående finanskrisen. Videre ser vi at de to indeksene har høy korrelasjon.

- GFBX
- OSEBX



Figur 1: Sammenligning av OSEBX og GFBX

Banksektoren har de siste årene hatt meget gode resultater, men urolighetene i markedet gir klare indikasjoner på en svakere fremtidig inntjening. Uroen i de internasjonale markedene

² Oslo Børs, 2009. Per 06.05.09

har ført til at norske banker har fått økte finansieringskostnader og tap på verdipapirer som føres til markedsverdi³. De siste årene har vært preget av en kjøpsfest i eiendomsmarkedet, men denne trenden har nå snudd. Man ser også at den internasjonale økonomien har stagnert, hovedsakelig på grunn av tap og soliditetsproblemer i internasjonale finansinstitusjoner, som igjen har ført til høy risikoaversjon og nedgang i kredittilførsel. Denne utviklingen vil blant annet ha en negativ innvirkning på innlånsprisene og på utlånsveksten til bankene. Det vil også bli større konkurranse om bankkundene (på innskuddssiden), noe som sammen med høyere innlånspriser vil kunne føre til svekket lønnsomhet. Bankene kan til en viss grad motvirke dette ved å legge inn en høyere risikopremie på sine utlån. En av suksessfaktorene til norske banker de siste årene har vært minimale, eller fraværende, tap på utlån. Dette vil med stor sikkerhet endre seg fremover. Det er vanskelig å predikere hvor stor effekt den internasjonale finanskrisen vil få for banksektoren i Norge. Steffensen (2007) trekker på generell basis frem at det vil kunne ta noe tid før et internasjonalt tilbakeslag vil gi utslag i lavere produksjon, økt ledighet og redusert inntektsvekst i Norge⁴. Denne generelle uttalelsen ser vi har en viss relevans i dagens finanskriser. Vi ser for eksempel at NAV justerer opp sine anslag over antall arbeidsledige⁵. Dette kan blant annet få konsekvenser for andel misligholdte lån.

Et tema som er sentralt for banker, ikke minst i disse dager, er risikostyring. Bankene må ta høyde for nedgangskonjunktur, svakere utlånsvekst, og høyere pengemarkedsrenter. På generell basis kan norske banker karakteriseres som lønnsomme og inneha god soliditet. Dette gjør at bankene samlet sett er godt rustet til å møte en moderat nedgang i økonomi og markeder. Den pågående finanskrisen kan nok ikke karakteriseres som moderat, vi har sett eksempler på at bankenes tillit seg imellom er redusert betraktelig, gjennom en mer restriktiv utlånspolitikk bankene imellom. Dette har også gitt utslag i utlånene til privatkundene, hvor bankene forsøker å ta vare på sin eksisterende kundeportefølje, fremfor å fokusere på vekst i utlån. Dette kan vi se ut i fra kredittindikatoren, K2, som SSB publiserer månedlig. Her kommer det fram at veksten i husholdningenes bruttogjeld ikke har vært så lav siden januar 2000. For eksempel har tolv månedersveksten falt fra 14,4 % i april 2008 til 9,4 % i slutten av

³ Finansiell rapport 02/08

⁴ Kredittilsynet, 2007

⁵ NAV, 2008

februar 2009⁶. Næringslivet har også fått merke finanskrisen, spesielt gjennom vanskelighet med å få lånene innvilget, høy rente og større risiko på sine prosjekter. Bare i Nord-Norge kan 2000 SMB risikere å gå konkurs som følge av dette⁷.

Sentralbanken prøver å hjelpe næringslivet og privatpersonene gjennom å kutte styringsrenten. I en periode på høstparten av 2008 og begynnelsen av 2009 gjorde bankenes høye innlånskostnader at utlånsrentene økte betraktelig, noe som ikke stimulerer til en vekst i næringslivet. Den alvorlige situasjonen i markedet, gjør at Norges Bank har satt ned styringsrenten fra toppen på 5,75 % i begynnelsen av 2008, til 1,5 % som den er per 14.05.09. Dette kan betegnes som ekstraordinært, og ble gjort for å hjelpe den ekstremt trange situasjonen i kredittmarkedet. En lavere rente ut til kundene vil øke betalingsdyktigheten og vil dermed virke preventivt mot andelen misligholdte lån.

Banksektoren er i dagens samfunn en nødvendighet for både næringslivet og husholdningssektoren. Av denne grunn har regjeringen framlagt en redningspakke på 350 mrd., som skal bidra til at banknæringen i Norge kan opprettholde sin normalfunksjon, det vil si demme opp under verdiskapning i næringslivet og gi støtte til husholdningene. Regjeringens redningspakke vil også bidra til økt tillit i markedet mellom bankene, og regjeringens håp er at pakken skal sette en demper på den finansielle krisen i Norge.

2.4. Hva kjennetegner en Sparebank?

Sparebankene har historisk sett stått som en grunnpilar i mangt et småsamfunn rundt om i Norge, og er fortsatt en viktig brikke, særskilt i å skape verdier i lokale miljøer. Det eksisterte før i tiden et stort antall småbanker som i hovedsak støttet opp omkring sitt lokalsamfunn. Sparebankenes hovedvisjon har hele tiden vært å støtte opp, og være en generator i lokalsamfunnene for å få fart på økonomien, og dermed skape arbeidsplasser. Dette er nok en medvirkende årsak til at sparebankene i utgangspunktet er organisert som selveiende stiftelser og deres hovedformål med driften er å ta imot innskudd fra en ubestemt kundekrets, og å forvalte de midler foretaket rår over. Men i 1987 ble sparebankloven endret slik at sparebankene kunne utstede grunnfondsbevis, for på denne måten å kunne innhente kapital i markedet. Hovedkonseptet til sparebanken er altså at de ønsker å ta imot overskuddslikviditet

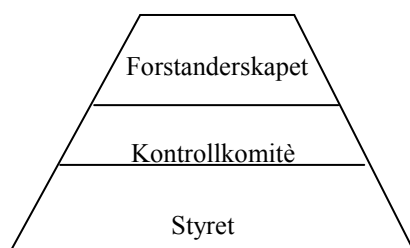
⁶ Statistisk Sentralbyrå, 2009

⁷ Avisa Nordland, 2008

fra kunder, i form av innskudd, og videreformidle disse til andre kunder som trenger kapital. På samme måte som en forretningsbank kan de på denne måten tjene en rentemargin, noe som også er deres hovedinntektskilde.

Det spesielle med en sparebank er at den kan stiftes av minst 20 personer, eller av en eller flere kommuner, og banken kan ikke stiftes med grunnfond på mindre enn et beløp i norske kroner som tilsvarer 5 millioner euro, jmf. Sparebankloven § 2, 1. ledd. Det vil si at det kun er stifterne som sitter som aksjonærer uten innblanding av eksterne eiere. Dette til forskjell fra en forretningsbank, som for eksempel Fokus Bank, som er organisert som et aksjeselskap. Etter at loven åpnet muligheten for at også sparebanker kan gå på børs, har flere av de store sparebankene gått bort fra sin opprinnelige eierstruktur i selskapet og de har dermed utviklet seg mer i mot forretningsbankenes struktur.

2.4.1. Organisering



Figur 2: Intern organisering av sparebanker

Når det gjelder den interne organiseringen til sparebankene er det øverste organet forstanderskapet, som har klare likhetstrekk med rollen en generalforsamling skal fylle i en organisasjon. Det skal altså sørge for at sparebankene virker etter sitt formål i samsvar med lover og vedtekter. Forstanderskapet skal ha så mange medlemmer som vedtatt i vedtektene. Det som er spesielt er at tre fjerdedeler av medlemmene skal være eksterne personer som ikke er ansatt i banken, og disse skal avspeile sparebankens kundestruktur og andre interessentgrupper, samt samfunnsfunksjoner, jmf. Sparebankloven § 8. Dermed må det gjennomføres valg til forstanderskapet for å fylle posisjonene, og alle kunder som har skutt inn mer enn 500 NOK det siste halve året kan stemme. Som et organ under forstanderskapet er sparebankene pliktig til å ha en kontrollkomité. Denne komiteen skal på en måte fungere som et sikkerhetsnett, og slik kan banken kvalitetssikre sin drift gjennom et effektivt sikringssystem. Deres oppgave er altså å føre tilsyn med sparebankens virksomhet, herunder prøve sikkerheten for ulike utlån, sjekke at midlene blir forsvarlig forvaltet og gå gjennom

regnskapene til sparebanken. Kontrollkomiteen rapporterer til forstanderskapet. Under kontrollkomiteen er styret, som fungerer på lik linje som i et vanlig aksjeselskap.

2.4.2. Grunnfondsbevis

Dette avsnittet er basert på informasjon fra Sparebankforeningens hjemmeside (2009).

Sparebankenes grunnfondsbevis er et egenkapitalinstrument som på mange måter kan sammenlignes med aksjer. De er fritt omsettelige verdipapirer som skal registreres i Verdipapirsentralen, og som kan noteres på Oslo Børs. Det er de generelle bestemmelsene i verdipapirhandelloven som regulerer omsetningen av grunnfondsbeviser. Det er de samme reglene som gjelder for aksjer som legges til grunn for kjøp, salg og pantsettelse av grunnfondsbevis. Forskjellen mellom grunnfondsbevis og aksjer er hovedsakelig knyttet til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i bankens organer. Det er sparebanknæringen som har utviklet instrumentet, og de første grunnfondsbevisene så dagens lys i 1988.

Egenkapitalen som sparebankene henter inn ved å utstede grunnfondsbevis går under betegnelsen kjernekapital. I dag er det 25 sparebanker som har utstedt grunnfondsbevis, og av disse er det 21 som er børsnoterte. Muligheten til å bli aksjesparebank ble introdusert i 2002, men forutsetningen for at den omdannede banken skal kunne fortsette å kalle seg en sparebank er at sparebankens oppsparte fond, også kalt den "eierløse" kapitalen, tilføres en sparebankstiftelse, som skal eie minst 10 prosent av aksjene i aksjesparebanken. Per 31.12.08 eier sparebankstiftelsen ca. 65,5 % av Sparebank 1 Nord-Norge.

Når det gjelder emisjon av grunnfondsbevis, så må dette bestemmes av sparebankens forstanderskap med 2/3 flertall. Eksisterende grunnfondsbevisiere skal på samme måte som aksjonærer normalt sett få fortrinnsrett ved nytegning. Avkastning på grunnfondsbevisene genereres i form av utbytte eller ved at det blir satt av til utjevningsfondet. Oppgaven til utjevningsfondet er å stabilisere grunnfondsbevisierens kontantutbytte, samt at det kan benyttes til fondsemisjon. Det er videre strenge krav til størrelsen på utbytte og avsetning til utjevningsfondet. Summen av disse to kan til sammen maksimalt utgjøre den del av årsoverskuddet som tilsvarer grunnfondsbeviskapitalen inkludert summen av utjevningsfondet og overkursfondets andeler av den samlede egenkapitalen i sparebanken, etter korreksjon for fond for vurderingsforskjeller.

Skattelegging av grunnfondsbevis følger i all hovedsak de samme skattereglene som gjelder for aksjer. Dette betyr med andre ord at det utbyttet som norske investorer mottar på

grunnfondsbeviset beskattes med 28 prosent med fradrag for et skjermingsfradrag. Skattereglene ved salg av grunnfondsbevis er også de samme som ved salg av aksjer, det betyr at en eventuell gevinst ved salg av grunnfondsbevis er skattepliktig inntekt, og videre at tap er fradragsberettiget.

2.4.3. Ulike bankspesifikke lover og anbefalinger

Grunnet bankenes spesielle stilling i samfunnet må bankene forholde seg til noen særegne regler og anbefalinger, spesielt når det gjelder risiko og ulike krav til kapitalbeholdning. Reguleringen er begrunnet i ønsket om finansiell stabilitet. At norske banker har en strengere lovgivning enn USA, er noe som gagnar den norske banksektoren nå. Gjennom slike forebyggende tiltak, som er hensikten bak lovene, vil Norge neppe få like store problemer som man ser i USA som følge av blant annet sub-prime krisen. Dette begrunnes med at låneformidling i Norge er underlagt regelverk og tilsyn, og at bankene i Norge er dominerende ved utlån til bolig; de kjenner lånetakerne rimelig godt. For å unngå at bankene skal bidra til å forsterke mulige nedgangstendenser gjennom en markert kredittinnstramning, er det viktig, ikke bare for bankene selv, men også for samfunnet, at bankene har tilfredsstillende inntjening og betryggende likviditet og ansvarlig kapital. Dette er en av grunnene til at banksektoren i utviklede land (les: europeiske), siden slutten av 1980-årene (Basel I kom i 1988), har bygget sine regler på et felles grunnlag utarbeidet av Basel-komiteen for banktilsyn.

Kapitaldekning innebærer at bankene må ha en minimumsbeholdning av ansvarlig kapital ut i fra hvilken risiko de er eksponert for. Det kan dermed sies å være en del av sikkerhetsnettet som myndighetene har etablert for å sikre finansiell stabilitet, den bestemmer altså ”gulvet” for hvor lav soliditet bankene kan ha. Bankenes ansvarlige kapital vil fungere som en buffer mot den påtatte risikoen, hvor forventet tap dekkes av tapsavsetning⁸. Sagt med andre ord vil ikke forventet tap ha noe innvirkning på den ansvarlige kapitalen, ettersom den er tatt hensyn til allerede.

Svakheten ved Basel I var at den ikke tok nok hensyn til reguleringen i dagens risikobilde, dermed så man nødvendigheten med en ny reguleringspakke. Hovedformålet med innføringen av Basel II er å få en mer korrekt sammenheng mellom risiko og kapitalkrav, for på den

⁸ Sparebankforeningen, 2001

måten å få riktigere prising av risiko, riktigere allokering av kapital, en mer robust finansnæring og totalt sett dermed også bedre økonomiens virkemåte. Regelverket bestemmer i realiteten bankenes muligheter for å vokse – med andre ord deres mulighet til å påta seg ny risiko⁹. Det vil si at myndighetene legger føringer for en edruelig vekstpolitikk. Grovt sett skal den ansvarlige kapitalen minst motsvare 8 % av bankenes aktiva, sammenveid etter et mønster som avspeiler risikoen for ulike utlån og andre aktiva. Blant det nye med Basel II er at det er etablert et insentivbasert system for å bestemme minstekravet for en banks soliditet, det er altså nå mulighet for å erstatte generelle krav med individuelle krav¹⁰. Bankene kan nå velge mellom å benytte en standardmetode for kredittrisiko eller å benytte en intern metode, dog må den interne metoden være godkjent av Kredittilsynet.

Hvilken innvirkning har så kapitaldekningsregelverket på bankene? Det viktigste er at det på lang vei bestemmer bankenes utlånskapasitet gjennom at bankene må holde seg innenfor reglementet. Bare det å oppfylle 8 % kravet er dermed ikke nok, fordi det er det overskytende over dette som er den reelle kapitalen banken skal vokse på. Det vil altså si at denne kapitalen skal representere bankenes ekspansjonsmuligheter, samt deres evne til å bære ikke forventede tap. Det at en bank ikke klarer å oppfylle minstekravet vil tilsi det samme som en konkurs i andre næringer¹¹.

Basel II består av tre grunnpilarer som skal gi en helhetlig risikostyring. De tre hovedpilarene er som følger:

- Pilar 1- minstekrav til kapital
- Pilar 2- tilsynsmessig gjennomgang
- Pilar 3- markedsdisiplin

De nye reglene i Basel II trådte i kraft fra 1. januar 2007. Pilar 1 kan sies å være en videreføring av Basel I med visse modifikasjoner. Minstekravet til kapitaldekning på 8 % er

⁹ Hyttnes, 2005

¹⁰ Bankenssikringsfond, 2005

¹¹ Bankenssikringsfond, 2005

oppretholdt, men beregningsgrunnlaget er endret¹². Den nye kapitaldekningsbrøken har følgende utforming:

$$\frac{\text{Kjernekapital} + \text{Tilleggskapital}}{\text{Kreditrisiko} + \text{Markedsrisiko} + \text{Operasjonell risiko}}$$

Beregningsgrunnlaget for kredittrisiko er endret i Basel II, mens beregningsgrunnlaget for markedsrisiko er uendret. Operasjonell risiko inngår som et nytt element i kapitaldekningsbrøken.

Når det gjelder pilar 2, så sier denne at bankene skal ha en prosess for å vurdere kapitalbehovet i forhold til risikoprofilen, og videre at banken skal utarbeide en strategi for å opprettholde sitt kapitalnivå. Det er opp til tilsynsmyndighetene, kredittilsynet, å bedømme om bankenes vurderinger på dette punktet er tilfredsstillende. Dersom kredittilsynet finner klandreverdige forhold, så er det påkrevd at de treffer tiltak. Pilar 3 som omhandler markedsdisiplin har til hensikt å demme opp under kravene til offentliggjøring av informasjon om bankens risikoprofil og kapitalisering, i tillegg til styring og kontroll. Dette vil kunne bidra til et bedre vurderingsgrunnlag.

2.4.4. Hva er hybridkapital?

Dette har vært et mye brukt begrep den siste tiden innen norsk og internasjonal bankdrift. Regjeringene i Europa åpner opp for mer bruk av slik kapital for at bankene skal greie å holde sine lovmessige forpliktelser, som for eksempel kapitaldekningsgraden. Dette kommer av at mange banker har gått på store tap de siste kvartalene. Som andre bransjer er banksektoren finansiert med egenkapital og lån (mest lån), og hybridkapital er en generell betegnelse for instrumenter som har prioritet foran egenkapital, men bak all annen gjeld, og har egenskaper både av egenkapital og gjeld. Hybridkapital fungerer på en måte som egenkapital i dårlige tider og som lån i gode tider, ettersom hvis en bank går dårlig slik at den ikke har lov til å gi utbytte skal den heller ikke betale renter på hybridkapitalen. Rentene blir rett og slett slettet¹³. Hybridkapital regnes som en del av bedriftens ansvarlige kapital og bankene kan derfor låne ut mer penger til sine kunder uten å falle under krav til kapitaldekning. Avkastningen til

¹² Finansiell rapport 02/ 06

¹³ E24, 2009

hybridkapitalen er en fast rente, og dette gjør at avkastningen er trygg og forutsigbar, på samme måte som annen gjeld, gitt at banken er i stand til å betale sine renteforpliktelser. Egenkapitalavkastningen er derimot mer varierende grunnet at rentabiliteten er basert på årsresultatet.

Når man snakker om hybridkapital, så kan det trekkes visse paralleller til konvertible lån, hvor långiver ved forfall enten kan kreve lånet innbetalt, eller konvertere lånet over til aksjer i selskapet, til en på forhånd fastsatt konverteringskurs. Her vil selskapet stå overfor harde kreditorer i tilfelle negativ utvikling, og griske eiere i tilfelle positiv utvikling. Den siste bankpakken fra regjeringen fungerer på motsatt måte av konvertible lån, her vil staten gå inn som eier hvis banken ikke kan innfri hybridkapitalen etter 5 år. I skrivende øyeblikk har banken ansvarlige lån og fondsobligasjoner, som regnes som hybridkapital.

2.5. Vekstutsiktene i banksektoren

Økonomisk vekst skapes ved at oppsparte midler investeres i stadig bedre prosjekter. Bankene er sentral når det gjelder å skape vekst i samfunnet gjennom å løse følgende to generelle problemer:

1. De som vil spare er ikke nødvendigvis de som kjenner til de beste investeringsmulighetene. Bankene fungerer som et bindeledd mellom disse to partene gjennom å være et møtepunkt mellom sparer og investor med samme investeringshorisont.

Obligasjonsmarkedet kan kort oppsummeres til å fungere på den måten.

2. De fleste som plasserer innskuddene sine i bankene vet ikke når de kommer til å trenge pengene – og på den andre siden av bordet vet heller ikke lånetakerne når de kan betale tilbake. Bankene løser dette problemet ved å ta innskudd fra tilstrekkelige mange innskuddskunder og låne ut til mange investorer slik at de i gjennomsnitt får en jevn strøm av tilbakebetaling og uttak av tidligere innskudd.

Som følge av de økonomiske problemene finansnæringen har opplevd utsettes kapitaldekningen for to sterke krefter. Som en konsekvens av de store globale verdifallene har mange banker måtte tåle store nedskrivninger på sine finansielle investeringer. I en nedgangskonjunktur følger også større sannsynlighet for mislighold av lån, slik at bankene må jobbe mer aktivt med den nåværende kundeporteføljen for å begrense tapene. En slik utvikling ser man ikke virkningen av momentant, det blir naturlig nok noe etterslep før

bankene merker effekten av dette. Dersom disse virkningene gir underskudd som ikke motsvares av ny ansvarlig kapital, reduseres telleren i kapitaldekningsformelen. For å redusere risikoen sikrer bankene sine lån ved å ta pant i for eksempel boliger. Når boligprisene går ned, kan bankene sitte igjen med ”svarteper” på dårlige sikrede lån. Men også på bedre sikrede lån vil sikkerheten reduseres, noe som igjen vil øke deres risikoeksponering, altså nevneren i kapitaldekningsbrøken. Både redusert teller og økt nevner kan medføre en svekket kapitaldekningsgrad, noe som vil ha innvirkning på vekstmulighetene¹⁴.

Aamo (2008) sier at det er grunn til å tro at internasjonal finansnæring har hatt en ekspansjon de siste årene som er sterkere enn det realøkonomien gir grunn for. Bankene har altså overvurdert sikkerheten på utlån, og dermed skapt en ”usunn” vekst, sett fra et edruelighets perspektiv som bankene burde følge. Det har dermed vært for stor finansiering av prosjekter fra bankens side, gjennom for eksempel 100 % finansiering av boliger. Bankene er nå i en slik situasjon at de må redusere sin finansieringsrisiko i forhold til sikkerhet og egenkapital. Det er altså slik at når bankene ikke tjener nok til å øke egenkapitalen selv, og tilliten blant investorer og markedet er betydelig svekket noe som gjør at de heller ikke vil tilføre bankene kapital, må tiltak iverksettes. I en slik situasjon er det bare en utvei igjen for bankene: de må ganske enkelt redusere vekst i utlån og om nødvendig redusere utlånsnivået. Dette legger sterke føringer for at veksten generelt i banksektoren vil gå betydelig ned, sett fra et kortsiktig perspektiv, og vil ramme de bankene som har hatt høyest vekst hardest.

¹⁴ Storesletten, 2009

3. Metode

Dette kapitlet har som hensikt å belyse ulike forskningsmessige aspekter, som strategi for forskningen, herunder datainnsamlingen og bearbeidingen av denne. I all forskning er det viktig å ha høyest mulig reliabilitet og validitet, dette er essensielt for å kunne bidra med troverdige funn til forskningen. Gjennom å ha en gjennomtenkt plan for hvilke midler du skal benytte i forskningen, og hvilke mål du har, vil dette kunne styrke sluttproduktet og lette arbeidet med å få et godt svar på problemstillingen.

3.1. Forskningsdesign – strategi

Det finnes i all hovedsak to metoder innenfor forskningsstrategi: kvantitativ og kvalitativ metode¹⁵. Kvantitativ metode kan sies å være strukturert og systematisert, og forskere benytter dermed ofte denne metoden når de ønsker å danne forklaringer. Det som kjennetegner kvantitative metoder er at informasjonen som oftest kan formes til noe målbart, et eksempel på dette er statistisk sentralbyrås arbeid med å foreta statistiske beregninger. Ved bruk av kvalitativ metode ønsker forskeren å ta et dypere ”dykk” i det aktuelle forskningsområdet. Dette kan sies å være en mer søkende prosess, hvor menneskers tanker, forventninger og erfaringer er i sentrum. I motsetning til kvantitative metoder, som søker forklaringer, ønsker man ved bruk av kvalitative metoder å forstå handlinger og atferd. I stedet for å gå i bredden, så søker man altså her å gå mer i dybden på ting¹⁶. I en kvalitativ forskningsprosess får også forskeren brukt seg selv på et helt annet plan enn ved kvantitativ metode, hvor forskeren som oftest står passivt på sidelinjen. Kvalitativ metode karakteriseres også ved at man har større fleksibilitet enn ved kvantitativ metode.

Forskningsdesignet vårt kan sies å være den generelle planen for å besvare forskningsspørsmålet. Dette handler altså om hvordan forskningen organiseres og gjennomføres, det vil si alt i fra ide, utforming av forskningsspørsmål, datainnsamling, analyse av innhentet data, og til syvende og sist tolkningen av denne dataen¹⁷.

¹⁵ Ringdal, 2007

¹⁶ Nyeng, 2004

¹⁷ Johannesen, Kristoffersen og Tufte, 2004

Det er også sentralt å gjøre rede for hvorvidt det foreligger begrensninger omkring forskningsprosessen. Relevante eksempler rundt dette er: tilgang til data, tid, lokalisering og kostnader¹⁸. I forhold til vår problemstilling føler vi det vil være mest hensiktsmessig å benytte metodetriangulering. Det vil si at vi kombinerer de to ovennevnte metodene på en hensiktsmessig måte, for på best mulig måte å besvare forskningsspørsmålet. Vi kommer nærmere inn på dette i kapittel 3.2.

3.1.1. Casedesign

Case kommer fra det latinske ordet casus som betyr tilfelle. Yin (2003) beskriver to dimensjoner ved utforming av casestudier. Den første dimensjonen omhandler antall case som er involvert, det vil si om vi arbeider med en enkelt- eller flere case(r). Den andre tar for seg om man benytter en eller flere analyseenheter. Et naturlig startpunkt for oss vil være å avgrense oppgavens omfang, det vil si hva som skal undersøkes og hva som ikke skal undersøkes. Vi skal kun ta for oss morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge, og verdsette denne. Dermed kan vi argumentere for at denne oppgaven vil falle inn under en enkelt case studie. Oppgaven blir begrenset til å benytte offentlig tilgjengelig informasjon (årsregnskap etc.) og førstehåndsinformasjon fra regionsdirektøren her i Bodø, samt CFO i konsernet og økonomisjefen.

Det eksisterer i hovedsak 3 forskjellige varianter av casestudier, ifølge Yin (1989):

- Utforskende (exploratory): denne varianten er mest verdifull hvis du ønsker å forske på noe i et nytt ”lys”. Dermed kan man få en bedre forståelse av et problem, og forskeren kan bruke dette videre i et større og mer omfattende forskningsprosjekt.
- Forklarende (explanatory): her er fokuset mer rundt å finne mer kausale sammenhenger, altså å forklare forholdet mellom ulike variabler. En slik type studie kan være relevant å benytte i komplekse undersøkelser av organisasjoner eller miljøer.
- Deskriptiv (descriptive): er å male et utfyllende portrett av en person, bedrift eller en situasjon. Man benytter i dette tilfellet en teori(er) som fungerer som et rammeverk

¹⁸ Saunders, Lewis og Thornhill, 2003.

for studiet, det er altså nødvendig på forhånd å inneha en solid kunnskap om temaet man skal undersøke.

Vi kan ganske klart si at vi faller inn under den sistnevnte varianten. Det vi ønsker å studere kan verken karakteriseres som unikt eller uvanlig, samt at vi opererer uten noen spesifikk hypotese. Det å velge en deskriptiv casedesign vil gi oss muligheten til å gå dypt inn i Sparebank 1 Nord-Norge, og gjennomføre den grundige og dyptgående analysen som er nødvendig, med grunnlag i de verdsettelsesteoriene som foreligger. En av fordelene med å gjennomføre en deskriptiv studie, er nettopp det at vi kan benytte eksisterende teori på området. Dette er med på å kvalitetssikre vår oppgave, da verdsettelsesteoriene har blitt testet i stort omfang. Ulempen med bruk av eksisterende teori er at vi ikke vet om den fanger opp alle de nødvendige aspektene som påvirker verdsettelsen av en sparebank. Selv om teoriene ikke er skreddersydd til vår oppgave, anser vi ikke dette som noe problem, da vi kan tilpasse modellene en viss grad til vår case.

Det er vanlig at casestudier assosieres med kvalitative metoder, men en slik innsnevring er ikke hensiktsmessig i følge Bryman, (2004). På den annen side vil bruk av kun kvantitativ metode være mer i retning av et ”cross-sectional” forskningsdesign. Han trekker frem at metodetriangulering er en vanlig måte å forske på i casestudier. Ved gjennomføring av en casestudie kan data innhentes på flere måter, og noen av de mest vanlige er: historiske kilder, registerdata, samtaleintervjuer og feltarbeid. I forbindelse med vår oppgave vil vi som nevnt tidligere blant annet ta utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, det være seg årsregnskap etc. Denne typen datamateriale kalles også ofte for sekundærdata. Videre vil vi gjennomføre samtaleintervju med vår mentor som er regiondirektør i Sparebank 1 Nord-Norge, og med CFO og økonomisjefen i samme konsern. Tanken bak disse samtalene er å få en dypere innsikt i selskapets strategier og fremtidige planer, samt å få dypere innsikt i fremlagte regnskapsposter.

3.2. Metodetriangulering

Metodetriangulering går ut på å kombinere kvalitative og kvantitative data¹⁹. Det å benytte flere datainnsamlingsteknikker kan ha sine fordeler. Hovedargumentet for dette er at det ofte vil være forskjellige formål i en studie. I vårt tilfelle benytter vi historiske data for å ha et

¹⁹ Ringdal, 2007

grunnlag å basere verdsettelsen ut i fra. Videre benytter vi blant annet primærdata, i form av samtaleintervju, for å kunne predikere fremtiden og for å stadfeste at vi tolker den historiske dataen korrekt. Dette anser vi som nødvendig siden hele prosessen med prediksjon er vanskelig å gjennomføre på en tilfredsstillende måte med basis i kun andrehåndsinformasjon. Sekundærdata vil gi oss en begrenset forståelse av virkeligheten, slik at det å supplere denne informasjonen med primærdata vil bidra til å gi oss en mer helhetsforståelse. Samtaleintervju vil etter vår mening være en viktig bidragsgiver til troverdigheten vedrørende verdsettelsen, noe som Stark (1995) understreker: "...methodological triangulation can increase the confidence in our interpretation".

3.3. Tidshorisont

Det er viktig å tenke over og ta hensyn til tidshorisonten når man planlegger forskningsprosessen, da dette vil ha konsekvenser for blant annet datainnsamlingen.

Når det kommer til det å fastsette tidshorisonten for vårt forskningsarbeid, vil den baseres på et "snapshot", dvs. hvordan status i bedriften er akkurat på verdsettelsestidspunktet, og på bakgrunn av dette forsøke og predikere fremtiden. Dette i motsetning til en longitudinell tidshorisont, som ofte er vanlig i bruk av kvantitativ metode, hvor undersøkelsen gjennomføres gjennom flere tidshorisonter²⁰. Problemet med vår oppgave er at datagrunnlaget vårt er basert på informasjon datert 31.12.2008, og dermed kan denne informasjonen være noe utdatert på noen punkter siden verdien, spesielt i aksjemarkedet, blir daglig påvirket av ny informasjon.

3.4. Datainnsamlingsmetode

Metode handler i bunn og grunn om hvordan man skal fremskaffe og analysere informasjon om et spesifikt forskningsspørsmål. Det finnes mange forskjellige datainnsamlingsteknikker, og det er i all hovedsak forskningsspørsmålet og formålet med forskningen som avgjør hvilken innsamlingsteknikk(er) som burde benyttes²¹.

²⁰ Bryman, 2004

²¹ Kent, 1999

Sekundærdata

Sekundærdata kan omhandle både kvantitativ og kvalitativ data, og kan videre benyttes i både deskriptive og utforskende forskning²². Man kan dele slik data opp i tre hovedkategorier:

1. Dokumentdata
2. Multiple kilder
3. Undersøkelsesbasert

Vårt forskningsspørsmål og vårt valg av design legger visse styringer for hvilke type data vi skal benytte. I tilknytning til vår oppgave vil det være mest relevant å benytte dokumentdata i form av nedskrevne dokumenter som for eksempel årsrapporter og strategidokumenter. Det som er positivt ved bruk av sekundærdata er at de ofte er forholdsvis enkle å få tak i, samt at det er kostnads- og tidsbesparende. Årsregnskaper ligger tilgjengelig for offentligheten i henhold til norsk lovgivning, og man må kunne anta at disse gir et reelt bilde av virkeligheten (se kapittel 3.7). En ulempe ved bruk av sekundærdata er at slik data ofte er samlet inn for et helt annet formål enn forskerens, og man har videre ingen reell kontroll på kvaliteten på dataene. Hvis man ikke har de nødvendige kontakter, kan det også være vanskelig og dyrt å få tak i nødvendige data. Bruk av dokumentanalyse passer godt til vårt valg av forsknings-spørsmål og design, i henhold til Saunders et. al (2003, s. 191) erfaringer: ” ... *those research projects that make use of documentary secondary data often do so as part of within-company research project or a case study of a particular organisation.* ”

Primærdata/Samtaleintervju

Primærdata er data som samles inn eller forberedes av forskeren selv ut i fra prosjektets formål. De vanligste kildene til denne type data er spørreundersøkelser, samtaleintervju og observasjon. I forhold til vårt formål er det mest nærliggende å benytte et samtaleintervju med regiondirektøren, CFO og økonomisjefen i Sparebank 1 Nord-Norge. Et samtaleintervju har lav grad av standardisering og høy grad av nærhet²³. Man kan gjerne sette opp stikkord (eventuelt samtaleemne) før intervjuet, men en intervjuguide vil ikke være like

²² Saunders et. al, 2003

²³ Ringdal, 2007

hensiktsmessig som under et strukturert intervju. Vi valgte å sende inn stikkord før intervjuene slik at intervjuobjektene kunne være forberedte på hva som var på agenden.

Årsaken til at vi har planlagt å gjennomføre et samtaleintervju er, som nevnt tidligere, for å innhente informasjon utover årsregnskapene, såkalt primærdata. Våre kontakter i banken sitter inne med verdifull kunnskap som vil være avgjørende for kvaliteten på vår oppgave. Fakta om fortiden finner vi i offentlige databaser, men et bankregnskap er noe mer komplisert enn ”vanlige” regnskap, slik at innspill på ulike poster har vært nødvendig. Dette har langt på vei hjulpet oss med å få en dypere forståelse, og vært en meget positiv bidragsyter til vårt arbeid. Samtidig er våre prediksjoner om fremtiden avhengig av dypere innsikt i selskapets strategier, herunder deres konkurranseevne. Ut i fra regiondirektørens uttalelser om fremtidige strategier vil vi kunne gi et mer pålitelig fremtidsbilde, slik at for eksempel estimering av fremtidig utvikling kan bli mer realistisk enn hvis man baserer estimatet kun på regnskap og generell markedsinnsikt. Disse samtaleintervjuene har styrket våre estimater i forhold til det å kun benytte ekstern informasjon. Vi ser på dette som en stor styrke sett opp imot andre verdsettelsesoppgaver på samme feltet.

Fordelen med å skaffe sine egne data er at det gir deg kontroll over både strukturen av dataene og hvilke data som blir innhentet fra informanten. Den kan altså tilpasses ditt spesifikke formål, og dermed er du mer sikker på at dataene passer til din forskningsutredning²⁴. Samtidig vil vi kunne klare å komme dypere ”under huden” på organisasjonen gjennom å formulere åpne spørsmål som informanten kan gi mer ”runde” svar på. Men det er ikke bare heldige omstendigheter rundt det å benytte primærdata. Et negativt aspekt er at det kan være meget tids- og kostnadskrevende, men vi er så privilegert i vår forskningsprosess at vi slipper å bruke midler på samtaleintervjuet. Videre er det viktig å stille seg kritisk til det som blir sagt, da informanten kan ønske å ”male et glansbilde” av situasjonen i bedriften, og om fremtidsutsiktene. Det er her vi som forskere må være dyktige til å stille de rette spørsmålene, slik at vi får pålitelig informasjon. Det er også en overhengende fare for at ting kan bli misforstått, men gjennom en god samtale kan man forebygge store misforståelser²⁵. I samtaleintervjuene har vi, naturlig nok, i hovedsak lagt vekt på spørsmål om regnskapene, grunnet vanskeligheten med å tolke all informasjon som er oppgitt i de til dels kompliserte

²⁴ Easterby-Smith, Thorpe og Jackson, 2008

²⁵ Saunders et. al. 2003

oppsettene. Tallene i regnskapet taler for seg selv slik at glansbildeeffekten vil være fraværende her, men når det gjelder samtaler vi har hatt med ledende personer i konsernet har vi lyttet med kritiske ører.

3.5. Analyse av primær- og sekundærdata

Primærdata

Det å arbeide med tekst byr på andre utfordringer enn når man bearbeider tall²⁶. Tall kan ofte være enklere å tillegge mening enn ord, og dette kan bidra til at tekstmaterialet føles som meget omfattende. Før man setter i gang med analysearbeidet av tekstmaterialet er det viktig at man går igjennom forskningsspørsmålet, slik at man har det rette fokuset. Det kan være en fordel å sende den bearbejdede informasjonen tilbake til informanten, slik at han kan avklare eventuelle misforståelser²⁷. Vi har en fordel i og med at vi skal møte en av informantene i andre sammenhenger, mens de to andre er mulig å nå på telefon, slik at uklarheter og misforståelser kan oppklares løpende. Ved å ha en kritisk gjennomgang av samtalene, vil vi på denne måten kunne luke ut informasjon som kan være relevant for vår oppgave. Vi skal ikke direkte analysere intervjuene, og grunnen for at dette ikke er nødvendig er at det ikke er intervjuene som er grunnlaget for denne oppgaven, de er mer et supplement til oppgaven og blir dermed mer en kvalitetssikring av vårt arbeid.

Sekundærdata

I forkant av analysearbeidet tilknyttet sekundærdata, er det ofte nødvendig å foreta en kritisk vurdering av de foreliggende dataene; i sentrum står relevans og kvalitet. Før vi kan begynne å analysere sekundærdataene er det hensiktsmessig å omgruppere regnskapene til et mer relevant perspektiv. Dermed kan man si at årsaken til fokuset på relevans, er for å gjøre rede for om de gjeldende data ”skyter blink” i forhold til den underliggende problemstillingen²⁸. Ved å tilrettelegge regnskapene til vårt behov, vil vi nettopp oppnå en høyere formålsverdi, og gjøre verdsettelsesprosessen mer oversiktelig.

²⁶ Johannesen et. al., 2004

²⁷ Mehmetoglu, 2004

²⁸ Grønmo, 2004

Under arbeidet med sekundærdataene har vi blant annet gjennomført en regresjonsanalyse. For å kunne gjøre dette har vi innhentet data fra Oslo Børs vedrørende Sparebank 1 Nord-Norge aksjen, OBX, samt data for 3 måneders NIBOR rente. På denne måten har vi fått informasjon om aksjeutviklingen til grunnfondsbeviset NONG i forhold til markedet, justert for den risikofrie renten, gitt ved NIBOR.

Benchmarking er viktig for å få innsikt i en bedrifts konkurransevne i markedet, altså hvordan bedriften presterer i markedet i forhold til de mest sammenlignbare bedriftene i bransjen. Vi har derfor gjennomført en regnskapsanalyse, basert på de fremlagte årsrapportene fra de respektive bankene. Gjennom en grundig prosess hvor begge forfatterne har jobbet sammen har vi kvalitetssikret analysene, og sett i sammenheng med vår 5-årige utdanning, anser vi oss sikre på at analyseberegningene forteller en sann og korrekt historie. Den videre prosessen går ut på å følge oppskriftsmessige og anerkjente formler for verdsettelse, hvor basisen blir den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

3.6. Reliabilitet

Målet med reliabilitet er å kunne minimere feil og fordommer, det refererer seg altså til dataenes pålitelighet. For å oppnå dette er det viktig å ha god dokumentasjon på forskningsarbeidet; det skal ideelt sett være mulig for en annen forsker å foreta samme forskningen, og komme fram til det samme resultatet²⁹. I praksis vil mange fenomener være i stadig endring. Dette skjer særlig i den økonomiske verden hvor markedsforholdene er i konstant forandring, for eksempel svinger aksjekursene fra minutt til minutt. Dette kan gjøre spørsmålet om reliabilitet mer komplisert, men dette omhandler i mindre grad vår oppgave, sett fra et teoretisk ståsted, ettersom vi bruker stadfestede årsrapporter som basis og dermed verdsetter per 31.12.08.

Selv om det historisk sett har vært mange eksempler på regnskapsskandaler må vi ha tillit til at regnskapstall, og liknende, er pålitelige data i henhold til norsk lovgivning, men det kan naturlig nok forekomme menneskelige feil i analysearbeidet. Reliabiliteten vil påvirkes av den kvalitetsmessige kontrollen av dataene, for eksempel nøyaktighet i dataregistrering og søking av feil. Man må dermed så langt det er mulig redusere unøyaktigheten ved bruk av vel gjennomveide prosedyrer, og gjerne gjenta prosessene for å være sikre på det resultatet som

²⁹ Yin, 2003

kommer frem³⁰. Et regnskap skal være gjennomgått av en revisor og vi kan dermed konkludere med at dette vil redusere unøyaktigheter i sekundærdataene. Selv om vi skal analysere og behandle regnskapene vil dette bli gjort i samråd med veileder og annet kvalifisert personell ved HHB, slik at dette optimalt sett ikke skal redusere påliteligheten av oppgaven, selv om det skal nevnes at menneskelig feil kan oppstå. Det er viktig å presisere at selve omgrupperingen av regnskapet ikke forandrer selve tallmaterialene. Det som skjer er at tallmaterialene blir klare for eventuelle justeringer av målefeil og deretter analyser³¹.

Kravet om reliabilitet kan være vanskelig å påvise ved bruk av kvalitative metoder, dette på grunn av at slike innsamlingsmetoder ikke er standardiserte³². Vi har hatt gjentatte møter med vår mentor, og dette mener vi vil styrke påliteligheten til primærdataene, da vi kan gå tilbake og kvalitetssikre dataene med tanke på eventuelle uklarheter eller manglende informasjon. Det må også nevnes at vårt informasjonsbehov i liten grad er knyttet opp mot subjektive holdninger og meninger, da vi i liten grad er ute etter personlige meninger. I forbindelse med vår oppgave har vi stor tro på at reliabiliteten vil være god, både på bakgrunn av drøftingen ovenfor, og det faktum at gjennomføringen av store deler av datainnsamlingen ikke vil ha innvirkning på datamaterialet.

3.7. Validitet

Validitet omhandler ”*hvor godt, eller relevant, data representerer det fenomenet som skal undersøkes.*”³³. Men andre ord kan man si at validitet handler om den innsamlede dataens gyldighet. Dette er essensielt i en forskningsprosess for at det skal bli en hensiktsmessig kobling mellom variabler på teoriplanet og empiriplanet. Her vil begrepsvaliditet være en viktig indikator på forskningsverdi, og spesielt viktig i vår oppgave ettersom vi går fra teori til empiri. Det skilles mellom forskjellige typer validitet. Noen av de vanligste formene i tillegg til begrepsvaliditet, er intern validitet og ekstern validitet. Betydningen av disse avhenger om det er snakk om kvantitativ eller kvalitativ metode³⁴.

³⁰ Ringdal, 2007

³¹ Gjesdal og Johnsen, 1999

³² Grønmo, 2004

³³ Johannesen et. al, 2004. s. 409

³⁴ Mehmetoglu, 2004

3.7.1. Begrepsvaliditet/troverdighet

Når det gjelder begrepsvaliditet, er det viktig at vi på forhånd har satt oss godt inn i hvilke faktorer som er avgjørende for en verdsettelse, slik at de data vi henter inn er relevante for verdsettelsen. Da det eksisterer mye teori og empiri på dette feltet, føler vi oss trygge på at de variablene som vi innhenter informasjon om, er relevante for vårt formål. Begrepsvaliditet i kvantitativ metode handler om man måler det man tror man måler³⁵. En bedrifts verdiskapning skal gjenspeiles i årsregnskapet, men et årsregnskap som det vanligvis fremstår er mer kreditorvennlig slik at vi ser det som nødvendig å omgruppere regnskapene for å få en mer investorvennlig fremstilling. Med bakgrunn i dette føler vi oss rimelig trygge på at vi har god begrepsvaliditet i tilknytning til den kvantitative metodebruken.

Begrepsvaliditet i kvalitativ metode handler om resultatene vi har kommet fram til gjenspeiler formålet med oppgaven, og om det videre gir et korrekt bilde av virkeligheten³⁶. Man snakker altså her om dataenes troverdighet. I og med at vi har en relasjon til informant(e), og det faktum at samtalene i stor grad har omhandlet spesifikke usikkerhetsmomenter ved det kvantitative datamaterialet, føler vi oss rimelig trygge på at dataens troverdighet er tilfredsstillende.

3.7.2. Ekstern validitet/ overførbarhet

”How can a single case possibly be representative so that it might yield findings that can be applied more general to other cases?”³⁷

Denne delen omhandler altså om det er mulig å generalisere ut i fra funnene i oppgaven. Det å kunne generalisere funnene fra forskningen er i normaltilfellet bare mulig ved en kvantitativ forskningsmetode, og dette er også som oftest hovedfokuset i slike forskningsstrategier.

I en kvalitativ kontekst snakker man ikke om generalisering, men heller om overføring av kunnskap. Casestudier er vanligvis løst ved hjelp av en kvalitativ framtoning, og dermed slår Yin (2003) fast at generalisering fra en slik studie ikke er aktuelt. Det at en casestudie er en dyptgående studie av en eller et fåtall enheter, hvor forskerens intensjon ikke er å

³⁵ Ringdal, 2007

³⁶ Johannessen, et.al, 2004

³⁷ Bryman, 2004, s.51

generalisere, underbygger hans påstand. I forbindelse med vår oppgave, vil primærdataene og sekundærdataene være spesifikt knyttet opp mot vårt valg av bedrift, og vil derfor være lite overførbart til andre sammenhenger/bedrifter.

3.7.3. Intern validitet

Intern validitet omhandler holdbarheten av forutsetningene for å dra konklusjoner om kausale sammenhenger mellom en antatt kausalfaktor og en antatt effekt av denne³⁸. Det vil si, i hvilken grad det eksisterer et kausalitetsforhold, eller om det eksisterer andre utenforliggende forklaringsfaktorer. Når det gjelder det å verdsette et selskap er det mange faktorer som spiller inn, slik at verdsettelsen er, som skrevet tidligere, ingen eksakt vitenskap. Hvilke faktorer vi velger å vektlegge ved verdsettelsen trenger nødvendigvis ikke å samsvare med hvordan et marked vil reagere. Verden generelt og markedet er i konstant bevegelse, og på ulike tidspunkt kan forskjellig faktorer ha større betydning enn andre³⁹. Det kan stilles spørsmålstegn ved den interne validiteten i en verdsettelsesprosess, men i og med at man benytter velkjente teorier og verdsettelsesmodeller føler vi oss trygge på at vi tar høyde for de mest sentrale elementene. Dog må vi gjøre leseren oppmerksom på at vi ikke har erfaring fra tilsvarende verdsettelsesprosesser, men vi mener at vår veileder vil kunne virke preventiv mot eventuelle grove feil.

³⁸ Yin, 2003

³⁹ Bodie, Kane og Marcus, 2008

4. Valg av verdsettelsesteknikk

Hvorfor verdsette et børsnotert selskap? Verdien eksisterer jo i form av den daglige aksjekursen, kan det tenkes at noen vil si. Men en verdsettelse basert på velkjente teorier kan formidle verdifull kunnskap om hvordan denne kursen er skapt, og gi en pekepinne om den reflekterer en fornuftig markedsverdi. Når man i tillegg legger til grunn at en verdsettelse ikke er noe eksakt vitenskap, men i beste fall sofistisert gjetning, gir dette incentiver til å verdsette bedrifter med jevne mellomrom. Videre er det, som vi kommer nærmere inn på, kun deler av Sparebank 1 Nord-Norge som er notert på børsen, og det vil med andre ord si at det ikke foreligger en markedspris for hele morbanken. Det eksisterer viktige tilfeller for å verdsette en bedrift, her er noen eksempler (delvis basert på Boye, 1998):

- Kjøp og salg av hele eller deler av virksomheten: det er kritisk å vite hva man er villig til å betale (selge for). Dette gjelder så vel børsnoterte som ikke-børsnoterte selskaper. Man ser ofte i markedet at bedrifter byr langt over markedsverdien som fremkommer i aksjemarkedet, nettopp på grunn av at deres verdsettelse, med hensyn på blant annet strategiske fordeler, gir et annet verdiesestimater.
- Fusjon: ved en fusjon må de selskaper som skal smelte sammen verdsettes, for eksempel som ved noteringen av StatoilHydro ASA. Dette er nødvendig for å kunne ta stilling til hvordan aksjene i det fusjonerte selskapet skal fordeles på eierne av de selskaper som inngår i fusjonen. Uten en grundig verdsettelse kan en meget urettferdig fordeling bli resultatet.
- Fisjon: det vil si oppsplitting av et selskap i to eller flere selskaper. Det er dermed essensielt å bestemme verdien av de selskaper som blir resultat av fisjonen.
- Investeringsmuligheter: investorer bruker egne verdsettelsesestimater for å kunne bruke dette som en indikator for å avgjøre om den spesifikke bedriften er et interessant kjøpsobjekt eller ikke.

4.1. Verdsettelsesmetoder

I verdsettelsesammenheng er det spesifikke standardiserte prosedyrer som vanligvis ligger til grunn for verdiesestimeringen. Dette vil være tilfellet dersom man skal verdsette for eksempel en industribedrift som Orkla, men Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal (1997) argumenterer for

at banker og finansinstitusjoner ikke er som andre foretak. Dette på grunnlag av at banker gjerne har egne regnskapsregler og det kan tyde på at de blir verdsett annerledes i aksjemarkedet. I en ”vanlig” bedrift foregår verdiskapningen på venstre side av balansen, mens høyre side gir informasjon om hvordan selskapet er finansiert; andel EK og gjeld. Forskjellen fra dette til en bank er at det ikke går et klart skille i banken på hvilken side i balansen verdiskapningen skjer. Det er vanskeligere å bestemme hva som er driftskapital, og hva som er finansieringskapital i en bank. Bankenes egenkapital kalles som oftest for deres kjernekapital, mens de i tillegg har en tilleggskapital, og summen av disse utgjør deres ansvarlige kapital. På bakgrunn av dette kan vi i så måte slå fast at en bank er nokså spesiell i verdsettelsessammenheng.

Når det gjelder det å verdsette et foretak er det flere metoder og modeller som foreligger. Man deler gjerne disse metodene inn i tre hovedtyper⁴⁰:

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

Det er viktig å få frem at disse metodene ikke er gjensidig utelukkende, men at de er supplerende.

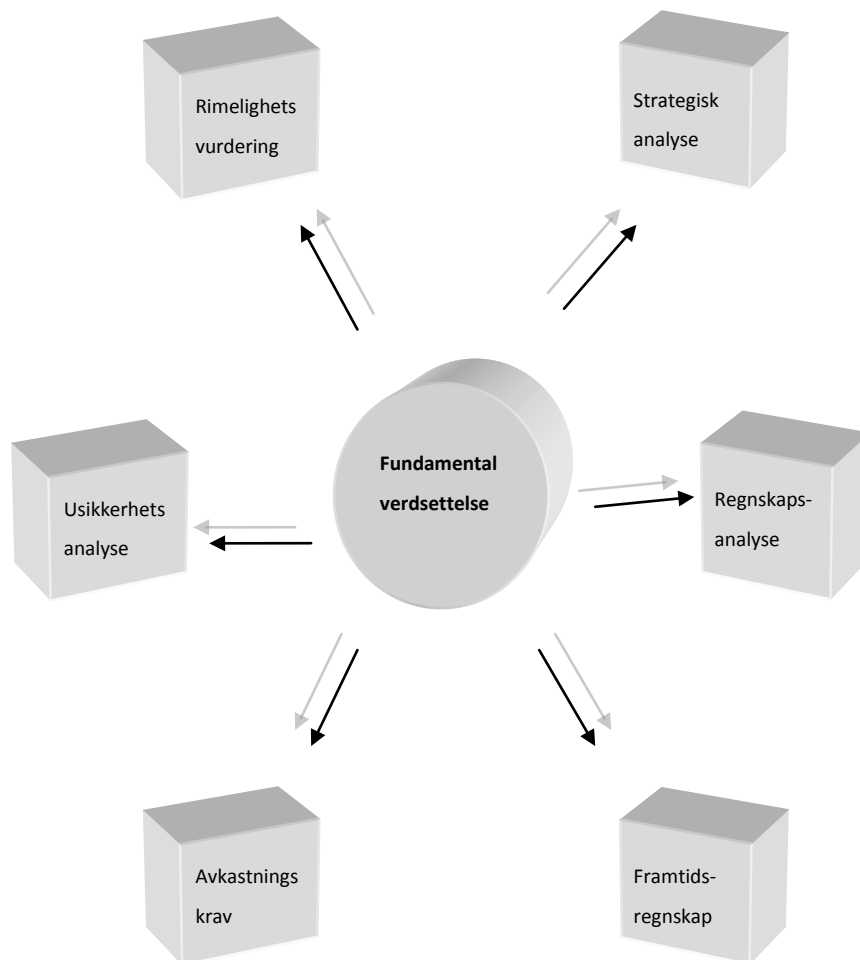
4.1.1. Fundamental verdsettelse

Å foreta en verdsettelse av et foretak kan være en meget omfattende prosess. Forut for verdsettelsen er det derfor viktig å foreta en grundig fundamental analyse⁴¹. Første steg i den fundamentale analysen dreier seg om å gjøre seg kjent med bedriften man skal verdsette. Her må man sette seg inn i bedriftens produkter og tjenester, kunnskapsbasen som bedriften innehar, konkurranseforholdene, eventuelle reguleringer som bedriften står overfor, samt strategier. Det handler kort sagt om å analysere hvilke verdimuligheter ledelsens ideer kan generere. I andre steg analyserer man informasjon, både regnskapsinformasjon og informasjon utenfor regnskapene. Man kan finne store mengder informasjon, så her handler

⁴⁰ Damodaran, 2002

⁴¹ Penman, 2007

det om å finne den relevante informasjonen, og skille ut irrelevant informasjon. Neste steg blir så å spesifisere resultater (hvordan blir resultater målt etc.), og å utvikle prediksjoner angående fremtidige resultater. Dette trinnet i analysen er avgjørende for den videre verdsettelsen. Videre i prosessen koker man prediksjonene ned til ett tall; en verdi. Man snakker her om å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene, hvor man tar hensyn til både tidsverdien og risiko. I siste steg foretar man vanligvis en investeringsbeslutning. Her vil investorer typisk sammenlikne deres estimat med den foreliggende prisen, for deretter å redegjøre for om det foreligger en lønnsom investering.



Figur 3: Elementer innenfor fundamental verdsettelse

4.1.1.1. Metoder innenfor fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse kan sies å være det fundamentet som alle verdsettelsesmodeller bygger på⁴². Denne typen verdsettelse er basert på strategisk analyse og regnskapsanalyse. Den tar utgangspunkt i nåverdiregelen, slik at verdien av en eiendel er nåverdien av eiendelens fremtidige kontantstrømmer:

$$\text{Verdi} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Man kan altså si at denne modellen tar utgangspunkt i tre variabler; kontantstrømmen(e) som eiendelen forventes å generere (CF), tidspunktet man forventer at disse kontantstrømmene skal forekomme (t), og risikoen knyttet til de estimerte kontantstrømmene; høy risiko gir høyere avkastningskrav (k) og motsatt ved lav risiko. For at denne modellen skal fungere tilfredsstillende ligger altså utfordringen i å finne et fornuftig avkastningskrav for Sparebank 1 Nord-Norge, samt å komme frem til fornuftige estimat på fremtidige kontantstrømmer.

Fundamental verdsettelse deles ofte inn i to hovedmetoder: egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden⁴³. Da egenkapitalmetoden er mest hensiktsmessig ved verdsettelse av banker (se punkt 4.1.1.1.3) vil vi fokusere mest på denne metoden i beskrivelsen nedenfor.

4.1.1.1.1. Egenkapitalmetoden

Denne metoden har som formål å verdsette egenkapitalen direkte. Vi tar her for oss tre metoder man kan ta utgangspunkt i: frikontantstrøm-, dividende- og superprofittmodellen. Formlene nedenfor kommer i sin helhet fra Damodaran (2002).

4.1.1.1.1.1. Frikontantstrømmodellen

Frikontantstrømmodellen tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, det vil si den residuale kontantstrømmen etter at selskapet har imøtekommet alle kostnader, reinvesteringer, skattebetalinger, rentekostnader og liknende. Man kan dermed uttrykke den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med følgende formel:

⁴² Penman, 2007

⁴³ Damodaran, 2002

FCFE = Netto inntekt – økning i egenkapitalen + endringer i egenkapitalen utover innskudd av kapital og betaling av utbytte.

I en verdsettelse er det vanlig å estimere den frie kontantstrømmen for et vist antall år fremover, kalt budsjettperioden, og da er det hensiktsmessig å benytte formelen nedenfor. Den frie kontantstrømmen neddiskonteres man med kapitalkostnaden (k_E) til egenkapitalen.

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k_E)^t} + \frac{P_T}{(1+k_E)^T}, \text{ hvor } P_T = \frac{FCFE_{T+1}}{k_E - g}$$

FCFE – Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen

k_E – Avkastningskravet til egenkapitalen

g – vekstrate

I modellen ovenfor er det benyttet en terminalverdi for å slippe å estimere en nåverdi av en uendelig sum av kontantstrømmer til egenkapitalen. Man antar dermed at den frie kontantstrømmen vokser med en konstant vekstrate (g) inn i evigheten, det vil dermed si at selskapet har kommet i steady state (stabil vekst) i år T .

4.1.1.1.2. Dividendmodellen

Dividendmodellen verdsetter egenkapitalen basert på fremtidig utbytte neddiskontert til nåverdi. Når det ikke eksisterer finansielle eiendeler eller rentebærende gjeld vil det ikke være noen forskjell på dividendmodellen og kontantstrømmodellen⁴⁴.

$$V_0^E = \frac{Div_1}{(1+k_E)} + \frac{Div_2}{(1+k_E)^2} + \frac{Div_3}{(1+k_E)^3} + \dots$$

Div_t = utbytte/direkteavkastning

k_E = avkastningskravet til egenkapitalen

I praksis vil det være vanskelig å kalkulere verdien av et selskap basert på formelen overfor dersom man antar at et selskap vil fortsette å være i drift i mange år fremover. For praktiske hensyn bygger man derfor ofte inn noen forutsetninger i modellen. En metode som kan benyttes er å anta en endelig tidshorisont. Man vil da kunne beregne verdien av utbyttene, for deretter å legge til prisen man kan selge selskapet for på tidshorisonten.

⁴⁴ Johnsen og Gjesdal, 1999

$$V_0^E = \frac{Div_1}{(1+k_E)} + \frac{Div_2}{(1+k_E)^2} + \frac{Div_3}{(1+k_E)^3} + \dots + \frac{Div_T}{(1+k_E)^T} + \frac{P_T}{(1+k_E)^T}$$

P_T = Terminalpris, dvs. prisen man antar man kan selge for på tidshorisonten.

Dersom man antar at utbyttene vil vokse med en konstant vekstrate fra periode 1 kan man enkelt og greit benytte seg av den velkjente "Gordons vekstformel":

$$V_0^E = \frac{Div_1}{(k_E - g)}$$

4.1.1.1.1.3. Superprofittmetoden

Superprofittmetoden går ut på å verdsette egenkapitalen som dagens bokførte verdi av egenkapitalen pluss nåverdi av forventet fremtidig residual income (RI). Som det går frem i Johnsen og Gjesdal (1999) går denne metoden også under navnet "Edwards and Bells (E-B) metode". Denne metoden kan uttrykkes ved følgende formel:

$$V_t = B_t + \frac{C_{t+1} - A_{t+1} - kB_t}{(k - g)}$$

Hvor V er foretakets verdi, B er bokført verdi, C er kontantstrøm og A er avskrivning. Som man ser av denne formelen kan altså verdien av foretaket ved bruk av denne metoden uttrykkes som summen av to ledd: første ledd uttrykker den bokførte verdien, andre ledd uttrykker nåverdien av residual income til evig tid med konstant vekst. Av uttrykket ovenfor kan man se at vekstraten ikke har noen betydning med mindre det eksisterer verdiskapning, det vil si at telleren i uttrykket er positiv. Man kan argumentere for at denne modellen er informativ da verdien av selskapet uttrykkes ved hjelp av verdidriverne vekst og rentabilitet.

Det er viktig å få frem her at dersom man legger til grunn identiske forutsetninger vil alle de ovennevnte modellene gi det samme estimatet på verdien av egenkapitalen. Av denne grunn er det vanskelig å argumentere for at den ene modellen er bedre enn den andre. Men det finnes implikasjoner som er spesielle for banksektoren.

4.1.1.1.1.4. Andel reinvestering – påvirkning av egenkapitalmetodevalg

Fra et verdsettelsesperspektiv er antagelsen om fremtidig vekst korrelert med antagelsen om reinvestering. I motsetning til industribedrifter som investerer i anlegg, utstyr og lignende, investerer finansielle institusjoner mer i immaterielle eiendeler som merkevare og

humankapital. Som en konsekvens av dette blir deres investeringer, som kan anses som et grep for å sikre videre vekst, kategorisert som driftsmessige investeringer i regnskapene. Et resultat av dette blir naturlig nok at bankenes regnskap viser lite, om noe, investering i eiendeler som skal avskrives. Dette vil for eksempel gjøre det problematisk å beregne residual income, og effekten av dette vil være at superprofittmodellen blir vanskelig å benytte. Hvis vi definerer arbeidskapital som forskjellen mellom nåtidens eiendeler og nåtidens betalingsforpliktelser (gjeld), vil en stor andel av bankens balanse falle innenfor begge disse to kategoriene. Det blir dermed ikke et klart skille.

Som en følge av vanskeligheten med å måle reinvesteringer, oppstår det to praktiske problemer ved en verdsettelse av en slik institusjon. Den første er at vi ikke kan estimere kontantstrømmen uten å estimere reinvesteringer. Den andre er at det å estimere forventet fremtidig vekst blir mye vanskeligere når andel reinvestering ikke kan bli målt på en tilfredsstillende måte⁴⁵. Dette er forhold som vanskeliggjør bruken av fri kontantstrøm. Dette resulterer i at dividendemodellen virker mer hensiktsmessig. På den andre siden påpeker Damodaran (2002) at en vesentlig forutsetning for å benytte dividendemodellen, er at bedriften betaler ut maksimalt utbytte. I sparebanksektoren holder ikke denne antagelsen mål, som følge av eierstrukturen og lovrestriksjoner, og dermed vil en verdsettelse basert på denne modellen gi et ukorrekt bilde.

Verdsettelsesmodeller er bygd opp på generelt grunnlag, slik at bransjespesifikke forhold vil kunne gi begrensninger i bruken av dem. Dette kan medføre at det ikke blir 100 % ”hit” mellom forutsetningene bak modellene og spesifikke forhold i bransjen. I vårt tilfelle mener vi at fri kontantstrøm gir et best mulig bilde av bedriften, gitt de vanskelighetene som eksisterer i tilknytning til verdsettelse i sparebanksektoren. Forutsetninger er noe man er nødt til å gjøre i de fleste verdsettelsesmodeller, og i vårt tilfelle mener vi at de mest realistiske forutsetninger blir gjort med bruken av fri kontantstrømmodellen. Et grep vi gjør for å bake inn andel reinvestering er å se på kjernekapitaldekningen når vi estimerer den bokførte egenkapitalen, se kapittel 9.3.

⁴⁵ Damadoran, 2002

4.1.1.1.2. Totalkapitalmetoden

Denne metoden kan sies å verdsette egenkapitalen indirekte. Totalkapitalmetoden baserer verdsettelsen på den frie forventede kontantstrømmen til foretaket, det vil si den residuale kontantstrømmen etter at driftskostnader, reinvesteringer og skatter er betalt, men før utbetalinger til kreditorer og/eller eiere. Videre neddiskonterer man denne frie kontantstrømmen til totalkapitalen med den veide gjennomsnittelige kapitalkostnaden (WACC).

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{P_T}{(1+WACC)^T} - V_0^D, \text{ hvor } P_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC-g}$$

$FCFF = EBIT \times (1-t_c) + \text{Avskrivninger} - \text{Kapitalutvidelser} - \text{Økning i netto arbeidskapital}$

hvor

EBIT – resultat før renter og skatt

t_c – selskapets skattesats

4.1.1.1.3. Egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden?

Det kan i mange tilfeller være enklere å benytte totalkapitalmetoden enn egenkapitalmetoden⁴⁶. Av denne grunn anbefales ofte bruken av totalkapitalmetoden, foruten i et par tilfeller. Boye trekker frem at ved verdsettelse av banker og livsforsikringsselskaper vil egenkapitalmetoden være enklere å benytte enn totalkapitalmetoden. I bankene er det vanskelig å skille hva som er driftskapital og hva som er finansieringskapital, dermed kan det bli problematisk å benytte totalkapitalmetoden. For en bank kan gjeld klassifiseres som det samme som aluminium er for Norsk Hydro. Bankene kan tjene en margin både på innskuddene og på utlånene. Dette er en motsetning til industribedrifter som vanligvis ikke vil tjene penger på utlånsvirksomhet. Dette skaper et problem i forhold til om for eksempel, et innskudd fra en kunde skal regnes som gjeld eller råmateriale for banken. Denne identifiseringsproblematikken gjør at bruk av totalkapitalmetoden ved verdsettelse av en bank, skaper komplikasjoner. Det å benytte totalkapitalmetoden hvor man verdsetter egenkapitalen indirekte, vil ikke gi en realistisk verdi, siden store deler av gjelden bidrar til

⁴⁶ Boye, 1998

verdskapning⁴⁷. Effekten av dette er at vi går direkte på modeller som fastsetter verdien på egenkapitalen ved verdsettelse av morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge.

4.1.1.2. Begrensninger ved fundamental verdsettelse

I og med at verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer er basert på forventede fremtidige kontantstrømmer/dividende og diskonteringsrenter, passer slik type verdsettelse best til foretak som på verdsettelsestidspunktet har positive kontantstrømmer, og hvor de fremtidige kontantstrømmene kan predikeres med en viss reliabilitet. Samtidig er det viktig at man har en rimelig god oversikt over risikoen tilknyttet bedriften, slik at diskonteringsrenten kan beregnes på en fortlølig måte. I tilfeller hvor en bedrift ikke tilfredsstillt disse kravene tilstrekkelig vil verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer være vanskelig å gjennomføre. Eksempler på situasjoner hvor det kan være vanskelig å gjennomføre en slik verdsettelse er når bedrifter⁴⁸:

- er i trøbbel: har ofte negativt resultat og kontantstrømmer, og vil ofte kunne forvente å tape penger i fremtiden. Av denne grunn er det vanskelig å estimere fremtidige kontantstrømmer/dividender, i forhold til bedrifter med mer stabile finansielle forhold.
- er sykliske: dette vil si at resultatet og kontantstrømmen som oftest følger konjunktursvingninger, det vil si at de øker ved oppgangs- og reduseres ved nedgangskonjunkturer. Det å estimere en verdi på et slikt selskap vil avhenge mye av subjektive forventninger til de respektive analytikerne om når konjunkturen vil snu.
- har ubenyttete eiendeler: en verdsettelse basert på kontantstrømmer reflekterer verdien av eiendelene som generer kontantstrømmene. Dersom en bedrift har ubenyttete eiendeler vil ikke dette reflekteres i verdien til selskapet.
- har patenter og lignende: mange bedrifter har patenter og lisenser som enda ikke bidrar til å generere kontantstrømmer, og som kanskje ikke forventes å bidra til å produsere kontantstrømmer i nærmeste framtid. Disse kan på tross av dette være svært verdifulle for selskapet, men vil ikke reflekteres i selskapsverdien. Et eksempel kan være legemiddelbransjen.

⁴⁷ Damadoran, 2002

⁴⁸ Damodoran, 2002

- er inne i en restrukturingsprosess: en slik prosess kan innebære at bedrifter selger og kjøper nye eiendeler, og dette kan føre til endringer i kapitalstrukturen og dividendepolitikken. Disse forholdene resulterer i at fremtidige kontantstrømmer kan bli vanskelige å estimere.
- er involvert i oppkjøp: her må eventuelle synergieffekter tas hensyn til, og forsøkt verdsatt. Hvis oppkjøpet er av en fiendtlig karakter må man ta høyde for hvordan endringer i ledelsen kan påvirke kontantstrømmer/dividendepolitikk og risiko.

Den eneste karakteristikken ovenfor som, etter vår mening, kompliserer bruken av fundamental verdsettelse på Sparebank 1 Nord-Norge, er punktet som omhandler sykliske bedrifter. Selv om bankene i stor grad kan sies å følge konjunkturutviklingen, anser vi ikke dette som et stort problem i forbindelse med vår verdsettelsesoppgave. Dette begrunner vi med at det i hovedsak er tap på utlån og finansielle plasseringer som blir påvirket av sykliske svingninger, og i mindre grad deres hovedinntektskilde; netto rentemargin. Den underliggende bankdriften har vært god de to siste årene, selv om økonomien har stagnert. De fleste bedrifter vil bli påvirket av konjunkturer i en eller annen grad, og som skrevet tidligere vil all verdsettelse i beste fall være en sofistisert gjetning.

4.1.2. Komparativ verdsettelse

Denne type verdsettelse bygger på det å finne et sammenlignbart selskap med den bedriften man skal verdsette. Metoden tar altså utgangspunkt i at verdien av eiendeler baseres på hvordan sammenlignbare eiendeler er priset i markedet. Den standardiserer eiendelene ved å benytte en felles variabel som for eksempel fortjeneste, kontantstrøm, bokført verdi, eller inntekt. Det fremgår i Damodaran (2002) at komparativ verdsettelse er den mest brukte verdsettelsesmetoden. Som eksempel trekkes det frem at verdien av de fleste eiendeler, som for eksempel huset man kjøper og aksjer man investerer i, er priset i markedet.

Hovedforskjellen mellom verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer og komparativ verdsettelse kan derfor sies å være at førstnevnte metode søker å finne en individuell verdi, mens sistnevnte metode baserer seg i større grad på markedet. Dette er også en av grunnene til at komparativ verdsettelse er så mye brukt i forhold til verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer; det er mye enklere og det går mye fortere å gjøre en verdsettelse basert på multiplikatorer og sammenlignbare selskap. En annen årsak til populariteten er at slike modeller er enklere å presentere for klienter og kunder enn kontantstrømbaserte modeller.

Komparativ verdsettelse vil også i større grad reflektere den aktuelle markedssituasjonen, siden den måler en relativ verdi og ikke en ”indre” verdi.

Man kan i all hovedsak dele komparativ verdsettelse inn i to metoder: multiplikatormodeller og substansverdimetoden.

4.1.2.1. Multiplikatormodeller

Når det gjelder multiplikatormodeller kommer disse i forskjellige former. Eksempler på slike modeller er

- P/E (Pris/Fortjeneste-modellen)
- P/B (Pris/Bok-modellen)
- P/S (Pris/Salg-modellen)
- P/FCF (Pris/Fri kontantstrøm)

Siden det er mest hensiktsmessig å se på modeller som verdsetter egenkapitalen direkte, som drøftet tidligere under fundamental verdsettelse, er det mest relevant å se på multiplikatormodeller som tar for seg egenkapitalen, dermed blir P/FCF modellen utelukket i vårt tilfelle. Når det gjelder Pris/Salg modellen er denne også egenkapitalfokusert, men i banksektoren er det vanskelig å måle både salg og inntekter, slik at denne modellen mister mye av sin relevans for denne sektoren⁴⁹. P/E-metoden og P/B-metoden ser ut til å være de multiplikatormodellene som er mest brukt i praksis, både generelt og særlig ved verdsettelse av banker.

Normalfremgangsmåten ved bruk av multiplikatormodeller er å multiplisere en regnskapsstørrelse for selskapet som verdsettes med en multiplikator⁵⁰. Ved bruk av P/E-metoden kan verdien beregnes på følgende måte:

$$\text{Verdi} = (\text{Resultat før ekstraordinære poster} - \text{Skattekostnad}) \times \text{P/E-ratio}$$

⁴⁹ Damodoran, 2002

⁵⁰ Boye, 1998

Første ledd på høyresiden representerer resultatet for selskapet som skal verdsettes, mens P/E-ratioen representerer gjennomsnittlig forhold mellom børskurs og resultat før ekstraordinære poster minus skattekostnad for sammenlignbare børsnoterte selskaper. Multiplikatoren beregnes ved å dividere børskursen for børsnoterte selskaper med samme regnskapsstørrelse. Det er en stor fordel dersom man kan beregne multiplikatoren for flere sammenlignbare børsnoterte selskaper, for deretter å beregne en gjennomsnittlig multiplikator. Man kan til slutt justere denne multiplikatoren dersom selskapet man skal verdsette har visse særtrekk.

Når man benytter P/B-modellen kan verdien beregnes på følgende måte:

$$\text{Verdi} = \text{Bokført verdi} \times \text{P/B-ratio}$$

P/B-ratioen beregnes ut i fra gjennomsnittlige observerte priser, og gjennomsnittlige observerte bokførte verdier fra sammenlignbare børsnoterte selskaper. En høy P/B vil altså innebære at markedet mener at selskapet er mer verdt enn hva de regnskapsmessige verdiene tilsier. Man får altså en verdi over 1 hvis rentabiliteten overstiger avkastningskravet, og vice versa.

Når det gjelder P/B-modellen foretrekkes denne ofte av investorer fordi den gir et relativt stabilt og intuitivt mål på verdi som kan sammenliknes med markedsverdien. Gitt at like selskaper er konsistente i bruk av regnskapsprinsipper, vil P/B-modellen fungere som et godt grunnlag for å finne tegn på over- eller underprising av selskaper. Hvis denne konsistensen ikke opprettholdes, vil modellen som sammenlikningsgrunnlag bli svekket. Når det gjelder selskaper med lite materielle eiendeler, vil denne modellen gi lite mening⁵¹. Finansielle institusjoner, som Sparebank 1 Nord-Norge investerer hovedsakelig i immaterielle eiendeler som merkevare og humankapital, og vi velger dermed å utelate og benytte P/B-modellen som et ledd i kvalitetssikringen av verdierestimatet.

4.1.2.2. Substansverdimetoden

Når man fastsetter substansverdien gjøres dette på grunnlag av siste tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet. Videre er man nødt til å identifisere mer-/mindreverdi i selskapets eiendeler og gjeld, slik at nødvendige korreksjoner kan foretas. Dahl et. al. (1997, s. 13) kommer med følgende definisjon av substansverdien: ”substansverdien av egenkapitalen er

⁵¹ Damodoran, 2002

definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld, inkludert latent skattegjeld når dette er relevant". Metoden egner seg godt dersom det eksisterer et marked hvor andrehåndsverdier er tilgjengelige. Et eksempel på dette er innenfor eiendom og shipping. Når det ikke foreligger markedspriser blir verdsettelsen ofte svært usikker⁵².

Når det gjelder bank er en stor del av eiendelene utlån, og markedsverdien av denne gjelden kan være vanskelig å finne på grunn av at marginer og forventet tap vil variere mellom grupper av utlån⁵³. En annen årsak til vanskeligheten med å finne markedsverdien til gjeld er at sannsynligheten for tap vil fluktuere med konjunkturer. Økninger i renten, som det vi har vært vitne til under finanskrisen, kan bidra til økt mislighold av lånene, og derav lavere markedsverdi. Dette illustrerer et av problemene ved å benytte denne metoden, nemlig at det ofte ikke eksisterer pålitelige markedsverdier for eiendelssiden av balansen. Dette anser vi som et av hovedargumentene for at vi velger å ikke benytte denne verdsettelsesmetoden på Sparebank 1 Nord-Norge.

4.1.3. Opsjonsbasert verdsettelse

Denne type verdsettelse omhandler det å verdsette verdien av fleksibilitet. Tradisjonelt sett har opsjonsbasert verdsettelse vært forbeholdt finansielle verdier, men de siste årene har man også rettet fokus mot realverdier⁵⁴. Det finnes flere former for fleksibilitet. Når det gjelder realopsjoner og verdien av fleksibilitet er de viktigste knyttet til:

- Muligheten til å kunne utsette en investering. Dette kan være lønnsomt dersom markedsutsiktene eller liknende er usikre.
- Muligheten til å kunne foreta en oppfølgingsinvestering, dersom investeringen viser seg å bli en suksess.
- Muligheten til å kunne avbryte et prosjekt, dersom det skulle vise seg at det blir en fiasko.

⁵² Boye og Meyer, 2000

⁵³ Dahl et. al., 1997

⁵⁴ Damodaran, 2002

- Muligheten til å kunne foreta en endring i investeringen/prosjektet. Dette kan for eksempel være produksjonsomlegging.

Ved fundamental verdsettelse tar man ikke høyde for fleksibilitet, det vil med andre ord si at man antar at ledelsen forholder seg passiv til fleksibilitet, som selskapet eventuelt står overfor. Opsjonsbasert verdsettelse kan sies å være en viderebygging på den fundamentale verdsettelsen (eller eventuelt på den komparative verdsettelsen), ved at man eksplisitt tar høyde for verdien av fleksibilitet. Utfordringen ved å benytte denne typen verdsettelse er å finne ut hvor stor verdi fleksibiliteten har. Man kan dog prise fleksibiliteten inn i den fundamentale verdsettelsen ved å legge inn en høyere vekstrate. Dette kan for eksempel være aktuelt dersom en bedrift har muligheten til å utvide produksjonen, slik at det i fremtiden kan forventes et høyere produksjonsnivå. Banker investerer hovedsakelig i immaterielle eiendeler og dermed kan det bli et stort problem å benytte denne metoden.

4.2. Konklusjon valg av verdsettelsesteknikk

På grunnlag av drøftelsen ovenfor har vi valgt å verdsette Sparebank 1 Nord-Norge ved hjelp av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Vårt valg av metode gjør at vi er nødt til å foreta en liten justering i forhold til tradisjonell bruk av FCFE, jmfør Damadoran (2002) sin anbefaling vedrørende andel reinvestering (kapittel 4.1.1.1.4.).

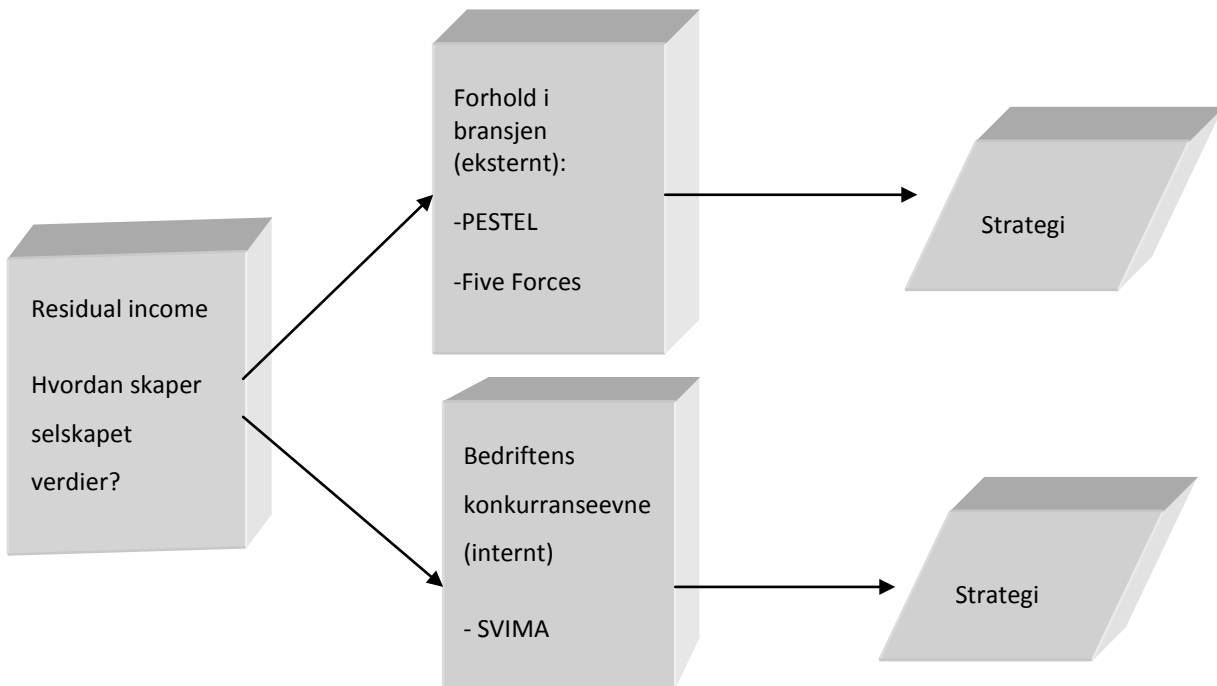
5. Strategisk analyse

”Strategy is the great work of the organization. In situations of life or death it is the Tao of survival or extinction. Its study cannot be neglected.”- Sun Tzu, The art of war

Fokuset i dette kapitlet blir å undersøke om Sparebank 1 Nord-Norge har et konkurransefortrinn, eller innehar andre strategiske fordeler. Hovedgrunnen til at dette gjennomføres er at en eventuell tilstedeværelse av slike fortrinn vil kunne medvirke til å skape en meravkastning utover avkastningskravet, og vil dermed være en stor verdidriver på selskapet. Vi bruker her offentlig tilgjengelig informasjon, og supplerer med elementer fra blant annet samtale med Kjell-Ivar Helgesen.

Strategisk analyse er et sentralt element innenfor verdsettelse. En av grunnene til denne framgangsmåten er at man gjennom analysen kan identifisere profittdriverne og tilhørende risikoområder. Det er viktig å ta i betraktning at verdiskapning kun skjer når selskapet generer en avkastning som ligger over kapitalkostnaden (aksjonærenes avkastningskrav). Verdsettelse handler mye om å se inn i fremtiden, for på denne måten å kunne predikere en fornuftig pris på underliggende aktivum. Gjennom en strategisk analyse blir man i stand til å vurdere bærekraftigheten av bedriftens nåværende prestasjoner, og samtidig få realistiske prediksjoner på fremtidig prestasjonsevne⁵⁵. Kapitalkostnaden til bedriften er bestemt av kapitalmarkedet, mens mye av bedriftens profittpotensial er bestemt av bedriftens strategiske valg.

⁵⁵ Palepu og Healy, 2008



Figur 4: Strategiske valg- verdiskapning i bedriften

Kilde: basert på Grant (2008, s.20)

Vi skal nå gå videre inn på hvordan man på en hensiktsmessig måte kan analysere disse punktene ved hjelp av kjente teoretiske modeller. Sparebank 1 Nord-Norges evne til å oppnå et konkurransefortrinn avhenger av mange, og til dels kompliserte faktorer. Med dette mener vi faktorer bedriften kan påvirke selv, og makrofaktorer som de ikke er egen herre over. Vi skal derfor benytte flere forskjellige analyseverktøy for på best mulig måte få et oversiktlig bilde av den kompleksiteten som er i markedet – både internt og eksternt. Nøkkelspørsmålene blir som følger:

1. Hvorfor gjør noen banker det bedre enn andre når de konkurrerer i de samme omgivelsene?
2. Hvordan kan dette fenomenet forstås og utnyttes til egen vinning?

Bedriftene konkurrerer med forskjellige ressurser, og en vanlig tendens er at de mest lønnsomme bedriftene har noen gode og verdifulle ressurser som ikke er så lett å kopiere av konkurrentene. Dette vil vi komme inn på nedenfor når vi foretar en analyse av Sparebank 1 Nord-Norges ressurser.

5.1. Eksternt bransjeorientert analyse

”The strategic aim of a business is to earn a return on capital, and if any particular case the return in the long run is not satisfactory, then the deficiency should be corrected or the activity abandoned for a more favorable one.”. Alfred A. Sloan

”A company is not on an island”. Denne begrepsmetaforen illustrerer at en bedrifts lønnsomhetsmuligheter i stor grad blir bestemt av forholdene i markedet. Dette vil si at økonomien som helhet, samt bransjespesifikke faktorer vil virke inn på resultatet. I skrivende øyeblikk har vi et eksempel på dette gjennom finanskrisen. Spesielt finanssektoren har blitt hardt rammet av krisen gjennom at kostnaden for å anskaffe kapital, uttrykt gjennom pengemarkedsrenten, har skutt i været. Ettersom dette er selve grunnlaget for deres operative virksomhet blir denne bransjen særdeles hardt rammet. Selv om kanskje Sparebank 1 Nord-Norge har en tilfredsstillende kostnadskontroll, og god lønnsomhet, vil de som alle andre i bransjen bli påvirket når markedet som helhet sliter.

Eksterne faktorer har stor betydning for bedriftens utforming av strategi. For å kunne ha et konkurransefortrinn er det essensielt at det er en strategisk ”fit” mellom organisasjonen og omgivelsene. For å kunne redusere denne usikkerheten er det viktig å ha tilstrekkelig med kunnskap om 1) makroøkonomiske forhold, og 2) mikroomgivelser; bedriftens konkurransevne. Det er viktig å poengtere at selve intensjonen bak en industrianalyse ikke er å forklare fortiden, men å predikere fremtiden. Investeringsbeslutninger gjort i dag vil være selve plattformen for evnen til å generere profitt i industrien fremover⁵⁶.

5.1.1. PESTEL- analyse av makroøkonomiske forhold.

Hendelsene i aksjemarkedet de siste månedene kan i stor grad henføres til makroøkonomiske forhold. Mange av bedriftene som har opplevd stor nedgang på børsen de siste månedene leverer gode resultater, men de blir straffet fordi verdensøkonomien er inne i en krise, og vekstmulighetene fremover har blitt redusert betydelig. Dette er et eksempel på forhold bedriftene kan gjøre lite med, men for en investor vil dette ha stor betydning for deres investeringer. En PESTEL-analyse gir nettopp opplysninger om viktige makroøkonomiske

⁵⁶ Grant, 2008

forhold. En slik analyse kan hjelpe bedriften til å fokusere på de mest kritiske faktorene i dag og i fremtiden⁵⁷.

Tabell 1: PESTEL

(P)olitical- Politiske forhold.	Stabilitet i og type politisk ramme. Skatte- og avgiftspolitik. Handelsbarrierer.
(E)conomic- Økonomiske forhold	Renter, inflasjon, sparing, arbeidsledighet, inntektsnivå.
(S)ocial- Sosiokulturelle forhold	Utdanningsnivå, bosetting, demografi, inntektsfordeling.
(T)echnological- Teknologiske forhold	Innovasjon, utrangeringsgrad, offentlige utgifter til forskning.
(E)nvironment- Samfunnsmessige forhold	Avgiftspolitik, resirkulering, miljølovgiving.
(L)egal- Legale forhold	Kunderettigheter, monopollovgiving, helse- og sikkerhetspolitikk.

Kilde: Løwendahl og Wenstøp, 2004

PESTEL er nyttig ved at metoden gir innsikt på flere områder, den blir på et vis en sjekklister når man ønsker å se nærmere på sentrale faktorer i omgivelsene. En av grunnene til at vi benytter denne analysemodellen i vår oppgave er dens evne til å avdekke hvordan de eksterne faktorene har ulik innflytelse på organisasjonene med hensyn på fremtidig utvikling.

5.1.1.1. Politiske og legale forhold

Banksektoren kan sies å være spesielt utsatt for mer enn bare økonomiske forhold. Sektoren er et viktig element i dagens samfunn, og som en konsekvens av dette blir bransjen strengere regulert enn andre bransjer, på både politiske og legale forhold. For eksempel må Sparebank 1 Nord-Norge tilpasse seg etter Basel II⁵⁸. Dette er et kapitaldekningsregelverk, som i hovedsak

⁵⁷ Løwendahl og Wenstøp, 2004

⁵⁸ Sparebank 1 Nord-Norge, 2009

fokuserer på at bankene skal ta mer hensyn til risiko i deres operative drift. Basel II sier blant annet noe om minstekravet av ansvarlig kapital. Ved å implementere dette regelverket må banken ta hensyn til at tilsynsmyndighetene skal vurdere deres risikoeksponering. Hvis statlige restriksjoner forandrer seg eller er forventet å forandre seg, gir dette et ekstra innslag av usikkerhet om fremtiden, som igjen kan ha en effekt på verdien av selskapet.

Frem til midten av 1970 tallet var det norske finansmarkedet preget av et omfattende regelverk og sterk offentlig styring. Viktige beslutninger av strategisk art ble ikke tatt av bankene, men av det offentlige. Men den påfølgende dereguleringen ble ikke fullt opp av et regelverk som hindret bankene i å vokse for mye, slik at bankkrisen oppstod på slutten av 1980-tallet, begynnelsen av 90-tallet. Dette er nå historie, men det er klart at det eksisterer en reell mulighet for at myndighetene kommer med nye reguleringer for å forhindre, sett i sammenheng med utviklingen i banksektoren i verden i dag, at nye kriser skal oppstå som følge av at bankene for eksempel blir for ”vekstkåte”. Når regjeringen nå lanserer bankpakken, med blant annet bruk av preferansekapital, kan dette gjøre at staten igjen får mer innflytelse i norsk banksektor. Regjeringen vil med denne pakken stille strengere krav til banker som mottar støtte fra krisefondet, og gå inn på eiersiden hos dem som ikke klarer tilbakebetalingen⁵⁹. For en investor kan myndighetens regulering i første omgang påvirke utbyttebetaling, gjennom en utbytterestriksjon. Gjennom intervju med CFO i Sparebank 1 Nord-Norge får vi opplyst at banken ikke har noe spesifikke behov for å benytte seg av bankpakken slik som forholdene er nå, men banken kan ha behov for pakken hvis a) uforutsette tap og/eller b) myndighetens krav øker.

Bankene er på mange måter i en spesiell situasjon når det gjelder politiske forhold, gjennom for eksempel at myndighetene tar kontroll over banken ved for lav kapitaldekningsgrad. Samtidig som myndighetene kan sette en demper på den økonomiske utviklingen gjennom restriksjoner på utlånssiden, vil den også bidra til verdiskapning gjennom stimuli av markedet, noe som særskilt vil komme banksektoren til gode. Et forslag som ligger ute til høring i skrivende øyeblikk, er finansdepartementet forslag til nye lovregler angående sparebanker. De nye lovreglene har til hensikt å forenkle innhenting av kapital gjennom reduksjon av utvanningseffekten (se kapittel 11) ved at sparebankene selv skal foreta beslutningen om hvor stor andel av årsresultatet som skal deles ut som dividende og avsettes til gavefondet. På

⁵⁹ Norsk rikskringkasting, 2009

denne måten kan grunnfondsbevisene bli mer attraktiv for investorer siden de stiller mer på lik linje med vanlige børsnoterte aksjeselskap. Videre skal de nye lovreglene gjøre det letter å fusjonere ved at sparebanker kan slå seg sammen uten å måtte omdanne seg til aksjesparebanker⁶⁰.

På mange områder er det vanlig praksis at Norge følger innførte EU-direktiv, selv om vi ikke offisielt er medlem, og dette medfører blant annet lovendringer. Vi anser det som uheldig for banksektoren i Norge dersom spesifikke EU-direktiv blir implementert i norsk bankvesen. Et eksempel på dette er EU-parlamentets direktivforslag om å harmonisere EU-landenes nivå på garantier for innskudd for å hindre konkurransevridning. Ettersom Norge er med i EØS kan dette bli ”tvangsinnført” også i Norge, og føre til en halvering av dagens nivå på innskuddsdekningsgarantien på 2 millioner⁶¹. I den siste tiden har garantiordningen vært et hett tema i media som følge av problemene i banksektoren, og vi anser det som et meget ugunstig tidspunkt for å halvere garantiordningen, da dette kan gå ut over tilliten til banksektoren. Et annet eksempel på et ugunstig EU-direktiv var forslaget som skulle pålegge sparebanker til å bli aksjeselskap. Dette mente leder i sparebankforeningen, Terje Vareberg, ville medført at alle små sparebanker over natten hadde blitt kjøpt opp av forretningsbankene⁶². En slik endring i markedsforholdene vil medføre at sparebankene kan miste sitt fortrinn med å ha sterk lokal forankring i lokalsamfunnet.

En ting er politiske forhold i Norge, men beveger vi oss østover til Russland har vi en litt annen politisk dimensjon. Her er ting litt mer usikre, og Sparebank 1 Nord-Norge eier her 10 % av Tavrichesky Bank i Murmansk, med en anskaffelseskost på 70 millioner. Russiske myndigheter ønsker å ha god kontroll på sine viktigste instanser i landet, herunder bankvesenet, og det russiske bankvesenet har historisk sett hatt et rufsete rykte. Russland har siden 1994 forsøkt å bli medlem i WTO (World Trade Organization). Et medlemskap her forutsetter at visse punkter er tilfredstilt, blant annet må det ryddes opp i det russiske bankvesenet. Det kan dermed være rimelig å anta at forholdene i russiske banker har forbedret seg for å møte de internasjonale kravene.

⁶⁰ Flæten, 2009

⁶¹ E24, 2008

⁶² Dagens Næringsliv, 2006

5.1.1.2. Økonomiske forhold

Bankene står i sentrum av økonomien, og vil dermed bli sterkt påvirket av konjunktursvingninger. Når Sparebank 1 Nord-Norge sier at de ikke skal ta imot bankpakken illustrerer dette at de har en god likviditetstilgang, og en tilfredsstillende soliditet. Men ved attraktive fundingpriser fra statens bankpakke, burde kanskje Sparebank 1 Nord-Norge vurdere å se nærmere på dette, for med økt kapitaltilgang øker muligheten for vekst i utlån, slik at banken kan tjene enda mer. Men dette må vektes opp mot interessante engasjementer å gå inn i. Selv med urolighetene i markedet i 2008 ser vi i kapittel 6.6.6.5, at bankens kjernevirksomhet, bankdriften, leverer gode resultater.

Men det er viktig å ta i betraktning at konjunkturutviklingen i samfunnet vil påvirke bankens inntjening betraktelig som følge av større tap på utlån og mindre utlånsvekst ved lavkonjunktur. Den sterke veksten Norge har opplevd de siste årene har naturlig nok også kommet bankene til gode. Norge har i løpet av de siste 4 årene hatt store fordeler av den sterke globale veksten, og har i perioden 2004 og frem til 2008 hatt en av sine sterkeste vekstperioder, men nå har NHO utarbeidet en rapport som viser at forventet BNP-vekst i 2009 er negativ⁶³. Grunnet lavere vekst i økonomien vil naturlig nok behovet for arbeidskraft gå ned, og dette vil svekke betalingsevnen til privatmarkedet, og vil øke risikoen i dette segmentet.

Det er viktig å få frem at konjunktursvingninger, henholdsvis lav- og høykonjunktur kan forklare hvorfor bransjen som helhet gjør det bra, men at forskjellen mellom bankene i bransjen mer kan henskrives til det strategiske plan. Det er dermed vanskelig å si hvorfor noen banker gjør det bedre enn andre på bakgrunn av de rene makroøkonomiske faktorene. Konjunktursvingningene vil danne mye av basisen for fremtidsregnskapet, blant annet for de to viktigste postene, netto rentemargin og tap på utlån.

⁶³ Næringslivets Hovedorganisasjon, 2009

Tabell 2: BNP og sysselsettingsutvikling fra 1990-2009

	BNP- Fastland	Syssel- setting
1990	0.6	-0.8
1991	1.5	-0.8
1992	2.3	-0.3
1993	2.8	0.2
1994	3.8	1.3
1995	3.5	2.1
1996	4.2	2.1
1997	4.9	2.9
1998	4.1	2.7
1999	2.7	0.9
2000	2.5	0.6
2001	2.1	0.4
2002	1.4	0.4
2003	1.3	-1
2004	4.4	0.5
2005	4.6	1.2
2006	4.9	3.6
2007	6.1	4.1
2008	2 1/4	2.5
2009	- 1/2	- 1/2

5.1.1.3. Sosiokulturelle og samfunnsmessige forhold

Under dette avsnittet skal vi se nærmere på spesifikke normer som er observert i Nord-Norge som kan påvirke sparebanken. Som kjent er Norge nå inne i en lavkonjunktur, og denne har også inntruffet region Nord-Norge. Den viktigste faktoren for personlig økonomi er sysselsetting, fordi så lenge folk er i arbeid så klarer de stort sett å betjene de økonomiske forpliktelsene. En stor andel av arbeidskraften i Nord-Norge er tilknyttet offentlig sektor, og dermed kan denne fungere som en buffer for noe av oppgang i arbeidsledigheten⁶⁴. På den annen side vil dette fungere omvendt ved høykonjunktur, hvor Nord-Norge vil ha noe mindre sysselsettingsvekst, normalt sett. Dermed kan dette slå positivt ut for Sparebank 1 Nord-Norge ved at flere i nord enn ellers i landet greier å betjene lånene sine fremover.

Grunnet sparebankenes historiske bakgrunn har de muligens et høyere samfunnsansvar i nærmiljøet, enn mer tradisjonelle forretningsbanker. Sparebankene skal være der for samfunnet rundt dem, og forbrukerne skal oppfatte at bankene gir noe tilbake til samfunnet. Det skal på en måte være en "vinn-vinn" situasjon for begge parter. Dette gjør at sparebankene har et fortrinn når det gjelder å bygge opp en god merkevare gjennom å få goodwill i samfunnet. Sparebank 1 Nord-Norge gir årlig ut gavebeløp til blant annet kulturelle

⁶⁴ Konjunkturbarometer for Nord-Norge, 2008

arrangementer som Sinus, samt støtte til lokale talenter. Men det er viktig for banken at også de får noe igjen for sine sponsinger, gjennom for eksempel mediedekning av sine arrangementer for å få den ønskelige goodwill-effekten. I en bransje hvor det er vanskelig å skille seg nevneverdig ut på pris og tilbud, vil kundetilfredshet og relasjoner være viktig. En rett bruk av gavefondet kan skape en ekstra tilhørighet for kunden, og dermed styrke dens lojalitet. Her har nok sparebankene og lokale forretningsbanker et lite fortrinn på mer nasjonale banker som DnB Nor. Vi tror de vil slite mer med å få tilhørighet på små plasser, selv om DnB Nor har godt fotfeste i Nordland gjennom oppkjøpet av Nordlandsbanken ASA.

Sparebankene skal bidra til samfunnets utvikling i større grad enn andre banker. Dette kan potensielt sett også være en farlig posisjon hvis banken ikke innfrir forventningene. Problemet er at rene bedriftsøkonomiske aspekter kan komme på kollisjonskurs med det som er best for samfunnet. Med en samfunnsansvarlig profil, er også fallhøyden større ved uheldige episoder. Det er her etiske forhold kommer inn. Skal banken drive råsalg på for eksempel fond, eller skal de ha en mer langsiktig strategi som mest sannsynlig vil føre til mer tilfredse kunder? Vi ser med gru på eksemplet fra Sparebank 1 Midt-Norge, hvor en dement og slagrammet 88 år gammel mann ble rådet til å kjøpe et av bankens hegdefond⁶⁵. Dette er et eksempel på operasjonell risiko, som bankene må bruke ressurser for å forebygge.

5.1.1.4. Teknologiske forhold

Teknologiske nyvinninger har de siste tiårene forandret konkurransesituasjonen betraktelig, både på godt og vondt. Fra gammelt av var det naturlig å ha den tilbydereren som eksisterte i lokalmiljøet, og båndene mellom kunden og bankene var mye sterkere. Et utall fusjoner og oppkjøp har gjort at det har blitt flere større tilbydere, og et mer upersonlig kundeforhold, gjennom at bankene dekker et større territorium. Økende globalisering gjennom bruk av teknologiske løsninger som internett, gjør at sparebankene nå opplever konkurranse fra banker som ikke opprinnelig er i lokalmiljøet. Statlige grep som innføringen av finansportalen.no og simplifisering av prosessen med å bytte bank, gjør at forholdene i banknæringen hardner til.

På samme måte som Sparebank 1 Nord-Norge kan tape kunder, ligger også muligheten der for å kapre nye kunder. De teknologiske fremstegene gir både muligheter og utfordringer til

⁶⁵ Dagens Næringsliv, 2009

hvordan aktørene skal posisjonere og organisere seg. For eksempel har Skandiabankens etablering vært en suksesshistorie, mye grunnet deres våkenhet med å være først ute med å introdusere internettbaserte løsninger og gebyrfrie tjenester. Dette viser helt klart viktigheten av å følge den samfunnsstrukturelle utviklingen å se kundenes preferanser. Her ligger et helt klart potensial for å skille seg ut, selv om de fleste banker nå har de samme teknologiske løsningene, kan dette området tenkes og fortsatt spille en viktig rolle. Folk vil rett og slett ha det enklest mulig.

5.1.1.5. Oppsummering PESTEL

En bank skal være en av hovedfaktorene for verdiskapning i samfunnet, så ved å ha en fornuftig utlånspolitikk kan banken være med på å gagne seg selv i fremtiden, ved å skape verdiskapningsmuligheter i markedet. Dette vil igjen kunne resultere i større utlånsmuligheter i fremtiden, og vil naturligvis kunne resultere i bedre bunnlinjer. Dette er helt klart et argument for at velfungerende finansielle institusjoner er et ”must” for mest mulige effektive økonomiske systemer. Myndighetens rolle i banksystemet anser vi som en gunstig løsning over tid, og skaper mer muligheter enn trusler på lang sikt. Dette kan reversere noe av den negative økonomiske utviklingen som har oppstått, gjennom stimulipakker. Sparebanken kan oppnå goodwill i markedet ved å promotere sine lovpålagte samfunnsponsinger, og på den måten få et fortrinn på andre. Til slutt har teknologiske forhold gjort at for eksempel Skandiabanken har tatt en del av markedet i Norge, men nå har teknologiske løsninger blitt kopiert, til nesten det identiske, for alle bankene. Men nye og geniale løsninger kan igjen skaffe innovatørbanken et fortrinn.

Når vi nå har gått igjennom en mer generell analyse, gjennom PESTEL kan vi snevre analysen litt inn ved å se på mer bransjespesifikke forhold. PESTEL- metoden har kanskje ikke den største strategiske verdien, vi har derfor valgt å supplere den eksterne analysen med en bransjeanalyse, Porters 5 forces. Konkurransesituasjonen i markedet vil være en viktig faktor for bankens mulighet til verdiskapning for aksjonærene.

5.1.2. Bransjeanalyse: Porters 5 Forces

Porters bransjeanalysemodell fra 1979 (vedlegg 2), også kalt konkurrentanalyse, er det mest kjente og brukte analyseverktøyet på dette feltet. Meningen med denne modellen er å forsøke å skjerme sin verdiskapning, gjennom å begrense konkurransen og forhandlingsmakten til andre aktører som også er interessert i å få tak i denne verdien. Porter kaller dette for

posisjonering i markedet. Vi kan dermed forstå at formålet med analysen er å identifisere og analysere de mest sentrale aktørene for den spesifikke bedriften⁶⁶. Litteratur innenfor strategi forteller oss at gjennomsnittlig profittskapning i en industri er påvirket av 5 krefter: 1) rivalisering i bransjen, 2) trussel fra nye inntrengere, 3) trussel fra substitutter, 4) forhandlingsmakt til kjøpere og 5) forhandlingsmakt til leverandører⁶⁷. I henhold til dette rammeverket vil altså konkurranseintensiteten på lang vei bestemme potensialet for å skape en unormal avkastning i bransjen.

5.1.2.1. Rivalisering i bransjen

Rivalisering omhandler selskapenes kamp for å kapre kunder, og på denne måte kunne øke sin markedsandel. For at en bank skal kunne kapre nye kunder er det nødvendig å skille seg positivt ut med enten lav rente, service eller reklame.

Vi har de siste årene sett at det har blitt et økende innslag av konkurranse i banksektoren. Dette begrunner vi med at stadig flere tilbyr gebyrfrie tjenester, samt at lånerenten en stund ikke ble satt opp når Norges Bank satte opp styringsrenten. Andre argumenter er at det er store konkurrenter, lav produkt differensiering og lave byttekostnader. For eksempel er det vanskelig for banker å skille seg ut når en 1000-lapp fra Sparebank 1 Nord-Norge er det samme som en 1000-lapp fra Nordea. Vi har de siste årene sett at flere banker har etablert seg i det norske markedet, spesielt utenlandske banker. Dette kommer av at de siste årene har vært preget av lav risiko og høye fortjenester, slik at banksektoren i Norge har vært et meget attraktivt segment å entre. Aggressiv konkurranse kan presse prisene nær deres marginalkostnad. En høy konkurranse i markedet vil øke betydningen av strategiske grep som sparebanken foretar seg, for på denne måten kan de overleve og utkonkurrere konkurrentene.

Som beskrevet under PESTEL- analysen har teknologiske nyvinninger gjort verden mindre på mange måter, noe som helt klart vil skjerpe konkurransen ved at det ikke lenger er kun ”banken på hjørnet ”som er konkurrenten. Økt globalisering og liberalisering gjør at landegrenser kapitalmessig blir visket ut. Det er med andre ord enklere å reise kapital nå enn for noen tiår siden, noe som igjen gjør flere banker konkurransekompetent.

⁶⁶ Løwendahl og Wenstøp, 2004

⁶⁷ Palepu og Healy, 2008

I et husholdningsbudsjett utgjør rentekostnader vanligvis en betydelig andel av de månedlige kostnadene. Når renten stiger så mye som den har gjort de siste årene blir kundene mer ”analytiske” vedrørende bankens konkurransedyktig. Media og sentralt posisjonerte personer, som statsministeren, har satt et økt fokus på at forbrukerne har en viss makt, gjennom at det å bytte bank skal være uproblematisk. Dette kan også bidra til økt konkurranse.

”De farligste konkurrentene er de som er mest lik deg selv”, hevder Harvard-strateg Bruce Henderson⁶⁸. Dette kan sammenfalle godt med banksektoren, hvor muligheten til å skille seg ut ikke er vesentlig stor. Med dagens harde konkurranse er det viktig å få et konkurransefortrinn for å skille seg ut i markedet. Sparebank 1 Nord-Norge må på en eller annen måte gi kunden en følt verdi av at de gir dem mer igjen i forhold til deres behov, enn konkurrerende banker gir. Nettopp dette kan banken oppnå ved å velge de riktige konkurransestrategiene i forhold til deres forutsetninger.

De siste to årene har vi sett et skifte i markedet, bankene får merke disse urolighetene gjennom at det nå er mindre lukrative prosjekter å investere i. Engasjementer har blitt mer tapsutsatte, og som en konsekvens av dette har kampen om å erverve nye kunder avtatt betydelig. En periode kom nesten forretningen til bankene, mens nå må bankene mer kjempe for hver nye kunde. Det har blitt en dreining hvor fokuset mer har blitt på å stjele kunder fra hverandre, i stedet for å erverve nye kunder i markedet. Dette er en naturlig utvikling når markedet har stoppet noe opp, og mulige nye engasjementer er redusert. Dette kan skjerpe konkurransen internt, og vil mest sannsynlig opprettholde den høye rivaliseringen som banksektoren har vært kjennetegnet av de siste årene.

→På bakgrunn av dette anser vi konkurransen som høy og viktigheten av å ha en sterk merkevare og tilfredse kunder er spesielt essensielt for å lykkes i et langsiktig perspektiv.

5.1.2.2. Trussel fra nye inntrengere

Potensialet for å tjene en unormal høy profitt vil tiltrekke nye konkurrenter til bransjen. Bransjen vil altså være attraktiv når gjennomsnittelig avkastning forventes å være høyere enn gjennomsnittelig kapitalavkastning i økonomien som helhet⁶⁹. Banknæringen generelt har de

⁶⁸ Løwendahl og Wenstøp, 2004

⁶⁹ Palepu og Healy, 2008

siste årene levert historisk gode kvartals- og årsresultat. Dette er nok mye grunnet den glohete økonomien Norge, og andre land, har hatt. Av denne grunn har vi sett at mange utenlandske banker har inntatt det norske markedet. Internett har også vært en viktig bidragsfaktor til denne økte konkurransen. Men vi tror nå, i lys av problemene finanskrisen medbringer, at trusselen fra nye inntrengere er blitt betraktelig mindre.

Det har vært en klar tendens i banknæringen at kriser i økonomien har ført til en oppblomstring av sterkere alliansesamarbeid, og fusjoner spesielt blant forretningsbankene. Vi ser en tendens til dette allerede ved at ulike skakkjørte banker har blitt overtatt av mer solide institusjoner, som for eksempel Sparebank 1 Gruppens oppkjøp av Glitnir Bank ASA. Dette er et tegn på at de allerede etablerte aktørene bruker mulighetene til å vokse seg enda større, og får verdifull kompetanse inn i banken, ved å kjøpe utsatte banker. En nyetablert bank er avhengig av sterk vekst de første årene. Når tilgangen til kapital er vanskelig, og når det eksisterer mindre attraktive engasjementer å entre, vil omfanget av nye rivaler bli mindre. En mer vanlig konsekvens av kriser er at antall rivaler reduseres, og de store vokser seg enda større ettersom de har mye ”muskelkraft” i markedet. Et annet poeng er at nyetablerte rivaler har vokst mye de siste årene, og mange får nå merke konsekvensene av dette. De mer etablerte bankene som er i en moden fase, vil bli mindre påvirket av urolighetene i markedet.

Det er nærliggende å anta at lønnsomheten vil gå ned, samtidig som at det er en kapitalkrevende bransje, og når det generelt er mangel på kapital vil det skape problemer for nyetablerte. Et spesifikt eksempel på en inngangsbarriere i sparebanknæringen er at det, ifølge sparebanklovens § 3, trengs en konsesjon for å drive bankvirksomhet i Norge⁷⁰. Ved å sammenligne årsrapportene til Sparebank 1 Nord-Norge fra tredje kvartal 2007 og tredje kvartal 2008 ser vi at egenkapitalavkastningen har gått ned fra 17,4 % til 7,8 %. Driftsresultatet før skatt har nesten blitt halvert, fra 636 millioner til 375. Vi ser altså at den pågående problematikken i markedet kan resultere i at banksektoren er mindre attraktiv, enn den har vært de siste årene, for potensielle inntrengere.

→Vi konkluderer dermed med at trusselen er moderat til lav.

⁷⁰ Lovdata, 2009

5.1.2.3. Trussel fra substituttprodukter

Substitutter er produkter som er forskjellig fra det som omsettes i det spesifikke markedet, men som på tross av dette kan dekke samme behov. Trusselen fra substitutter avhenger mye av prisen på disse, og den tilhørende prestasjonsevnen til det konkurrerende produktet, i tillegg til kundenes villighet til å bytte⁷¹. Vi kan si at bankbransjen på lang vei har monopol på innskudd og lån, og er dermed ikke den bransjen med størst trussel fra substitutter. Bankenes innskuddstilbud går ut på å gi en sikker avkastning, og dette i kombinasjon med at usikkerheten rå i markedet, vil etter vår mening føre til at flere velger å sette pengene i banken. Dermed har innskuddstilbudet styrket sin posisjon i forhold til alternative investeringstilbud, som for eksempel aksjer. Et annet eksempel kan være at folk unngår bankens fondstilbud (Odin), og heller setter kapitalen i sikre plasseringer som statsobligasjoner. Men vi tror at de færreste gjør dette i stedet for å sette pengene inn på en bankkonto. Det er generelt høy tiltro til det norske bankvesen, og det er dermed nærliggende å anta at norske husholdninger vil holde seg til banksystemet. Sparebank 1 Nord-Norge har blant annet økt sin innskuddsdekningsgrad betraktelig det siste året, slik at det tyder på at tilliten til banken er tilstede, og at bankinnskudd er mer attraktivt nå enn tidligere.

Det som alternativt kan være et substitutt på utlånsiden er nordmenns relativt store bruk av forbrukslån og kredittkort, men det skal sies at grunnen til at disse typene utlån eksisterer er at bankene ikke er, overveldende interessert, i slike utlånsformer. Bankene er hovedsakelig interessert i utlån med bedre sikkerhet, og dermed argumenterer vi for at dette ikke faller innenfor det vanlige bankutlånssegmentet, mye begrunnet i myndighetens risikorestriksjoner.

→ Vi anser denne trusselen som lav.

5.1.2.4. Kundernes forhandlingsmakt

Det som er essensielt her er om kundene har stor nok makt til å påvirke lønnsomhetsnivået i bransjen. Hvor stor denne forhandlingsmakten er, avhenger generelt av to hovedtemaer: 1) kjøpernes prissensitivitet og 2) relativ forhandlingsmakt. Når det gjelder kjøpernes prissensitivitet vil denne stige jo større innvirkning produktet har på de totale kostnadene. Det er nærliggende å anta at folk generelt vil være rimelig opptatt av hvor stor andel av inntekten

⁷¹ Palepu og Healy, 2008

deres bank tar. Vi kan se eksempler fra bilindustrien hvor økt konkurranse har ført til et press om lavere priser, så det kan tenkes at det samme kan skje i banksektoren. Tap av stabile og gode kunder er spesielt ugunstig i dagens marked, dette kan bidra til at de eksisterende kundenes forhandlingsposisjon styrkes. Hvor stor den relative forhandlingsmakten er, avhenger av størrelsen og konsentrasjonen av kundegrupper. Er kundene få, men store, vil kostnaden med å tape en kunde være betraktelig⁷². Internettisider som finansportalen.no skaper bedre informasjon i markedet og gjør det lettere å sammenligne priser i markedet, noe som kan øke en kundes forhandlingsposisjon.

Utviklingen i markedet gjør at mange lånekunder sitter igjen med lite forhandlingsmakt, grunnet bankenes restriktive utlånspolitikk. For et par år siden kunne mange kunder presse de ulike bankene til å få mer gunstige betingelser, men vi ser nå at denne muligheten har begrenset seg noe. Selvsagt vil solide og gode kunder enda forhandle seg fram til gode avtaler, men generelt har nok denne muligheten blitt redusert. Et spesielt fenomen for banksektoren er at kundene både kan være kunder og leverandører til banken, for eksempel er du kunde hvis du låner kapital til å kjøpe et hus, men hvis du da samtidig har en sparekonto blir du på en måte også leverandør av potensiell lånekapital.

→Vi anser denne som moderat.

5.1.2.5. Leverandørers forhandlingsmakt

Også leverandørene kan på visse betingelser presse overskuddet ned i en bransje. I praksis kan dette skje med trusler om å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på de varer og tjenester som leveres. Leverandørens forhandlingsmakt er på mange måter et speilbilde av kundenes forhandlingsmakt⁷³. Det å skaffe kapital til driften avhenger mye av hvordan markedet er, grad av implikasjoner følger ofte konjunkturutviklingen i økonomien. De seneste årene kan man argumentere for at denne forhandlingsmakten har vært nesten fraværende, det har vært tilnærmet "free cash flow" i markedet. Men situasjonen nå er noe annerledes, ettersom kapitaltilgangen er blitt kraftig innsnevret. Dette fører til at leverandørens forhandlingsmakt øker, og kan dermed påvirke lønnsomheten i en negativ retning.

⁷² Grant, 2008

⁷³ Roos, Krogh, Roos og Fernstrøm, 2005

Grunnet denne utviklingen vil viktigheten av å være en solid og robust bank øke, målt gjennom kredittrankinger, spesielt Fitch ranking for finansielle institusjoner. En god ranking vil minske leverandørenes forhandlingsmakt, gjennom at banken er et attraktivt foretak å gi kreditt til. Dette vil bidra til at banken kan finansiere seg på flere områder, og avhengigheten av å få funding hos noen få villige instanser minker. Her kommer Sparebank 1 Nord-Norge positivt ut, med å ha en god ranking.

→ Vi anser at denne har gått fra å være fraværende til et moderat nivå, men er mye avhengig av hvor solid banken er.

5.1.2.6. Oppsummering konkurrentanalyse

Etter å ha gjennomgått analysen sitter vi igjen med noen elementer som kan påvirke lønnsomheten i bransjen. Rivaliseringen i bransjen anser vi som like hard som tidligere, bare at fokuset har skiftet, på grunn av at noen små konkurrenter er blitt spist opp av større banker, og samtidig at fokuset nå mer er på å stjele kunder fra hverandre. Rivaliseringen er fortsatt høy, og kan presse marginene noe, men bankene har tidligere levert gode resultater med hard konkurranse. Muligheten i markedet er nå å vokse seg større gjennom oppkjøp av utsatte banker. Bankene kan ha en utfordring for hånd, med at forbrukerne blir mer og mer observante på at prosessen med å skifte bank er ukomplisert. Det eksisterer få reelle barrierer for dette og dermed kan forbrukernes forhandlingsmakt øke, men dette blir samtidig motvirket av en noe mer restriktiv utlånspolitikk i bankene. Den økende bruken av ekstern kapital gjennom innlån i pengemarkedet øker behovet for gode rankinger, og dette vil ha mye å si for kostnadssiden til bankene. Her vil nok de største og mest solide bankene ha en stor fordel, i vært fall med dagens uroligheter.

5.1.2.7. Kritikk av 5-faktormodellen

På tross av at Porters 5-faktormodell er godt kjent og mye brukt av strategiforskere til å utforske bedriftenes konkurransemiljø, er den også blitt noe kritisert. Grunnen til at vi har med dette er for å gi et nyansert bilde av modellen.

En av de sterkeste kritikkene går ut på at bransjeforhold og miljø har en mindre utslagsgivende effekt på profittskapningen i organisasjonene, enn denne modellen skulle tilsi, og at den fokuserer for lite på interne kvaliteter i bedriften. En annen faktor modellen tar lite hensyn til, er makroøkonomiens påvirkning av bedriften. Når det gjelder hvor stor påvirkning

industriens omgivelser har på profitten har Grant (2008) konkludert i sin forskning at industrispesifikke faktorer står for en minoritetsandel av forskjellen på profittskapningen internt i bransjen (vedlegg 3). Grant har konkludert med at forklaringsgraden på forskjellig profittskapning, går fra 4 % til 19,6 % på dette punktet. Selv om prosentandelen ønskelig skulle ha vært høyere, så vi finner det hensiktsmessig å benytte modellen. Vårt formål er å få et helhetlig bilde av situasjonen i, og rundt Sparebank 1 Nord-Norge. Ettersom vi tar hensyn til flere modeller, vil denne implikasjonen bli lite utslagsgivende. Av denne grunn har vi valgt å supplere den eksterne analysen med en PESTEL-analyse som tar for seg mer makroøkonomiske forhold. Samtidig som en PESTEL-analyse tar mer for seg reguleringer og teknologiske faktorer i markedet som er essensielt i sparebankene.

5.2 Intern bransjeorientert analyse – bedriftens konkurransefortrinn

”Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier”⁷⁴

I forrige avsnitt så vi på hvordan Porters konkurransekraftanalyse kan si noe om de eksterne omgivelsene, og herunder si noe om avkastnings- og lønnsomhetsnivået i bransjen. Men det blir mer og mer vanlig at forskjeller i bedriftsresultatet også skyldes bedriftens interne potensial, det vil si utnyttelsen av strategiske ressurser og kapasitet som grunnlag for konkurransefortrinn⁷⁵. Det handler i grunn om å utnytte de mulighetene som eksisterer i markedet på den mest optimale måten. Denne effekten får vi underbygget med å se på forskningsresultater fra Grant (2008) i vedlegg 3. Der ser vi at interne ressurser har mer å si for profittskapningen enn det industrien bedriften opererer i har. Foretakets hovedoppgave, og en essensiell kilde til vekst er å utnytte interne ressurser, samt ressurser anskaffet ute, på en mest profitabel måte. Organisasjonen og ledelsens kompetanse er av helt sentral karakter her, ledelsen må se mulighetene og ha en organisasjon som er klar til ytterligere vekst⁷⁶. Vi ser først på de generelle konkurransestrategiene, før vi går dypere inn i vår bank med å benytte en SVIMA-analyse.

⁷⁴ Jakobsen og Lien, 2001, side 79

⁷⁵ Roos et.al, 2005

⁷⁶ Madsen, 2006

5.2.1 Generelle konkurransestrategier

Bedrifter har opp igjennom årene kommet fram til mange ulike måter å nå sine strategiske mål på. Den beste måten for et enkelt selskap er å ha en unik konstruksjon av valg som gjenspeiler bedriftens organisasjonelle betingelser. Porter (1992) sier at selv om det er store forskjeller i strategiske valg er det, helt generelt, mulig å skille ut strategiene i 3 ulike deler. Tanken bak disse er at konkurransefortrinn er hovedmålet med enhver strategi, og for å bygge opp et konkurransefortrinn må et foretak treffe et valg med hensyn til hva slags konkurransemessige fortrinn de søker, og innenfor hvilket spekter disse fortrinnene skal oppnås. Disse er som følger:

5.2.1.1. Kostnadsleder

Kostnadslederskap er kanskje den klareste av de tre generiske strategiene. Å være kostnadsleder innebærer at en tilbyr tilnærmet identiske produkter eller service til en lavere kostnad enn konkurrentene. For å komme i en slik situasjon må bedriften satse maksimalt på kostnadsminimering. Ledelsen må hele tiden, i henhold til sin strategi, jobbe for å ha lavere kostnader enn konkurrentene. Selv om fokuset ligger her, er det viktig å ikke ignorere områder som for eksempel kvalitet og service⁷⁷. Bedriften må finne en rett balanse i sin daglige virksomhet.

5.2.1.2. Differensiering

Innebærer at en tilbyr produkter eller service som skiller seg fra det konkurrentene tilbyr på en slik måte at kundene er villig til å betale en høyere pris. Bedriften prøver å skape noe som hele bransjen oppfatter som unikt. Faktorer som kan bidra til å gjøre produktet unikt eller spesielt, er for eksempel varemerke, produktegenskap og kundeservice, eller en kombinasjon av disse⁷⁸. Hele målet med differensiering er å skaffe seg faste kunder som kan gi bedriften høyere lønnsomhet enn bransje gjennomsnittet, og det ideelle er at bedriften klarer å differensiere seg på flere virkemidler.

5.2.1.3. Fokusering

Den siste strategien fokuserer på en bestemt kjøpegruppe, en del av produktutvalget eller et

⁷⁷ Porter, 1992

⁷⁸ Hoff og Holving, 2003

geografisk marked. Bedriften fokuserer eller innsnevrer driften sin. Dette skiller seg fra de to øvrige ved at fokuseringsstrategien bygger på at bedriften skal betjene en kundegruppe så godt som mulig. Denne strategien bygger på den forutsetningen at bedriften på denne måten blir i stand til å betjene sin utvalgte målgruppe mer effektivt enn de konkurrentene som satser bredere.

En bedrift som lykkes med sin fokuseringsstrategi, vil lettere kunne tjene mer enn gjennomsnittet i bransjen. Fokuseringen betyr at bedriften enten har en lavkostposisjon innen sin målgruppe, høyt differensierte produkter eller begge deler⁷⁹. Dette viser at fokusering skiller seg ut fra kostnadslederskap og differensiering med at målgruppen er mye smalere, man kan dermed si at bedriften skaper seg en nisje i markedet. Vi kan se likhetstrekk fra dette i Sparebank 1 Nord-Norge sin forretningsprofil, gjennom visjonen ”For Nord-Norge”. De konsentrerer seg om landsdelen, og har som mål å være en generator i næringslivet og for husholdningene i nord. For en sparebank har det å være nær sine kunder alltid vært deres sentrale konkurranseposisjon i markedet. Banken stadfester dette med slagordet ”Nærhet og dyktig”. Med dette ønsker de å posisjonere seg som en bank som er tilstede for kunden, og på denne måten kunne differensiere seg i markedet. I banksektoren er det vanskelig å sikre seg en kostnadslederskapsposisjon siden denne posisjonen er lett å kopiere. Vi ser for eksempel at alle de store bankene har blitt gebyrfrie i løpet av de siste årene. Dermed kan nettopp det å fokusere på kundelojalitet og nærhet, være en positiv bidragsyter til bunnlinjen.

5.2.2. SVIMA

Interne ressurser burde optimalt benyttes på en slik måte at et konkurransefortrinn i markedet oppstår. Bedriftens evne til å utvikle og opprettholde konkurransefortrinn er i stor grad avhengig av hvilke ressurser bedriften disponerer, og hvordan de anvendes⁸⁰. For at en bedrift skal nyte godt av et konkurransefortrinn gjennom ekstraordinær avkastning, er det nødvendig at konkurransefortrinn er varig. Dersom en bedrift skal ha varige konkurransefortrinn basert på sine ressurser, snarere enn sin markedsposisjon, må ressursene være:

- Sjeldne: i markedet og blant konkurrentene, altså det eksisterer forskjeller mellom konkurrentene i markedet. En ressurs som konkurrentene er i lik besittelse av, kan åpenbart ikke forklare forskjeller i avkastning.

⁷⁹ Porter, 1992

⁸⁰ Ross et.al, 2005

- Viktig: dette vil si at ressursene har stor innvirkning enten på inntekts- eller kostnadssiden.
- Ikke-imiterbare: om konkurrentene lett kan tilegne seg selskapets ressurser, vil disse ressursene ikke generere et vedvarende konkurransefortrinn for bedriften.
- Mobiliserte: dessuten må bedriften være organisert slik at den er i stand til å hente ut den mulige gevinsten i markedet.
- Appropriert: den verdien de skaper må rett og slett komme bedriften til gode, og de må være bedre enn konkurrentene. Det er hensiktsmessig å skille mellom hva bedriften eier, og hva den i realiteten kun leier. Faktorer som merkevaren og teknologi eier bedriften, men kunnskapen bak dette, den humane kapitalen, er mer en leieordning.

Dette danner grunnlaget for SVIMA-analysen. Dette er et anerkjent rammeverktøy for å analysere verdien av strategiske ressurser⁸¹. Ressursbasert teori kan være et nyttig verktøy for å forstå bedre hva som skjer i virksomheten, og si noe om potensialet som foreligger. Poenget her er å skille gull fra gråstein, for det er ikke alle ressurser som er like viktige. Optimalt sett skal en ressurs oppfylle alle 5 punktene for å være av varig art. Det er viktig å være klar over at en ressurs som er verdifull i forhold til en strategi, kan være helt bortkastet i en annen strategikontekst. Vi kan dermed si at bedriften står ovenfor en todelt utfordring, hvor de på den ene siden må velge de markedsstrategiene som gir maksimal avkastning på kort sikt, gitt at det eksisterer verdifulle ressurser. Mens på den andre siden er det ønskelig å utvikle ressurser som gir fortrinn i forhold til de markedsstrategiene som ser mest attraktive ut. Tabellen under illustrer rammene for modellen⁸²:

Tabell 3: Illustrasjon SVIMA- modell

Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn

⁸¹ Løwendahl og Wanstøp, 2004

⁸² Jakobsen og Lien, 2001

Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn

I vår oppgave ønsker vi å se på mulighetene fremover for Sparebank 1 Nord-Norge, og vi har tidligere argumentert for at sparebanksektoren er en moden bransje. Selv om det har vært en relativt stor vekst de siste årene, vil en etablert bank i et langtidsperspektiv ha moderate vekstmuligheter. På bakgrunn av dette vil vi trekke frem argumentet til Barney (2007) om at en bransje i denne livsfasen, burde fokusere på tre områder: 1) videreutvikle allerede eksisterende produkter, 2) fokus på service og 3) kostnadsbesparende tiltak, eller forbedret kvalitet, gjennom prosessinnovasjon. Dette gjør at vi velger å ikke ta med produktutvikling og innovasjon, siden vi anser bankens produkter til å være rimelig homogene, vi har heller et sterkt fokus på service. Teknologiske aspekter gjorde at Skandiabanken relativt raskt fikk en betydelig markedsandel i Norge, men vi føler nå at de teknologiske fremstegene har stoppet opp, og alle bankene har nesten de samme løsningene. Selv om det sikkert vil komme nye løsninger etter hvert, føler vi at det blir for spekulativt fra vår side å sitte og forutse dette. Vi velger dermed å utelate teknologiske attributter.

Vi har gjennom diskusjon med hverandre og innsikt i relevant litteratur på området kommet fram til følgende ressurs (innsatsfaktorer) områder vi ønsker å utdype nærmere når det gjelder Sparebank 1 Nord-Norge:

Tabell 4: Relevante innsatsfaktorer

Ressurs:	Hva innebærer dette:
Finansiell kapital	Penger, eller tilgang på kapital, herunder valutarisiko.
Human- og organisatorisk kapital	Ansattes erfaring og kompetanse, ledelsen, størrelse. Kjennskap til markedet.
Relasjonskapital	Merkevarenavn, omdømme, allianser, kundeforhold

Basert på Jakobsen og Lien, 2001

Et av de forkastede elementene er fysisk kapital. Denne ressursen omhandler blant annet bygninger, maskiner og fabrikker. Dette er innsatsfaktorer som ikke er fremtredende i en bank, og er naturlig nok ikke i fokus.

5.2.2.1. Finansiell kapital

En bank uten finansiell kapital, er det samme som en matbutikk uten varer i hyllene. For at en bank skal levere en best mulig bunnlinje er fundingen en sentral rolle. Utviklingen i banksektoren har gjort at mer og mer kapital må hentes i pengemarkedet, noe som gjør at bedriftens økonomiske styrke blir enda mer avgjørende for å få gunstige innlånskostnader. Sparebank 1 Nord-Norge har en god rating hos analysebyråene i ganske mange år, og vi antar at dette ikke kommer til å endre seg betraktelig i framtiden. Bakgrunnen for denne uttalelsen er bankens moderate vekst i ”bonanza-tidene” som vil gagne dem på en positiv måte nå. Samtidig ser vi fra regnskapsanalysen at banken har tilfredsstillende soliditet og likviditet, noe som gjør at deres konkurranseposisjon er god. Banken har potensiell kapital til å vokse hvis det er en ønskelig strategi. Selv om banken langt fra har enerett på dette, siden banksektoren i Norge generelt sett er stabil, danner dette grunnlaget for å kunne konkurrere blant de beste.

Når det gjelder valutarisiko er banken veldig lite eksponert. Banken har sikret sine engasjementer i utenlandsk valuta, gjennom å benytte derivater i markedet. Men i regnskapet kan det oppstå agio/disagio som følge av effekter på obligasjonssiden når valutaene svinger, men dette er kun en effekt i regnskapet ettersom obligasjoner verdsettes til virkelig verdi i

regnskapene, banken får det avtalte ved forfall. Et unntak fra valutakursrisikoen er eierskapet i en russisk bank, her er ikke banken sikret mot rubelendringer.

Dette er helt klart en viktig ressurs for banken, men vi anser ikke Sparebank 1 Nord-Norges finansielle posisjon som sjelden og er heller ikke noe som under vanlige markedsforhold skulle by på store problemer å kopiere. Det samme vil gjelde for styring av valutakursrisiko, hvor vi antar at alle andre banker også sikrer seg.

5.2.2.2. Human- og organisatorisk kapital

I en servicebransje som sparebanksektoren, vil organisasjonene være avhengig av intellektuell kapital for å fungere. Det er her slaget om kundene ligger, hvem som innehar den beste humankapitalen. Dette gir utslag i måten markedet angripes på, og hvordan kundene føler at relasjonen til banken er. Når det er vanskelig å skille seg ut på produksiden, er det svært ofte de relasjonene man har som bestemmer valg av bank. Den humane og organisatoriske kapitalen blir, i tillegg til relasjonskapitalen, ofte definert som en bedrifts intellektuelle kapital. Den intellektuelle kapitalen kalles ofte den skjulte kapitalen, og blir trukket fram i media som et stadig viktigere suksesskriterium i framtiden. Inntreden i et mer kunnskapssamfunn gjør at de ansattes kompetanse og bedriftens evne til å utnytte sine samlede ressurser trekkes fram som en mer essensiell nøkkel til lønnsomhet⁸³.

5.2.2.2.1. Ansattes erfaring og kompetanse

En sparebank er som oftest lokalkjent i nærmiljøet, og kan derfor ha et fortrinn på nasjonale banker, som kundene kanskje føler mindre tilhørighet til. Det er de ansatte som sitter med den lokale kunnskapen, og dette kan gjøre banken noe mer utsatt, i og med at arbeidskraft kan kategoriseres som en "leid" eiendel; det er ikke mulig å eie et menneske slik det er mulig med andre eiendeler. Dette er definitivt en viktig ressurs for banken, og en ressurs som er vanskeligere å kopiere enn mange andre eiendeler. Det å bygge opp en kunnskapsorganisasjon er ikke gjort over natten, slik at en kopiering kan i alle fall være vanskelig på kort sikt. Det spesielle med humankapitalen er at den er iboende i mennesket, og er dermed noe som bedriften ikke kan sikre seg mot å forsvinne ut av organisasjonen, men forebyggende tiltak som et godt arbeidsmiljø vil gjøre barrierene større. Det er personalet som kundene møter som

⁸³ Næringslivets Hovedorganisasjon

er bankens ansikt utad, og som vil være en sentral del av serviceevalueringen. Dermed kan kompetanse bli en strategisk ressurs for å oppnå et varig konkurransefortrinn⁸⁴.

Vi tror at alliansesamarbeidet i Sparebank 1 gir de deltagende bedriftene en ”edge” når det gjelder utnyttelse av kompetansen som finnes i alliansen. Her har de en arena hvor ulike problemstillinger kan diskuteres, og bankene kan lære av hverandre. Blant annet gjennomfører Sparebank 1 Nord-Norge skoler i forskjellige forretningsområder i Tromsø, Trondheim og Oslo. Effekten av dette kan bli en høyere humankapital, noe som erfaringsmessig vil slå positivt ut for bedriften. Vi skal også ha i minne sparebankenes historie, og at deres posisjon i lokalmiljøet bestandig har vært sterkt. Nå har konkurransesituasjonen forandret seg de siste årene i banksektoren, slik at bankene har blitt mer interaktiv. Dette skaper nye utfordringer for Sparebank 1 Nord-Norge, gjennom at den lokale forankringen og relasjonsbyggingen det fører med seg, kan bli svekket.

Vi anser dermed at Sparebank 1 Nord-Norge har et høyt kunnskapsnivå blant sine ansatte, men i et marked hvor det er vanskelig å skille seg ut på informasjonstilgang og kunnskap, anser vi det vanskelig å oppnå et konkurransefortrinn kun basert på de ansattes kunnskap og erfaring. Nasjonale banker som DnB Nor henter også mye av kompetansen fra folk i nærmiljøet som vil ha like mye kunnskap om lokalmiljøet som ansatte i lokalbanker, og dermed står bankene på likt grunnlag. Men poenget med tilhørighet kommer vi tilbake til under merkeloyalitet.

5.2.2.2.2. Ledelsen

Urolighetene i markedet har ført til at mange banker som har ”satset hus og hjem” i iveren etter å kapre størst mulig markedsandel, har fått store problemer i et tilbakevendende marked. Ledelsen i Sparebank 1 Nord-Norge har hatt en edruelig vekststrategi, og har unngått likviditetsproblemer. Selv om banken potensielt kunne ha utnyttet markedet mer når markedet var på sitt beste, sitter banken nå på gode muligheter til å utnytte andre bankers fall. Dette ser vi ledelsen i Sparebank 1 Nord-Norge har gjort med deltagelsen i oppkjøpet av Glitnir Bank ASA, som ble gjennomført uten tilførsel av ny kapital. Ved å fokusere mer på sikker bankdrift, enn kortvarig lykke, har banken unngått behovet for å ta del i regjeringens

⁸⁴ Nordhaug, 2002

bankpakke, banken har dermed en solid buffer i ryggen ved store uforutsette hendelser. I forhold til mange andre banker har Sparebank 1 Nord-Norge gått i mot strømmen, ved å vokse mindre, og de har dermed fått redusert risikoen sammenlignet med andre.

Vi får opplyst at ledelsen for 2 år siden fikk kritikk av analytikere. da de mener at banken har hatt for høy egenkapitalandel (dermed lavere rentabilitet), men nå har trenden snudd slik at analytikere ”belønner” institusjoner med høy egenkapital. Markedet er nå mer interessert i soliditet, grunnet store uroligheter.

I etterpåklokskapens ånd anser vi at ledelsen har gjort mange rette valg, sett i et langtidsperspektiv for banken, og på bakgrunn av dette slår vi fast at ledelsen i Sparebank 1 Nord-Norge er kompetente. Ledelsen har unngått å falle for fristelsen til å ekspandere kraftig når markedet var i kraftig vekst, og har heller valgt en mer langsiktig strategi, noe som vi nå ser kan gi en fordel i markedet. Ledelsen har holdt ”skuten” på rett kjøll i vanskelige tider, men det er mange banker i Norge som har greid det, slik at det er vanskelig å konkludere med et rent konkurransefortrinn kun basert på dette.

5.2.2.3. Relasjonskapital

Relasjoner til kunder og til underleverandører eller samarbeidspartnere, kan defineres som en del av en bedrifts intellektuelle kapital, som skrevet ovenfor. Verdien av nettverk som bedriften har, er vanskelig å konkretisere ned i en eksakt verdi, siden dette er en immateriell eiendel, men er absolutt av relevant karakter for en drøfting vedrørende bedriftens konkurransefortrinn. Vi har valgt å fokusere på Sparebank 1 Nord-Norges sin relasjonskapital i form av alliansesamarbeidet, merkeloyalitet og kundetilfredshet da vi mener dette er de viktigste faktorene.

5.2.2.3.1. Alliansesamarbeidet

Et viktig aspekt, strategisk sett, er Sparebank 1 Nord-Norges medlemskap i Sparebank 1 alliansen. Gjennom at ”holding” selskapet, Sparebank 1 Gruppen, jobber med å forbedre merkevaren og produktporteføljen (dog hver enkelt alliansepartner fritt kan velge hva de vil benytte), kan alliansepartnerne nytte godt av spisskompetanse på feltet.

Også her vil vi trekke inn sparebankens spesielle historie; sparebank navnet har en sentral posisjon i det nordnorske samfunnet. Med bakgrunn i den historiske utviklingen kan det tenkes at Sparebank 1 Nord-Norge har et fortrinn når det gjelder omdømme med et godt

innarbeidet merkenavn, spesielt i nord. Banken har ikke hatt noen store avisoppslag, som for eksempel Sparebank 1 Midt-Norge, som skildret tidligere, slik at banken har unngått å få ”riper i lakken”. Men uansett kan det tenkes at selve navnet Sparebank 1 har fått svekket tillit, grunnet uheldige historier fra andre.

Med alliansesamarbeid kan bedriften oppnå visse fordeler, noe som Barney (2007) tar for seg. Vi skal nå gå inn på noen av hans punkter som er relevante for vår del:

1) Stordriftsfordeler: kostnadene ved diverse aktiviteter kan bli mindre i en allianse, enn hver for seg. For eksempel kan utviklingen av nye fondsløsninger bli gjort i Gruppen, og så implementert inn i de samarbeidende bankene, i stedet for at hver enkelt bank bruker FoU-midler på dette. Siden Gruppen og de samarbeidende bankene benytter samme logo, vil også reklamerings fra Gruppens side komme resten av alliansen til gode, og også her er det mulig å oppnå stordriftsfordeler.

2) Læring: som nevnt ovenfor kan alliansen være en utmerket arena for å lære av hverandre. Nettopp det å være en lærende organisasjon er nødvendig for styrke den intellektuelle kapitalen, som er hovedkjernen i bankvirksomhet. Læring er også en dynamisk ressurs, som gjør organisasjonene mindre utsatt for å bli kopiert, ressursene blir mer bevegelige.

3) Investeringsmuligheter: gjennom alliansen står bedriftene mye sterkere for å foreta store oppkjøp. Sparebank 1 Nord-Norge har for eksempel ikke økonomiske muskler til å kjøpe opp Glitnir Bank ASA alene, men gjennom alliansesamarbeidet ble dette mulig. Dette begrenser risikoen noe, gjennom at flere parter er med på eiersiden.

Når man danner allianser kan det oppstå interessekonflikter i mellom de deltagende bedriftene slik at det kan være negative aspekter ved allianseinnngåelser som kan svekke noen bedrifter økonomisk. Sparebanken Vest gikk for eksempel ut av alliansen per 31.12.2003, fordi de mente de kunne gjøre det bedre utenom alliansen.

Vi som analytikere er litt skeptisk til at Sparebank 1 Nord-Norge nå er mye eksponert mot banksektoren, både gjennom egen drift, og gjennom sine investeringer i Sparebank 1 Gruppen og Glitnir Bank ASA. Dette kan være en for stor eksponering mot egen sektor, men vi anser at alliansesamarbeidet høster så mange gode frukter at dette er en god posisjon å sitte på. Samtidig er vi enig i at kjøpet av Glitnir Bank ASA var av meget god kvalitet, prismessig, og at dette kan være en måte å utnytte mulighetene urolighetene i markedet har åpnet for. Vi

argumenterer dermed for at bankens posisjonering er fornuftig og kan være av konkurransegunstig karakter.

5.2.2.3.2. Merkeloyalitet

Valg av bank kan på mange måter sammenlignes med valg av drivstofforhandler. Det er vanskelig å skille seg ut på produktet, og prisen på bankenes produkt varierer relativt lite. Det er vanskelig for en bank å etablere seg som en lavpriskjede, ettersom prisen for råvaren er satt i kapitalmarkedet, og det er vanskelig å få et stort prisfortrinn. Dette øker dermed viktigheten av merkeloyalitet.

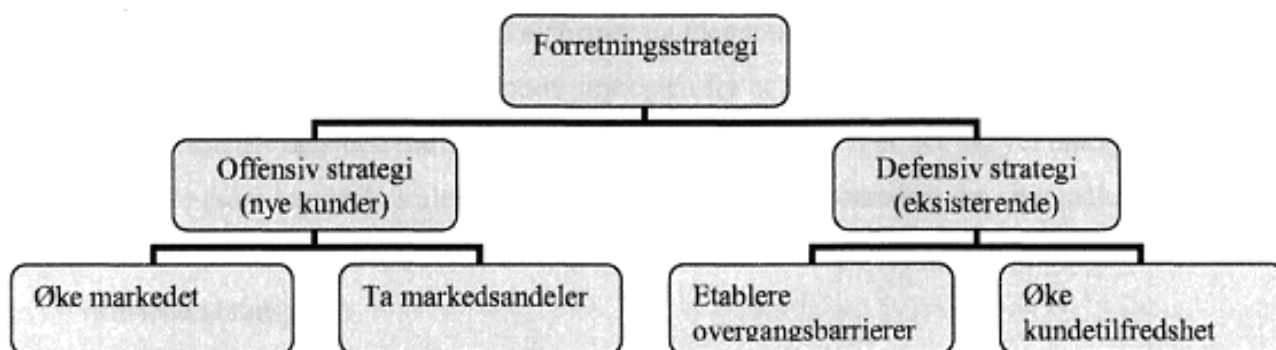
De siste tiårene har vært karakterisert av fusjoner og oppkjøp i banksektoren, mye grunnet bankkrisen på slutten av 1980- og begynnelsen på 1990-tallet. Mange banker ble så sårbare at en sammenslåing var nødvendig for å konkurrere mest mulig effektivt. Siden den tid har myndighetens reguleringer og bankenes egne ønsker om å ha stordriftsfordeler i form av allianser, minsket antall småbanker. Dette konseptet gjør at bankene sammen kan stå sterkere i oppbyggingen av merkevaren. For Sparebank 1 Nord-Norge, er deres alliansesamarbeid i Sparebank 1 Gruppen en helt klar styrke vedrørende deres merkevarebygging. Sparebank 1 Gruppen står for merkevarebyggingen gjennom å tilby Sparebank 1 Nord-Norge muligheten til å bruke konsepter utarbeidet av Gruppen. Dette varierer i alt fra logo, til å kunne selge Odin Fond. Gjennom å ha en solid og godt forankret merkevare kan Sparebank 1 Nord-Norge oppnå et fortrinn. På bakgrunn av dette kan Sparebank 1 Alliansen regnes som en sterk allianse, fordi Sparebank 1 Gruppen står som forvalter av merkevaren, og fordi bankene i samarbeidet benytter seg av et felles distribusjonsnettverk. En sterk merkevare kan uten tvil skape emosjonelle bindinger mellom bedrift og kunde.

Grunnen til at sparebanksektoren er karakterisert gjennom alliansesamarbeid, som Sparebank 1 Gruppen og Terra-alliansen, er ikke kun begrunnet i ønsket om å styrke merkevaren og benytte seg av distribusjonsnettverket, men sparebankene har historisk sett vært sikret gjennom et oppkjøpsvern stadfestet i sparebankloven.

Når det gjelder tilhørigheten til kundene kan det være en fordel at Sparebank 1 Nord-Norge har sin beslutningsmyndighet der hvor størsteparten av kundene er. For eksempel kan en bedriftskunde som trenger et "hastelån" få innvilget dette noe fortere, enn hvis lånet må til en saksbehandler et annet sted i landet. Poenget med desentralisering kan være en viktig faktor for å bygge opp merkeloyaliteten hos kundene.

5.2.2.3.3. Kundetilfredshet og omdømme

Barney (2007) understreker, som vist ovenfor, at service har en spesielt viktig rolle i modne bransjer, og i bransjer hvor det er vanskelig å skille seg ut på produkt og pris, øker betydningen. En mer defensiv strategi på utlånsporteføljen, og dermed fokus på eksisterende kunder, argumenterer Anderson, Fornell og Lehmann (1994) for, er en tilnærming mot å øke kundetilfredsheten.



Figur 5: Forretningsstrategi

I mangel på spesifikk data om kundetilfredshet og lojalitet for Sparebank 1 Nord-Norge har vi funnet informasjon om de største bankene utarbeidet av Norsk Kundebarometer, hvor også Sparebank 1 Gruppen er med⁸⁵.

Tabell 5: Kundetilfredshet og lojalitet i bankbransjen

Bransje	Bedrift	Tilfredshet	Lojalitet	N
Bank	Skandiabanken	80,5	86,3	200
	Nordea	70,8	74,3	100
	SpareBank 1	70,7	76,5	100
	Fokus bank	67,0	73,6	100
	Postbanken	64,5	69,0	100
	DnB NOR	60,3	61,4	100
	Bank		68,9	73,5

⁸⁵ Norsk Kundebarometer, 2009

Vi ser her at Sparebank 1 Gruppen har en høyere tilfredshet og lojalitet enn gjennomsnittet i banksektoren. Bankalliansen er spesielt dyktig på å holde på eksisterende kunder, hvor de er nr 2. Men det vi ser her at Sparebank 1 ikke har noe nevneverdig konkurransefortrinn på sine konkurrenter. Det er Skandiabanken som skiller seg ut på denne målingen, og dermed slår vi fast at Sparebank 1 Nord-Norge er konkurransedyktig på dette området, men at de ikke innehar noe konkurransefortrinn på sine konkurrenter.

5.2.2.4. Oppsummering av SVIMA

Tabell 6: Oppsummering av SVIMA-analysen

Ressurser	S	V	I	M	A	Fortrinn	Rentabilitet
Finansiell	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	ekr=ekk
Human og organisatorisk kapital							
<i>Ansattes erfaring og kompetanse</i>	Nei	Ja	Ja-kort sikt	Ja	Ja	Paritet	ekr=ekk
<i>Ledelsen</i>	Nei	Ja	Ja-kort sikt	Ja	Ja	Paritet	ekr=ekk
Relasjonskapital							
<i>Alliansen</i>	Ja	Ja	Nei - lang sikt	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	ekr>ekk
<i>Merkevaren</i>	Delvis	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig/Midlertidig konkurransefortrinn	ekr>ekk
<i>Kundetilfredshet</i>	Nei	Ja	Ja- kort sikt	Ja	Ja	Paritet	ekr=ekk

Vår analyse viser at det eksisterer et midlertidig konkurransefortrinn innenfor relasjonskapitalen. Det positive aspektet med dette er at det er mulig å skape en egenkapitalrentabilitet som ligger over kravet, en såkalt superrentabilitet. Grunnen til at fortrinnet blir midlertidig er at andre allianser eller ulike samarbeidsordninger kan dannes i markedet, hvis flere aktører bestemmer seg for det. Sparebank 1 Nord-Norge har en sterk og god merkevare som har meget godt fotfeste i landsdelen, men det er vanskelig å stadfeste at dette er et fortrinn som vil være der for alltid. Fra drøftelsen ovenfor ser vi at alliansen og den gode merkevaren har en høy korrelasjon. For den finansielle-, human- og organisasjonskapitalen er det likevekt i markedet, noe som betyr at Sparebank 1 Nord-Norge ikke skiller seg mye ut sammenlignet med konkurrentene.

6. Regnskapsanalyse

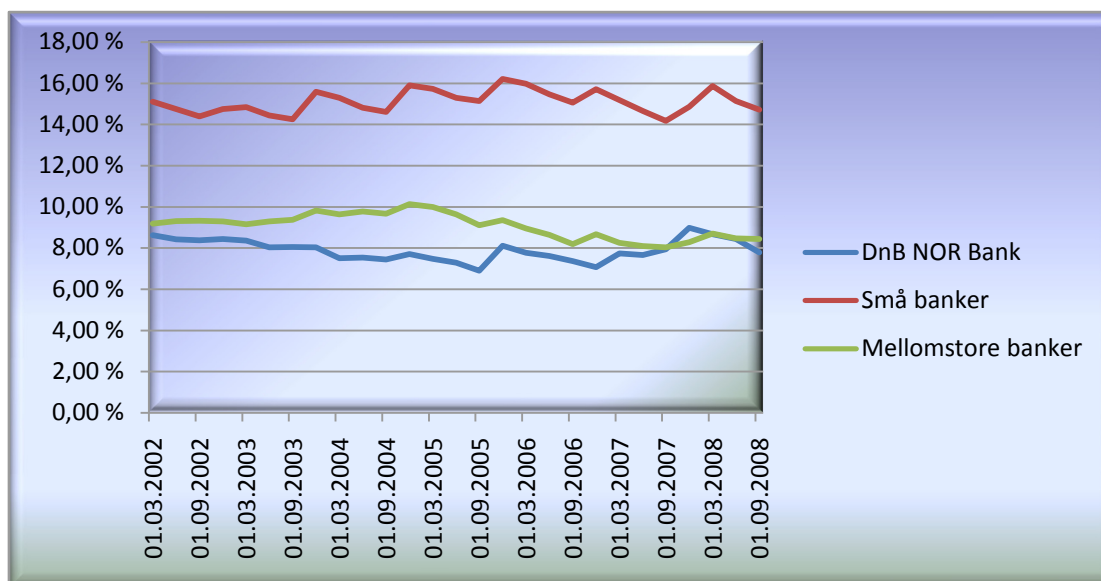
Regnskapsanalyse går ut på å gjennomføre en systematisk bearbeidelse av historisk regnskapsinformasjon, i den hensikt å avdekke underliggende økonomiske forhold. Vi snakker altså her om å ”gå under huden” på virksomheten(e)s offentlige tilgjengelig regnskapsinformasjon. Målet med en slik analyse er å få en god innsikt i virksomheten, og dermed et bedre grunnlag for å kunne si noe om fremtiden. Viktige elementer under regnskapsanalysen er omgruppering av regnskapene, herunder normalisering, og nøkkeltallanalyse hvor man for eksempel ser på forhold som lønnsomhet, soliditet og likviditet. For å oppsummere soliditeten og likviditeten i selskapet er det vanlig å foreta en syntetisk rating, hvor man anslår konkursrisikoen til selskapet. Til informasjon er tallmaterialet i tabellene nedenfor oppgitt i MNOK.

6.1. Analysenivå og benchmarkingutvalg

I vår oppgave ønsker vi å verdsette morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge, og i og med at morbanken er spesifisert for seg selv i regnskapene er det lite problematisk å fokusere analysen på dette nivået. For å få et bilde av hvordan vår bank presterer i forhold til konkurrentene, finner vi det nødvendig å benchmarke mot andre sammenlignbare sparebanker under nøkkeltallsanalysen. For å finne et hensiktsmessig sammenligningsutvalg har vi vektlagt størrelse (forvaltningskapital), IRB (se kapittel 6.6.4.2.) og geografisk tilhørighet. I og med at bankene følger en detaljert regnskapsforskrift, bestemt av Kredittilsynet, kan man på generelt grunnlag si at bankregnskap er velegnet for sammenligning⁸⁶. Vi har dermed kommet fram til 3 sammenlignbare sparebanker: Sparebank 1 Midt-Norge, Sparebanken Vest og Sparebank 1 SR-Bank. DnB Nor Bank ASA har vi valgt å luke ut siden vi anser denne mer som en forretningsbank, og har en størrelse som gjør den lite aktuell for vårt formål. Grunnen til at vi ikke har basert sammenligningen på et bransjesnitt, er fordi at et stort antall småbanker vil dra opp snittet på forskjellige forholdstall, og gi et dårlig sammenligningsbilde på situasjonen i Sparebank 1 Nord-Norge. For eksempel har små banker generelt en betydelig høyere kapitaldekningsgrad. På denne måten har vi fått med de 3 største sparebankene, etter DnB Nor, målt i forvaltningskapital, samtidig som vi har banker som operer i ulike

⁸⁶ Dahl, et.al, 1997

geografiske segmenter i landet. Først skal vi presentere bevismaterialet for at mindre banker ikke er relevant å sammenligne seg mot:



Figur 6: Gjennomsnittlig kapitaldekningsgrad for DNB Nor, små og mellomstore banker.

Kilde: Finansiell rapport 02/08

Dette illustrerer poenget vårt ovenfor. For eksempel har Sparebanken Pluss og Sparebank Øst, som er noe mindre banker målt i forvaltningskapital, en betydelig høyere kapitaldekningsgrad. Vi antar at en av grunnene til at disse, litt mindre, bankene har en høyere kjernekapital og kapitaldekning er fordi de ønsker å få bedre fundingpriser i markedet. Små banker må generelt betale en høyere pris, grunnet større risiko, og dermed kan en høy kapitaldekningsgrad ha en prisreducerende effekt. Små selskap er vanligvis mindre konkurransedyktig, og dette er nok grunnen til de mange oppkjøpene i banksektoren de siste årene. Det kan tenkes at små banker er mer utsatt for solvensproblemer ved konkurs hos en lokal stordebitor. De har kort sagt mindre ”støttehjul” å stå på.

6.2. Valg av analyseperiode

Hvor lang analyseperiode som er hensiktsmessig, avhenger av stabiliteten til selskapet og bransjen. Sparebanksektoren anser vi som en moden bransje, og dette taler for at relativt gamle regnskapstall kan være representativ for dagens virksomhet. Dette i tillegg til at banksektoren er spesielt utsatt for konjunktursvingninger, gjør at vi velger en analyseperiode på 7 år. På denne måten får vi fanget opp både lav- og høykonjunkturer.

6.3. Presentasjon av offentlig regnskapsdata

I dette avsnittet presenterer vi en oversikt over resultatregnskapene og balansene for vår analyseperiode. Tallene som fremkommer her er gjengitt i sin helhet slik de fremstilles til offentligheten. Grunnen til at vi gjør dette er for å gi leseren en grei innsikt i regnskapstallene vi bearbeider nedenfor.

6.3.1. Balansen

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EIENDELER							
Kontanter og fordringer på sentral- banker	436	548	294	935	823	2 484	3 290
Utlån til og fordringer på kreditt- institusjoner	848	709	802	824	1 529	1 726	1 964
Utlån til og fordringer på kunder	33 344	36 573	37 570	41 065	45 404	48 945	49 491
Spesifiserte tapsavsetninger	351	495	310	259	188	130	191
Uspesifiserte tapsavsetninger	318	318	318	214	174	166	196
Netto utlån til og fordringer på kunder	32 675	35 760	36 943	40 592	45 042	48 649	49 104
Overtatte eiendeler	9	7	6	6	4	-	-
Aksjer og andeler	595	369	341	410	415	423	346
Sertifikater og obligasjoner etc.	2 186	2 435	2 768	4 074	4 804	4 856	6 749
Finansielle derivater	-	-	-	-	-	276	647
Investering i konsernselskaper	147	152	168	178	208	227	284
Tilknyttede selskaper og felles- kontrollert virksomhet	266	258	316	480	662	717	1 092
Eiendom, anlegg og utstyr	134	131	113	98	95	125	126
Immaterielle eiendeler	22	9	0	90	83	20	0
Andre eiendeler	84	50	93	60	215	665	937
Forskuddsbetalte kostnader og opptjente inntekter	488	471	415	313	699	-	-
Sum eiendeler	37 890	40 899	42 258	48 060	54 579	60 168	64 539
GJELD							
Gjeld til kredittinstitusjoner	4 478	3 394	2 823	1 803	1 983	2 415	3 720
Innskudd fra og gjeld til kunder	20 249	21 727	23 072	25 466	27 873	32 053	34 599
Gjeld stiftet ved utstedelse av verdipapirer	9 298	11 171	11 738	15 652	18 723	19 665	19 746
Finansielle derivater	-	-	-	-	-	297	367
Andre forpliktelser (annen gjeld)	325	314	419	471	667	918	878
Ansvarlig lånekapital	871	1 503	1 194	1 337	1 321	1 254	1 461
Påløpte kostnader og mottatte ikke opptjente inntekter	432	435	422	406	668	-	-

Avsetning for påløpte kostnader og forpliktelser	0	0	3	189	159	-	-
Utsatt skatt	0	0	0	0	0	0	112
Sum gjeld	35 653	38 544	39 671	45 324	51 394	56 602	60 883
EGENKAPITAL							
Grunnfondsbeviskapital	660	660	660	792	792	841	896
Overkursfond	8	8	8	8	8	76	123
Sum innskutt kapital	668	668	668	800	800	917	1019
Fond for vurderingsforskjeller	0	0	0	65	119	-	-
Utjevningsfond	315	315	342	151	197	364	277
Sparebankens fond	1 254	1 357	1 542	1 618	1 883	2 121	2 221
Gavefond	-	15	35	-	-	164	133
Annen egenkapital	0	-	-	102	186	-	0
Fond for urealiserte gevinster	0	0	0	0	0	0	6
Sum opptjent egenkapital	1 569	1 687	1 919	1 936	2 385	2 649	2 637
Sum egenkapital	2 237	2 355	2 587	2 736	3 185	3 566	3 656
Sum EK og GJELD	37 890	40 899	42 258	48 060	54 579	60 168	64 539

6.3.2. Resultatregnskap

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Renteinntekter	2 972	2 448	1 741	1 751	2 193	3 216	4 285
Rentekostnader	1 953	1 418	652	693	1 123	2 048	3 021
Netto renteinntekter	1 019	1 030	1 089	1 058	1 070	1 168	1 264
Provisjonsinntekter	302	329	351	367	386	427	424
Provisjonskostnader	76	75	71	62	69	67	85
Andre inntekter	12	9	17	16	8	7	6
Netto provisjons- og andre inntekter	238	263	297	321	325	367	345
Utbytte	23	15	23	38	51	11	15
Inntekt av eierinteresser	-163	-7	22	69	116	60	114
Gevinst/tap og netto verdiendringer på finansielle eiendeler	24	46	32	81	41	-66	-349
Netto inntekter på finansielle eiendeler	-116	54	77	188	208	5	-220
Sum inntekter	1 141	1 347	1 463	1 567	1 603	1 540	1 389
Personalkostnader	338	354	366	412	412	410	398
Administrasjonskostnader	232	242	228	230	213	260	278
Avskrivinger	53	45	36	35	34	38	37
Andre driftskostnader	124	126	144	131	129	142	156
Sum kostnader	747	767	774	808	788	850	869
Resultat før tap	394	580	689	759	815	690	520
Tap	239	314	164	63	-48	14	168

Resultat før skatt	155	266	525	696	863	676	352
Skatt	92	56	159	159	187	184	138
Resultat for regnskapsåret	63	210	366	537	676	492	214

6.4. Omgruppering av regnskapene

En regnskapsanalyse starter med en gruppering og omgruppering av regnskapstallene. Verken resultatregnskapet eller balansen har en hensiktsmessig spesifisering dersom formålet med analysen er verdsettelse, eller for den saks skyld kontroll. Dette skyldes i hovedsak at regnskapet i sin naturlige utforming er mer kreditorvennlig. Med en omgruppering vil regnskapet bli mer investortvennlig, siden fokuset blir mer på verdiskapningen i bedriften. Den forandrede formålshensikten gjør at det er viktig å skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler, mellom rentebærende og «rentefri» gjeld og mellom normale og unormale poster. I tillegg må en håndtere brudd på kongruensprinsippet, såkalt «dirty surplus», som blir stadig mer omfattende⁸⁷. I forhold til vår oppgave vil det være problematisk å skille mellom rentebærende og rentefri gjeld, slik at dette, naturlig nok, vil få mindre fokus. Samtidig vil skillet mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler være spesielt med verdsettelse av en bank. Vi tar her først for oss brudd på kongruensprinsippet.

6.4.1. Dirty surplus

Det å rapportere inntekter som en del av egenkapitalen, og ikke føre det over resultatregnskapet som inntekter, kalles for ”dirty surplus” regnskapsføring. Motsatt vil en egenkapitalpost som kun er påvirket av inntekter fra resultatregnskapet bli kalt ”clean surplus”. I henhold til regnskapsloven § 4-3 skal alle inntekter og kostnader resultatføres, unntak er ved endring av regnskapsprinsipp og korrigerende av feil i tidligere årsregnskap, som skal føres direkte mot egenkapitalen. Alle endringer i egenkapitalen, med unntak av kapitalinnskudd og uttak, skal altså i utgangspunktet føres over resultatregnskapet.

Tabell 7: Netto betalt utbytte

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Betalt utbytte	99	66	92	125	158	158	160
- Netto kapitalinnskudd	0	0	0	0	0	117	102
= Netto betalt utbytte	99	66	92	125	158	41	58

⁸⁷ Gjesdal, 2007

Avsatt utbytte er i regnskapene fra 2002- 2006 ført som kortsiktig rentefri gjeld i balansen, men i årsregnskapene fra 2007 og utover er regnskapene avlagt etter IFRS-reglene, og avsatt utbytte er dermed klassifisert som egenkapital⁸⁸. Det vil si at det ikke vil være nødvendig med noen omgruppering av avsatt utbytte for å få et investortvennlig perspektiv etter innføringen av IFRS. Når avsatt utbytte blir regnskapsført som egenkapital, reduseres egenkapitalen når utbetalingen foretas.

Tabell 8: Beregning av ”dirty surplus”

	ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Egenkapital pr 1.1	2 339	2 303	2 447	2 497	2 894	3 219	3 566
+	Årsresultat	63	210	366	537	676	492	214
+	"Dirty surplus"	0	0	-9	-144	-69	-104	-66
+	Netto betalt utbytte	99	66	92	125	158	41	58
=	Egenkapital pr 31.12	2 303	2 447	2 712	2 897	3 343	3 566	3 656
-	Implement. av IAS 19/IFRS	0	0	215	0	124	0	0
-	Nye utlånsforskrifter	0	0	0	3	0	0	0
=	Ny egenkapital pr. 31.12	2 303	2 447	2 497	2 894	3 219	3 566	3 656

Vi har i den ovenstående tabellen beregnet ”dirty surplus” for Sparebank 1 Nord-Norge i henhold til den valgte analyseperioden. Egenkapitalendringer fra 1.1 til 31.12 skal etter kongruensprinsippet kun være en effekt av årsresultatet, redusert med det betalte utbytte. I tillegg kommer naturligvis netto kapitalinnskudd, som en økende faktor på egenkapitalen. Vi kan si at det å beregne ”dirty surplus” er å se på egenkapitalens kontantstrøm, altså det residuale beløpet som danner forskjellen mellom 1.1 og 31.12, hensyntatt årsresultat, utbytte og kapitalinnskudd.

Vi ser at ”dirty surplus” er negativ i perioden 2004-2008, og er ikke eksisterende i de to foregående årene. Et eksempel på en vanlig årsak til denne abnormaliteten er å bokføre en egenkapitaltransaksjon, på forfallstidspunkt, til en verdi som ikke samstemmer med markedsverdien til den utstedte kapitalen⁸⁹. Banken har i 2005, 2007 og 2008 økt antall grunnfondsbevis, og på denne måten i 2007 og 2008 økt sin egenkapitalbase. I 2005 har grunnfondsbeviskapitalen økt, men grunnen til dette er at banken har gjennomført en

⁸⁸ Fardal, 2007

⁸⁹ Christensen og Feltham, 2003

fondsemisjon, pålydende 132 millioner, ved overførsel av det samme beløpet fra utjevningfondet. Som et resultat av dette har 1 319 494 nye grunnfondsbevis, såkalte fribevis, blitt utstedt til eksisterende aksjonærer (1 ny per 5 gamle). Samtidig gjennomførte de en splitt av bankens grunnfondsbevis, ved at pålydende gikk fra 100 NOK til 50 NOK. Mens i 2007 og 2008 skjedde økningen i grunnfondsbeviskapitalen ved å gjennomføre utbyttemisjoner, hvor aksjonærene fikk velge mellom utbytte eller nye grunnfondsbevis.

Som følge av at § 4-3 i regnskapsloven gir mulighet for unntak fra bestemmelsen, vedrørende egenkapitaltransaksjoner, må vi i årene 2004 og 2005 ta dette i betraktning. Overgangen fra NRS til den internasjonale regnskapsstandarden (IFRS) i 2005 for konsernet, muliggjorde bruken av IAS 19 for morbanken. Denne er benyttet ved beregning og bokføring av pensjoner i morbankens regnskap. Effekten av dette blir et endret resultat som følge av endret pensjonskostnad, samt omarbeiding av tall som er ført direkte mot egenkapitalen. Dette kan absolutt klassifiseres som en regnskapsprinsippendring. Sparebank 1 Nord-Norge måtte bokføre endringene i slutten av 2004 for å få konsensus mellom regnskapet pr. 1.1 og 31.12 i 2005. Slike poster skal føres direkte mot egenkapitalen. Dermed har vi holdt disse utenfor beregningen av ”dirty surplus”, siden disse er korrekt ført mot egenkapitalen. En prinsippendring er ikke relatert til periodens resultat, og en resultatføring ville gi et misvisende bilde av foretakets inntjening i perioden hvor prinsippendringen inntreffer. Bestemmelsen i § 6-6 i regnskapsloven legger sterke føringer for at regnskapstallene skal være sammenlignbare, jamfør bokføringen av prinsippendringene for 2004.

6.4.2. Normalisering av regnskapene

Regnskapet som det fremstår til offentligheten er bokført med de kostnader og inntekter som oppstår det spesifikke året, jamfør sammenstillingsprinsippet. I mange regnskap kan det oppstå poster som kan klassifiseres som ekstraordinære, for eksempel som følge av at de er forbigående eller av uvanlig art for virksomheten. I et verdsettelsesperspektiv er det hensiktsmessig å forsøke å kontrollere for disse, siden det er nærliggende å anta at dette ikke er poster som ”hører” hjemme i et normalt regnskapsår. For å få et mer nyansert verdiestimat er det altså nødvendig å korrigere for dette.

Da sparebank 1 Nord-Norge har forholdsvis lite anleggsmidler, vil det naturlig nok være få nedskrivningsposter knyttet til nettopp denne posten. I en bank vil nedskrivninger typisk være knyttet til tap på utlån og verdiendringer på egenkapitalinstrumenter. Når det gjelder

tapsnedskrivninger kan man vel neppe kunne påstå at disse kan kategoriseres som unormale poster, da det å påta seg risiko ved utlån må kunne sies å være en del av den daglige driften til en bank, på lik linje som det å investere i varige driftsmidler vil være for en industribedrift. Det kan diskuteres om betydelige tapsnedskrivninger bør kategoriseres som unormale.

Men det er viktig å ta høyde for at banker er nokså spesielle også på dette feltet, grunnet deres virksomhetsområde. En bank forventer å ha noe tap på sine utlån, og de avsetter dermed en andel av brutto utlån til tap. Dette gjøres på samme måte som en industribedrift som avsetter for tap på kundefordringer. En bank selger sitt hovedprodukt (utlån) kun på fordringer, og er dermed enormt ”giret” i forhold til en vanlig konvensjonell virksomhet. Vi mener at en del unormale tap kan ha inntruffet i perioden, og ønsker dermed å se nærmere på dette.

Vi har i beregningen til unormalt nettoresultat som tilfaller egenkapitalen tatt utgangspunkt i oppstillingen til forelesningsnotatene til Knivsfå (ROS 330, 2004).

6.4.2.1. Unormale tap på utlån

For å avdekke unormale størrelser har vi valgt å benchmarke Sparebank 1 Nord-Norge opp i mot Sparebanken Vest og Sparebank 1 Midt-Norge, grunnet deres relativt like størrelse med tanke på forvaltningskapitalen, i tillegg til at risikoprofilen til bankene er relativt like. I tillegg har vi trukket inn Sparebank 1 SR-Bank, som er den største sparebanken hvis man ser bort fra DnB Nor. Vi mener denne benchmarkingen vil gi en god indikasjon på hvilket nivå som kan anses som normalt i de respektive årene. Nedenfor har vi en oversikt over de ulike utvalgte sparebankene:

Tabell 9: Oversikt forvaltningskapital og tap i prosent av brutto utlån

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sparebank 1 SR-Bank							
Forvaltningskapital	48 449	51 789	59 187	66 770	83 884	102 531	124 924
Tap i % av brutto utlån	0,76	0,46	0,15	-0,12	-0,12	0,01	0,37
Sparebanken Vest							
Forvaltningskapital	35 501	40 350	46 274	53 398	59 093	75 005	95 020
Tap i % av brutto utlån	0,51	0,31	0,14	-0,16	-0,09	-0,05	0,30
Sparebank 1 Midt-Norge							
Forvaltningskapital	36 044	36 896	38 596	53 607	62 629	70 982	83 646
Tap i % av brutto utlån	0,72	0,69	0,24	-0,09	-0,17	-0,02	0,28
Sparebank 1 Nord-Norge							

Forvaltningskapital	37 889	40 899	42 258	48 059	54 579	60 168	64 539
Brutto utlån til kunder	33 344	36 573	37 570	41 065	45 404	48 945	49 491
Netto bokførte tap	239	314	165	63	-48	14	168
Tap i % av brutto utlån	0,72	0,86	0,44	0,15	-0,11	0,03	0,34

Størrelsen på bankenes tap er i stor grad avhengig av hvordan konjunktorene i markedet går. Dette understreker poenget til Dahl et.al. (1997) om at bankene er spesielt utsatte for konjunktorendringer, siden resultatet til en bank i stor grad er påvirket av andel tap på sine lån de respektive årene. Denne framstillingen gir dermed en indikasjon på hvordan konjunktorene i norsk økonomi har gått i den aktuelle tidsperioden. Vi ser spesielt i 2005 til 2007 at bankene har levd opplevd en særdeles liten, og til og med positive tapstall (fått inn lån som er blitt nedskrevet tidligere). Vi ser ut fra tallmaterialet ovenfor at svingningene på tap er store, og på bakgrunn av dette kan vi slå fast at unormale poster under bokførte tap vil eksistere. Vi finner det nærliggende å anta at grunnen til at tapene er negative i resultatregnskapet (les: positive) noen år for bankene er at nedskrevne lån til konkursutsatte bedrifter har blitt innfridd, som følge av høykonjunktoren Norge opplevde i denne tidsperioden. Problemet er å finne malen for hva som kan klassifiseres som et ”normalt” tap for Sparebank 1 Nord-Norge.

Ut i fra konjunktorene og bankens egne forventninger til tap har vi valgt følgende prosentvise tap på brutto utlån:

Tabell 10: Normalisert tapsprosent

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
% tap brutto utlån	0,60 %	0,60 %	0,50 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,50 %

Fra 2002-, 2003- og 2004-regnskapet til Sparebank 1 Nord-Norge finner vi at deres forventede gjennomsnittelige tapsprosent er 0,5 %, sett i et 6 årsperspektiv. Dette for at banken skal ha en styringsramme å navigere etter. Vi har også observert samme prosentsats i regnskapet til Sparebanken Vest og Sparebank 1 Midt-Norge for 2002 (også et 6 års perspektiv). Mens Sparebank 1 SR-Bank opererer med en tapsprosent på 0,55 %. Vi har valgt å sette 0,5 % som basis, og justere denne for konjunktursvingninger. Ettersom norsk økonomi fikk et moderat tilbakeslag i 2002 og inn i 2003 har vi justert opp til 0,6 %⁹⁰. Men etter hvert

⁹⁰ Gjerdrem, 2008

som Norge gikk inn i en kraftig høykonjunktur, og norsk økonomi eskalerte kraftig har vi nedjustert det forventede tapet for banken. Til slutt har vi igjen oppjustert kravet i 2008, hovedsakelig grunnet situasjonen som oppstod i kredittmarkedet. Grunnen til at vi ikke setter tapsprosenten høyere er fordi det bestandig vil være et etterslepp på hendelser i markedet, og effekten det vil ha på utlånstapene. Vi forventer dermed at tapsprosenten vil stige inn i 2009.

Vi kommer dermed fram til følgende normale tap på utlånsporteføljen:

Tabell 11: Beregnet normalisert tap og tilhørende unormale tap

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Brutto utlån	33 344	36 573	37 570	41 065	45 404	48 945	49 491
Tapsprosent	0,60 %	0,60 %	0,50 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,50 %
Normaliserte tap	200	219	188	164	182	196	247
Unormalt tap	39	95	-23	-101	-230	-182	-79

6.4.2.2. Andre unormale poster

En annen unormal post som kan oppstå i et regnskap, er at driftsinntektene kan avvike mye i forhold til normalen i uvanlige år. I banksektoren resulterer en stabil rentemargin i at bankenes netto renteinntekter også ligger på et forholdsvis stabilt nivå. Dette kommer i stor grad av at innlånskostnaden til bedriftene i hovedsak følger pengemarkedsrenten, men også at den harde konkurransen i markedet gjør at en ”unormal” rentemargin blir vanskelig å oppnå. Av denne grunn vil ikke noen av renteinntektene etter vårt syn bli kategorisert som unormale, selv om rentenivået i perioder har vært meget lavt.

For at en post skal være unormal må posten være av en slik art at den ikke har betydning for fremtidsregnskapet. Dette kan dermed være en uvanlig, uregelmessig eller midlertidig post⁹¹. Når vi ser på posten ”inntekter av eierinteresser” ser vi at denne svinger mye, dermed må vi analysere denne posten nøyere, for eventuelt å avdekke unormale størrelser.

⁹¹ Knivsflå, ROS 330, 2004

I 2002 skyldes tapet på finansielle eiendeler, i hovedsak eierandelen i Sparebank 1 Gruppen. Ved å analysere regnskapet til Sparebank 1 Gruppen ser vi at det store tapet i 2002 skyldes store ekstraordinære nedskrivninger på goodwill og merverdier. Dette vil etter regnskapsloven § 6-1 føres direkte mot resultatet. Dermed vil årsresultatet til Sparebank 1 Nord-Norge bli påvirket av dette ettersom deres eierandel var på 14,08 % i 2002. En slik nedskrivning kan regnes som ekstraordinær, og vi klassifiserer dermed disse som unormale. I 2003 er noe av nedskrivningen i 2002 reversert, mens nedskrivning på anleggsmidler omhandler en reversering av en nedskrivning før 2002. Når det gjelder 2008 er det inntektsført 415 millioner i badwill, men dette går under konsernregnskapet, og er av denne grunn ikke med her. Finanskrisen har rammet Livsforsikringsselskapet i Sparebank 1 Gruppen hardt, og medført en nedskrivning på et IT prosjekt på 417 MNOK. Sparebank 1 Nord-Norge eier 19,89 % av Gruppen slik at effekter av dette vil tilfalle regnskapet til Sparebank 1 Nord-Norge. Men ved nøyere undersøkelser ser vi at resultatet er inntektsført under konsernet, slik at vi overser denne effekten i vår oppgave. Vi antar at denne forandringen i inntektsføring er en konsekvens av IFRS, altså gjeldende fra 2005. Under følger en oversikt over unormale poster tilknyttet eierinteresser:

Tabell 12: Beregning av unormale poster eierinteresser

ÅR Tall i MNOK	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nedskrivninger i Sparebank 1 Gruppen	83,5 ⁹²	-9,1 ⁹³	0	0	0	0	0

For å få et så korrekt bilde som mulig er det nødvendig å separere driftsmessige og finansielle unormale kostnader. Eierandelen i Sparebank 1 Gruppen kan klassifiseres som en finansiell eiendel, noe som også Sparebank 1 Nord-Norge gjør i regnskapene sine. Det er vanskelig å skille mellom hva som er drift, og hva som er finansielt ved verdsettelse av en bank. Men verdipapirer som handles og som ikke representerer en strategisk posisjonering, bør klassifiseres som driftsfremmede⁹⁴. Vi har valgt å følge denne anbefalingen, noe som gjør at eierandelen i Gruppen klassifiseres som en driftrelatert finansiell eiendel. Faktumet at det er

⁹² 2002: 593 * 0,1408 (nedskrivninger*eierandel til SNN)

⁹³ 2003:64,574* 0,1408

⁹⁴ Gjesdal, 2007

vanskelig å dra et klart skille mellom driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler gjør at vi velger å føre alt av "dirty surplus" som driftsrelatert. Dette begrunner vi med at størsteparten av resultatgrunnlaget kommer fra nettopp driften i banken (rentemarginen). Den finansielle gevinsten utgjør en relativt liten andel av resultatet.

6.4.3. Fordeling av skattekostnad

Vi lever i en verden hvor skatt er sentralt. Investorer er interessert i hvor stort nettoresultatet på investeringen blir, og bedrifter må ta hensyn til at skatt både oppstår på selve driften og på finansielle aktiva. Dermed er det hensiktsmessig å fordele skattekostnaden på henholdsvis drift og finansposter. Finansposter har normalt sett en skattesats på 28 %, mens driftsskattesatsen kan variere mye. Dette kan oppstå som følge av forskjellige periodiseringsregler i skatteloven kontra regnskapsloven. Disse kalles ofte for midlertidige forskjeller i regnskapet, jamfør regnskapsloven.

$$S = \frac{SK - 0,28 * (FR) - 0,28(UDR)}{DR + UDR}$$

hvor

S- driftsskattesatsformel

SK- rapportert skattekostnad

FR- Finansielt resultat

UDR- Unormalt finansielt resultat

DR- Driftsresultat

UDR- Unormalt driftsresultat

Før vi begynner å beregne må vi kategorisere hva vi regner som driftsresultat siden dette ikke klart er skilt ut i det offentlig tilgjengelige regnskapet. Den eneste posten som kan diskuteres er tap på utlån. Vi mener at siden denne kommer som en konsekvens av kjerneaktiviteten til banken, vil det være naturlig å klassifisere denne som driftsrelatert. Vi kunne alternativt ha satt den inn under beregningen av netto renteinntekter. Grunnen til at denne posten står hvor den gjør i det originale regnskapet er at sparebankloven har en konkret oppstillingsplan hvor tap banken har hatt skal posteres på sådan måte. Dermed vil driftsresultatet bestå av: netto renteinntekt + netto provisjonsinntekter - sum kostnader - tap.

Tabell 13: Normalisert driftsskattesats og driftsresultat

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsresultat	271	212	448	508	655	671	572
Driftsskatt	147,9	38,4	137,2	106,4	128,8	182,6	199,6
Driftsskattesats	0,546	0,181	0,306	0,209	0,197	0,272	0,349
Normalisert driftsskattesats	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294
Unormal driftsskattesats	0,252	-0,113	0,012	-0,085	-0,097	-0,022	0,055
Unormal driftsresultat	-39	-95	23	101	230	182	79
Normalisert driftsresultat	310	307	425	407	425	489	493

Normalisert driftsskattesats er gjennomsnittet av driftsskattesatsen i den aktuelle tidsperioden. Mens den unormale driftsskattesatsen fremkommer som en residual post mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. Det normaliserte driftsresultatet fremkommer som det beregnede driftsresultatet summert med det unormale driftsresultatet. Vi ser at driftsskattesatsen varierer spesielt mye de to første årene, og dette kan som sagt ovenfor begrunnes hovedsakelig som følge av periodiseringsregler.

Tabell 14: Unormalt nettoresultat til egenkapitalen

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
- Unormale tap på brutto utlån	39	95	-23	-101	-230	-182	-79
= Unormalt driftsresultat	-39	-95	23	101	230	182	79
- dss % skatt på unormalt driftsres.	-21,3	-17,2	7,1	21,1	45,3	49,5	27,6
+ "Dirty surplus"	0	0	-9	-144	-69	-104	-66
- Unormal driftss. på normalt driftsres.	78,1	-34,7	5,1	-34,6	-41,2	-10,8	27,1
= Unormalt netto driftsresultat	-95,8	-43,1	1,8	-29,5	156,9	39,3	-41,7
- Nedskrivinger i Gruppen	83,5	-9,1	0	0	0	0	0
- Nedskrivinger anleggsmidler	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt brutto finansresultat	-83,5	9,1	0	0	0	0	0
- 28 % skatt på unormalt finansres.	-23,4	2,5	0	0	0	0	0
= Unormalt netto finansresultat	-60,1	6,6	0	0	0	0	0
= Unormalt nettoresultat til EK	-155,9	-36,6	1,8	-29,5	156,9	39,3	-41,7

Ut fra tabellen ovenfor ser vi at nettoresultatet som skulle tilfalt egenkapitalen noen år er for lavt, men andre år er det for høyt, grunnet konjunkturer. Vi ender dermed opp med følgende oversikt over skattekostnadsfordelingen:

Tabell 15: Oversikt over skattekostnadsfordelingen

	MILL NOK	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	Rapportert skattekostnad	92	56	159	159	187	184	138
-	Skatt på finansresultat	-32,5	15,1	21,6	52,6	58,2	1,4	-61,6
-	Skatt på unormalt finansresultat	-23,4	2,5	0	0	0	0	0
=	Skatt på driftsresultat	147,9	38,4	137,4	106,4	128,8	182,6	199,6
-	Skatt på unormalt driftsresultat	-21,3	-17,2	7,1	21,1	45,3	49,5	27,6
=	Skatt på normalt driftsresultat	169,2	55,6	130,3	85,3	83,5	133,1	172,0
-	Unormalt skatt på normalt driftsres.	78,1	-34,7	5,1	-34,6	-41,2	-10,8	27,1
=	Normal driftsskattecostnad	91,1	90,3	125,2	119,9	124,7	143,9	144,9
=	Normalisert driftsskattesats	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294	0,294

6.4.4. Presentasjon av omgruppert resultatregnskap

Normalt sett skal regnskapsoppstillingen til selskaper være i henhold til regnskapsloven § 6-1, men banker og andre finansinstitusjoner må følge reguleringen gitt av forskrift nr 1240, forskrift om årsregnskap m.m for banker, finansieringsforetak og morselskap for slike⁹⁵.

Denne forskriften gjør at oppstillingen av resultatregnskapet for en bank skiller seg ut fra en vanlig oppstilling. Det mest spesielle er at driftsresultatet ikke fremkommer klart fra oppstillingen. Den mest nærliggende grunnen til dette antar vi er at verdiskapningen foregår på begge sider av balansen. Dette skaper komplikasjoner for hva som er driftsrelatert og hva som er driftsfremmed.

Det vi ønsker å oppnå med denne framgangsmåten er å få frem et hensiktsmessig skille mellom (1) drift og driftsinvestering, og (2) finansiering og finansiell investering. Dette begrunnes i ønsket om å kartlegge hvor mye driften generer, og videre hva bedriften må betale for finansieringen. På denne måten får vi vridd regnskapsoppstillingen mer over fra et kreditorvennlig til et mer investorvennlig perspektiv. Vi går dermed mer over fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på driftskapital⁹⁶. Vi ender da opp med følgende omgrupperte resultatregnskap:

⁹⁵ Lovdata, 1998

⁹⁶ Knivsflå, ROS 330, 2004

Tabell 16: Omgruppert resultatregnskap

ÅR	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Renteinntekter	2 972	2 448	1 741	1 751	2 193	3 216	4 285
+ Provisjonsinntekter	302	329	351	367	386	427	424
+ Andre driftsinntekter	12	9	17	16	8	7	6
= Sum driftsinntekter	3 286	2 786	2 109	2 134	2 587	3 650	4 715
Rentekostnader	1 953	1 418	652	693	1 123	2 048	3 021
+ Provisjonskostnader	76	75	71	62	69	67	85
+ Personalkostnader	338	354	366	412	412	410	398
+ Administrasjonskostnader	232	242	228	230	213	260	278
+ Avskrivinger	53	45	36	35	34	38	37
+ Andre driftskostnader	124	126	144	131	129	142	156
= Sum driftskostnader	2 776	2 260	1 497	1 563	1 980	2 965	3 975
= Driftsres. før driftsrel. tap	510	526	612	571	607	685	740
- Driftsrelatert tap	200	219	187	164	182	196	247
= Driftsres. etter driftsrel. tap	310	307	425	407	425	489	493
- Driftsrelatert skatt	91,1	90,3	125	119,7	125	143,8	144,9
= Netto driftsresultat	218,9	216,7	300,1	287,3	300,1	345,2	348,1
+ Netto finansinntekt	-83,5	32,3	55,4	135,4	149,8	3,6	-158,4
- Norm. finansinntektsskatt	0	2,5	0	0	0	0	0
- Netto finanskostnad	-60,1	0	0	0	0	0	0
- Norm. finanskostnadsskatt	-23,4	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til EK	218,9	246,5	355,5	422,7	449,8	348,8	189,7
+ Unormalt netto driftsres.	-62,9	-69,1	-31,2	69,5	156,9	39,4	-41,7
+ Unormalt netto finansres.	-60,1	6,6	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettores. til egenkapital	95,9	184	324,3	492,2	606,7	388,2	148
- Netto betalt utbytte	99	66	92,4	125	158	41	58
= Endring i egenkapital	-3,1	118,1	231,9	367,2	448,7	347,2	90

6.4.4.1. *Kommentar til det omgrupperte resultatregnskapet*

Vi ser at endringen i både fullstendig nettoresultat til-, nettoresultat til- og endring i egenkapitalen samstemmer med analysen ovenfor. Dette gir oss et sikkert fundament for å utelukke at tallberegningsfeil fra vår side er oppstått. Det vi har gjort her er å normalisere resultatregnskapet, for så å justere med de unormale postene på slutten slik at resultatene til egenkapitalen samstemmer. I 2002 har bedriften indirekte blitt påvirket av nedskrivinger i Sparebank 1 Gruppen. Dette har medført et negativt netto finansresultat. Vi har dermed trukket denne unormale posten ifra det rapporterte netto finansinntekt resultatet, for så å trekke fra 28 % skatt. Men banken har dermed også fått for mye i skattefradrag, i forhold til

normalsituasjonen, dermed har vi tatt hensyn til dette også. Dette medfører at netto finansinntekter i realiteten dette året blir 0.

Motsatt blir situasjonen i 2003 når det gjelder å normalisere netto finansinntekter. Som følge av reverseringen av nedskrivninger må det unormale trekkes fra som følge at dette blir registrert som en inntekt. Skattesituasjonen er slik at det er blitt betalt for mye i skatt som følge av for høy netto finansinntekt, dette har vi justert for. Som tidligere nevnt har vi her normalisert tapene på utlån, basert på utregninger gjort i kapittel 6.4.2.1.

Vi har kategorisert nedskrivningene foretatt i Sparebank 1 Gruppen, som en finanskostnad for Sparebank 1 Nord-Norge. Eierskapet i denne felleskontrollerte virksomheten anser vi som langsiktig, noe som går frem av eierskapslengden og økningen i eierposten. Det å være med i Sparebank alliansen anses helt klart som en strategisk posisjonering. Vi har valgt å følge bankens klassifisering i årsregnskapet, og definerer dermed en netto finansinntektspost, hvor netto finanskostnader er fratrukket. Der hvor det er nødvendig og hensiktsmessig har vi valgt å skille ut finanskostnadene og føre dem på egen post. Dette er tilfellet i 2002 og 2003 grunnet finansielle nedskrivninger/reversering. Grunnen til at det ikke blir gjort de resterende årene er at det for en bankanalyse ikke er så sentralt å beregne sysselsatt kapital. Da skillet mellom det driftsmessige og det finansielle er vanskelig å foreta, er det lite trivielt å gjøre dette for en bank. Se vedlegg 4 for forklaring til spesifikke poster i omgrupperingen.

6.4.5. Omgruppering av balansen

For å få en hensiktsmessig fordeling mellom aktiva og passiva når det gjelder drift og finansiering er det vanligvis nødvendig å omgruppere balansen. Målet med dette er å få en innsikt i de underliggende forhold, som senere skal brukes til forholdstallsanalysen. Samt at også balansen går fra å være kreditororientert til å bli investororientert. Det finnes i hovedsak 3 ulike måter å fokusere på oppstillingen av balansen⁹⁷:

- 1) Totalkapital: her er fokuset på drift kontra finansiering
- 2) Sysselsatt kapital: sysselsatt kapital er kort fortalt den kapitalen som er skutt inn av eierne og av finansielle institusjoner. Driftsrelatert gjeld går da inn i driftsrelaterte eiendeler, som

⁹⁷ Knivsflå, ROS 330, 2004

danner netto driftskapital. Dette fordi driftsrelatert gjeld generelt anses som ikke rentebærende gjeld.

3) Netto driftskapital: fokuset er her mer på kapitalen som er investert i driften, og ikke i finansielle eiendeler. Det vil si at de finansielle eiendelene blir overført til passiva siden, og som da konsolidert med finansiell gjeld, danner samleposten netto finansiell gjeld.

I vår oppgave ligger fokuset på egenkapitalmetoden, og dette medfører at en omgruppering av totalkapitalen vil være lite relevant. Som nevnt tidligere er det vanskelig å skille mellom hva som er drift og hva som er av finansiell karakter i en bank, og det å sette opp en omgruppert totalbalanse blir dermed problematisk. Problematikken rundt skille mellom drift og finansiering påvirker også beregningen av den sysselsatte kapitalen. Driftsrelatert gjeld vil i banktilfellet være av rentebærende karakter, og dermed vil det ikke være hensiktsmessig å fokusere på sysselsatt kapital. Grunnet bankenes spesielle måte å skape verdier på, gjennom å profitere på gjelden, er det også problematisk å benytte netto driftskapital som omgrupperingsmetode. Hvis vi definerer arbeidskapital som forskjellen mellom langsiktige og kortsiktige forpliktelser, både når det gjelder anleggsmidler og omløpsmidler, vil en stor del av bankens balanse kunne tilfalle begge sidene⁹⁸. Disse forholdene medfører at vi ikke foretar en omgruppering av balansen.

6.5. Målefeil

Årsregnskapet fra gammelt av bygger vanligvis på historisk kost. Dette kan skape skjulte reserver i et regnskap, som følge av at eiendeler og gjeld ikke er verdsatt til virkelig verdi. Måleproblemene kan dermed føre til at regnskapet gir et for godt eller for dårlig inntrykk av foretakets finansielle situasjon⁹⁹. Dette kalles en målefeil type 1. Det å fange opp slike målefeil, er i utgangspunktet en vanskelig å tidkrevende prosess. Ved å studere regnskapet til Sparebank 1 Nord-Norge ser vi at størsteparten av postene er vurdert til virkelig verdi. Eneste posten som vi anser som relevant å vurdere er varige driftsmidler, men dette er en såpass liten post av totalen at vi anser kostnaden med en slik vurdering som større enn nytten.

⁹⁸ Damadoran, hjemmeside

⁹⁹ Kristoffersen, 2005

Periodiseringsproblemer mellom korrekt historisk kost og god regnskapsskikk kalles målefeil type 2. Denne typen målefeil fremkommer på grunn av at lovverket avviker fra historisk kost. Et eksempel hvor en slik type målefeil kan oppstå er ved skillet mellom balanseføring og direkte kostnadsføring av utgifter til egen forskning og utvikling¹⁰⁰.

En tredje type målefeil som kan forekomme er på bakgrunn av kreativ regnskapsføring. Dette kan skje på grunnlag av at en bedrift vil manipulere sitt regnskap i en spesiell retning for at dette på en eller annen måte gagnar bedriften. Det mest vanlige er at en bedrift presenterer et resultat som er bedre enn det virkelige resultatet, eller at balanseposter blir blåst opp. Enron skandalen er et godt eksempel hvor kreativ regnskapsføring har funnet sted. Sagt med andre ord er dette avvik som oppstår når det er avvik mellom rapporterte tall og god regnskapsskikk. Da Sparebank 1 Nord-Norge er børsnotert, og en statsautorisert revisor har godkjent årsregnskapene vil det være minimal sannsynlighet for at slik type målefeil forekommer i deres regnskap. Vi vil dermed ikke rette fokus mot målefeil type 3.

I og med at de fleste postene til Sparebank 1 Nord-Norge er vurdert til virkelig verdi anser vi det ikke som noen vesentlig svakhet ved verdsettelsen at vi ikke justerer for målefeil.

6.6. Nøkkeltallanalyse

”Regnskapsanalyse: alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling”¹⁰¹

Regnskapsanalyser kan ha forskjellige formål, men felles for de fleste regnskapsanalyser er at de har som formål å danne et bilde av bedriftens økonomiske stilling og utvikling.

Forskjellige brukere av regnskapet vil utføre regnskapsanalyser med forskjellig formål. En kreditor er interessert i å finne ut om bedriften er i stand til å betjene avdrag og renter, og til rett tid. Kreditor vil kunne være opptatt av både bedriftens likviditet og soliditet, avhengig av løpetiden på lånet. Likviditeten til bedriften forteller kreditor noe om bedriftens evne til å betjene sine forpliktelser på kort sikt, mens en bedrifts soliditet sier noe om bedriftens evne til å møte dens forpliktelser på lang sikt. Når det gjelder banksektoren vil de strenge kravene til

¹⁰⁰ Kristoffersen, 2005

¹⁰¹ Kristoffersen, 2005. s. 396

blant annet kapitaldekning bidra til at bankene blir tvunget til å operere under ”sunne” forhold. En investor vil ha et litt annet utgangspunkt for å foreta en regnskapsanalyse, og vil hovedsakelig foreta en slik analyse for å vurdere mulighetene for framtidig verdistigning på sin investering, og videre undersøke bedriftens evne til å dele ut utbytte. En investor vil nok derfor ha et større fokus på soliditeten til en bedrift, mens en kreditor i større grad vil ha fokus på bedriftens likviditet. Ledelsen i en bedrift vil også ha nytte av en regnskapsanalyse, da oppgaven til ledelsen blant annet er å ”stake” ut veien for bedriften, og da vil det å ha en oversikt over bedriftens lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet være av stor nytte.

Når det gjelder datagrunnlaget for å foreta en regnskapsanalyse avhenger dette av formålet med analysen. Dersom man kun skal foreta en vurdering av en bedrift på et gitt tidspunkt trenger ikke dataene å være like omfattende som når man skal vurdere lønnsomheten og utviklingen til en bedrift over flere perioder. I forbindelse med vår oppgave vil regnskapsanalysen være forholdsvis omfattende da vi ønsker å se på utviklingen til Sparebank 1 Nord-Norge over en 7-års periode. Som nevnt tidligere har vi valgt å gjøre dette for å få et solid grunnlag til å utarbeide et framtidsregnskap.

Det skilles ofte mellom intern regnskapsanalyse og ekstern regnskapsanalyse¹⁰². Ved intern regnskapsanalyse har man ubegrenset tilgang på informasjon. Denne typen analyse avhenger derfor ofte av at analytikeren har en fot innenfor bedriften. De fleste regnskapsanalyser vil nok dreie mer i retning av ekstern regnskapsanalyse som baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Forskjellen mellom de to regnskapsanalysene handler i all hovedsak om kvantiteten og kvaliteten omkring analysen. Vår regnskapsanalyse vil nok kunne karakteriseres som ”semi-intern” regnskapsanalyse, da vi har en fot innenfor gjennom vår mentorrelasjon.

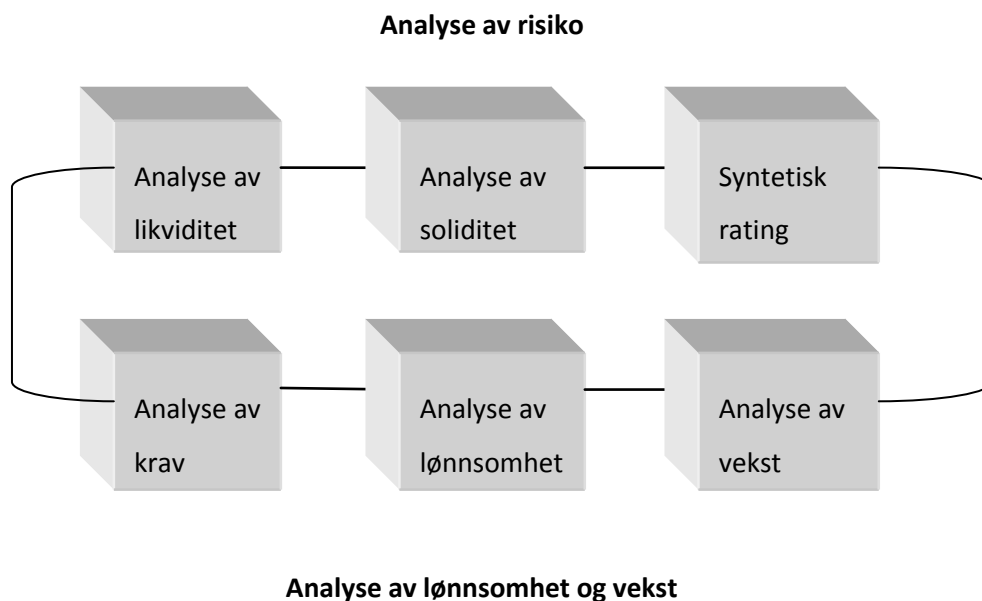
6.6.1. Type analyse

Når man skal foreta en regnskapsanalyse finnes det flere metoder man kan benytte, og valget av metode avhenger i stor grad av formålet med analysen. I forbindelse med vår oppgave vil vi gjennomføre trend- og forholdstallsanalyse. Trendanalyser går ut på å forklare endringer fra periode til periode over flere år. I en nøkkeltall- eller forholdstallsanalyse ser man på utvalgte interessante poster i regnskapet i forhold til hverandre. Dette er en mye brukt metode

¹⁰² Kristoffersen, 2005

grunnet at man som analytiker får en rask pekepinne på sentrale begreper og sammenhenger. For sammenligningsformål mot konkurrerende bedrifter er dette en hensiktsmessig metode. Metoden utgjør også en foretrukket informasjonsflyt til selskapets ledelse, og de kan på basis av denne informasjonen ha et grunnlag for å ta beslutninger av taktisk og strategisk art¹⁰³.

Ved verdsettelse av bank vil for eksempel det å se på endringer fra periode til periode når det gjelder netto renteinntekt være av stor interesse. Når det gjelder nøkkeltallanalyser vil nøkkeltall som tap på utlån, utlånsvekst, kapitaldekningsgrad, kjernekapitaldekningsgrad, etc. være av stor interesse. Denne delen av oppgaven har vi valgt å strukturere etter Knivsflås modell (ROS 330, 2004).



Figur 7: Forholdstallsanalyse prosessen

Et forholdstall er forholdet mellom to måleenheter. Hensikten med en slik analyse er, for det første, å måle fremgangen til den utvalgte bedriften. Den grafiske fremstillingen som blir outputen skal gi et bilde om bedriftens utvikling. Men for å få et mer helhetlig bilde er det også nødvendig å benchmarke. Det å sammenligne seg mot sine nærmeste sammenlignbare konkurrenter, kan være svært avslørende for den virkelige utviklingen i bedriften¹⁰⁴.

¹⁰³ Kinserdal, 1999

¹⁰⁴ Fitzgerald, 2002

6.6.2. Komplikasjoner for sammenligning - IFRS

Det som kan komplisere sammenligningsgrunnlaget mellom årene er bruken av forskjellige regnskapsprinsipper. Fra 2002 til 2006 ble Norsk god regnskapsskikk (NGAAP) benyttet for alle selskapsregnskapene, hvor det løpende har blitt implementert internasjonale regnskapsstandarder (IAS). Dette gjør at tallene kan bli noe misvisende ved sammenligning fra år til år. Men mellom bankene, de respektive årene, skal det ikke være noe i veien for gode sammenligningsmuligheter ettersom det benyttes samme regnskapsprinsipper de inneværende årene. Morbankene fikk først adgang til å bruke IFRS i 2007, mens selve konsernet kunne benytte dette fra 2005. Dette medførte en forandring i blant annet egenkapitalen. Diverse valgmuligheter og bruk av skjønn skaper rom for store variasjoner på bunnlinjen for banker som tidligere fremsto som forholdsvis like. Egge (2009) sier at det er enkelte korreksjonsfaktorer som det bør tas hensyn til:

1. Markedsverdi på gjeld: går ut på om bankene verdsetter utlån og gjeld etter "Fair Value Option", FVO. Undersøkelser viser at blant banker som benytter markedsverdi på hele eller deler av gjelden, vil verdiendringer inntektsføres i resultatregnskapet, når lange renter stiger eller at kredittmarginene øker. Bankene i vårt utvalg benytter ikke FVO, utenom Sparebanken Vest som følger en fast rentesats. Effekten dette har på Sparebanken Vest er vanskelig for oss fra utsiden å estimere, slik at dette ikke vil bli tatt hensyn til.
2. Holdt til forfall: hele eller deler av omløpsporteføljen er endret til "holdt til forfall". Dette vil gi en begrenset mulighet til umiddelbart å nedskrive finansielle instrumenter. Men dette gjelder mest kvartalsvise forskjeller, slik at dette ikke vil påvirke vår oppgave nevneverdig.
3. Eierskap i Glitnir Bank ASA: store inntektsføringer som følge av en merverdi i forhold til kostpris på 2077 MNOK. Her eier SMN 25 %, SNN og SR-Bank 20 %, og effekten i MNOK blir på 519 for SMN, og 415 for SNN og SR-Bank. Dermed blir sammenligningsgrunnlaget med Sparebanken Vest noe diffust.
4. Andel av tap: tapene, hovedsakelig, i Livselskapet i Sparebank 1 Gruppen føres som tap i de respektive eierbankene. Det vil si 135 MNOK i tap for de største eierne.

Som argumentert ovenfor er problemstillingene under punkt 3 og 4 ikke relevant for analysen av morbanken, etter innføringen av IFRS, siden disse kun blir bokført i konsernregnskapet.

Dermed faller disse korreksjonshensynene bort ved sammenligningsgrunnlaget for vårt utvalg i fra 2005 og utover, noe som vil styrke vår mulighet for å sammenligne.

6.6.3. Analyse av likviditet

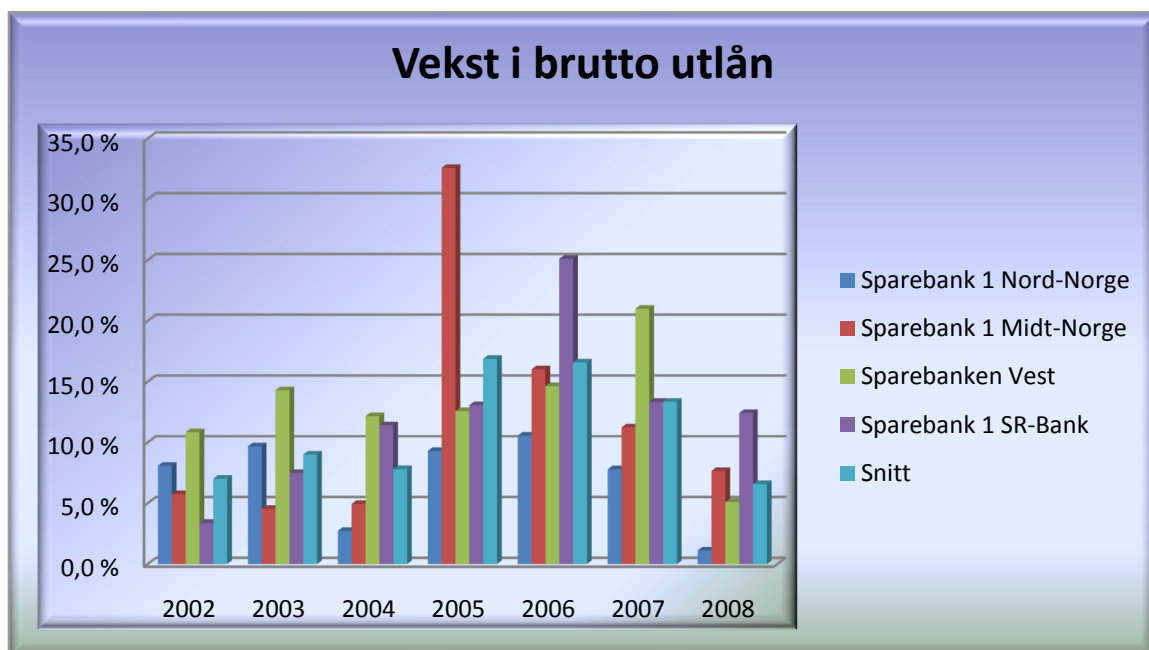
Det er essensielt for en bedrift å ha tilstrekkelig med penger tilgjengelig for å kunne betale sine forpliktelser ved forfall. Likviditet omhandler dermed kort sagt bedriftens betalingssituasjon¹⁰⁵. For en finansiell institusjon som en bank, hvor omløpet av kapital er høyt gjennom innskudd og utlån til og fra kunder er det essensielt å ha likvider tilgjengelig. I henhold til lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 2-17 skal en bank til enhver tid ha tilstrekkelige likvider til at den kan dekke sine forpliktelser ved forfall. Dersom Kredittilsynet ikke er fornøyd med likviditetsrisikoen til banken kan de gi banken restriksjoner i adgangen til å gi nye lån eller kreditter, eller så kan de kreve at andre tiltak blir satt i verk for å rette på forholdet. Vi har under finanskrisen sett at bankene har økt innskuddsrenten for å få billigere funding enn det som ellers er mulig i markedet. Et eksempel er Kaupthing Bank som like før konkursen gikk ut i markedet med en rente som kan klassifiseres som en ”konkursrente”. Dette kan anses som et desperat siste forsøk på å få inn nok likvider til å drive videre.

Jo høyere innskuddsdekning banken har, desto mindre sårbar blir de for skift i pengemarkedsrenten, og tørke i kredittmarkedet på kort sikt. Norges Bank benytter i sine rapporter en spesifikk indikator for måling av likviditetsrisiko, likviditetsindikator 1. Denne måler bankens stabile finansiering, gjennom både kundeinnskudd, egenkapital og obligasjoner. Så lenge banken ikke opplever en ”bank run”, hvor tilliten i markedet er borte, og ”alle” skal ha ut pengene sine, regnes denne som stabil. En annen ting som kan skje er at bankenes tillit seg i mellom kan bli så svekket at ingen vil bære risikoen med å låne ut seg i mellom. Dette vil være en medvirkende faktor til en lavere utlånsvekst, og vi kan dermed få en ond spiral i økonomien som vil ramme stort sett alle. Dette understreker viktigheten av god likviditet i banknæringen, og økonomien som helhet.

¹⁰⁵ Kristoffersen, 2005

6.6.3.1 Vekst i brutto utlån

Bankene i Norge har vokst kraftig de siste årene med sterk utlånsvekst og god tilgang på finansiering. Hvordan denne veksten er finansiert er en viktig faktor for å beregne hvor god likviditeten til selskapet er. Samtidig er markedsfinansiering blitt en viktigere finansieringskilde for norske banker, ettersom veksten i utlånene i mange år har vært høyere enn økningen i innskuddene. Markedsfinansiering gjør bankene utsatt for uro i penge- og kredittmarkedene. Banker som har basert mye av virksomheten på kortsiktig finansiering, kan få problemer med å fornye lånene. Det gjelder særlig banker som har store utlån til tapsutsatte næringer. Vi skal nå presentere utlånsveksten i utvalget vårt.



Figur 8: Vekst i brutto utlån

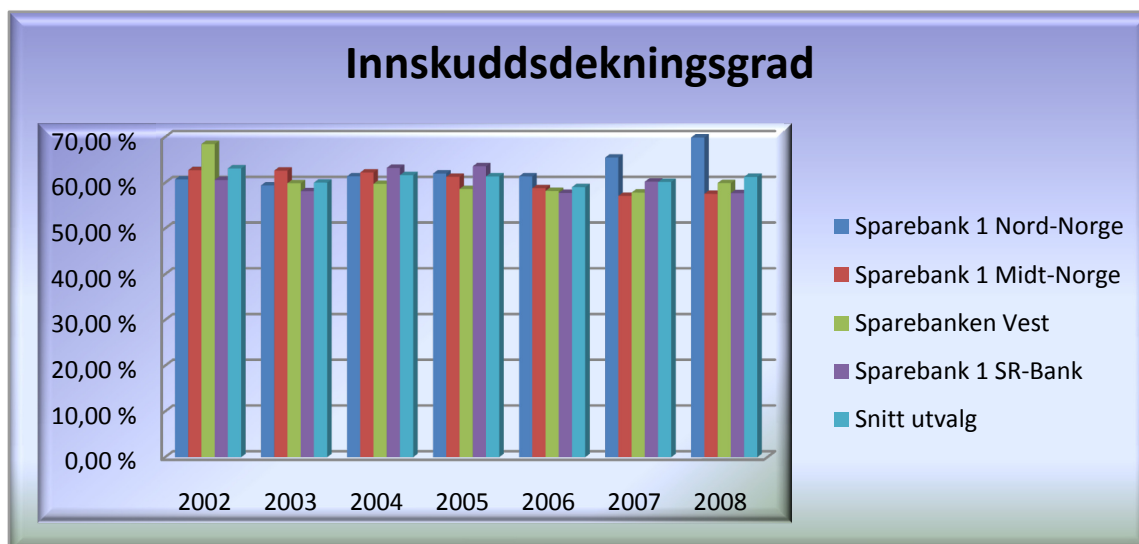
Som vi ser har Sparebank 1 Nord-Norge siden 2004 hatt en markant lavere vekst enn de andre sparebankene i utvalget.

6.6.3.2. Innskuddsdekningsgrad

Ved å se på innskuddsdekningsgraden får vi en pekepinne på hvordan veksten i bankenes brutto utlån er finansiert. Implisitt vil det si at alt som ikke er finansiert gjennom innskudd må hentes i pengemarkedet. Dette gjør banken utsatt for markedsmessige uroligheter. Dermed er det interessant å se på innskuddsdekningsgraden over 7-årsperioden for å se på likviditetsutviklingen til Sparebank 1 Nord-Norge, kontra bransjen. Vi har tatt utgangspunkt i

informasjon fra de spesifikke sparebankenes årsregnskap. Innskuddsdekningsgraden er funnet med følgende formel:

$$\text{Innskuddsdekningsgrad i prosent: } \frac{\text{Innskudd fra kunder}}{\text{Brutto utlån}}$$



Figur 9: Innskuddsdekningsgrad

Fra figuren ovenfor ser vi at Sparebank 1 Nord-Norge har hatt en stabil innskuddsdekningsgrad, med en markant økning fra 2006 til 2008. I en tid hvor alternative spareformer som fond og aksjer har vært i fokus, gjennom store avkastningsmuligheter, har Sparebank 1 Nord-Norge likevel holdt sin innskuddsdekningsgrad stabil. Det er interessant å se at Sparebank 1 Nord-Norge er best i klassen på dette området i 2006, 2007 og 2008. Dette medfører at den likvide situasjonen i banken ser tilfredsstillende ut i forhold til andre banker. Fordelen med å ha en stor likvidbase, gjør at behovet for kapital fra andre instanser blir mindre. Dette er et felt som det er viktig å jobbe videre med, spesielt med dagens markedssituasjon i lånemarkedet. På denne måten kan bedriften opprettholde en stabil rentemargin, gjennom å unngå unormalt store fundingkostnader. Men på den annen side kan en høy innskuddsdekningsgrad ha en negativ konsekvens, gjennom at for mye sparing ikke er samfunnsøkonomisk optimalt. Verdiskapningen i samfunnet er avhengig av et relativt høyt konsum blant forbrukerne, noe som ikke er tilfellet når det spares for mye.

Banker, husholdninger og enkelte foretak har lånt mye de senere årene. En brå nedbelåning vil på sikt gi en kraftig økning i husholdningenes sparing, noe som vil dempe den økonomiske aktiviteten. Fallende boligpriser og lavere forventninger til den økonomiske utviklingen øker

husholdningenes behov for å bygge opp finansielle buffere og redusere gjeld. Det er stor usikkerhet omkring utviklingen i boligprisene. Et sterkt prisfall kan skape en negativ spiral med økte utlånstap og nye innstramminger i bankenes kredittpraksis¹⁰⁶.

6.6.3.3 Likviditetsindikator 1

Når vi binder den store veksten i brutto utlån opp mot innskuddsdekningsgraden, må innskuddsveksten ha vært noenlunde sammenfallende med veksten i brutto utlån, og stigende i forhold til 2007. Dette er en fornuftig finansiering av veksten. Innskuddsdekningsgraden sier som sagt noe om fundingmulighetene til bankene, hvor stor andel ”billig” funding de har i sin drift. Men det er også viktig å se på forholdet mellom langsiktig finansiering og lite likvide eiendeler, uttrykt gjennom en likviditetsindikator. Vi kan si at en økning i dette forholdstallet er en indikator på lavere risiko for at banken skal få likviditetsproblemer. Kredittilsynet klassifiserer indikatoren etter følgende skala:

- Høy risiko 87 % eller lavere,
- Betydelig risiko 87,1 % - 97,0 %,
- Moderat risiko 97,1 % - 107,0 %,
- Lav risiko 107,1 % eller høyere.

Innskudd fra publikum, obligasjonslån, ansvarlig lånekapital og egenkapital betraktes som stabil finansiering. Blant lite likvide eiendeler regnes brutto utlån til publikum, øvrige fordringer, eiendeler overtatt ved inndrivelse av fordringer og anleggsmidler¹⁰⁷. Med andre ord vil det si at finansieringen skal være større enn 1 år i prosent av illikvide eiendeler. Vi kommer da frem til følgende formel for likviditetsindikator 1:

$$\frac{\text{Innskudd fra publikum, ansvarlig lånekapital og egenkapital}}{\text{Brutto utlån, øvrige fordringer, overtatte eiendeler og anleggsmidler}} * 100$$

¹⁰⁶ Finansiell rapport 02/08

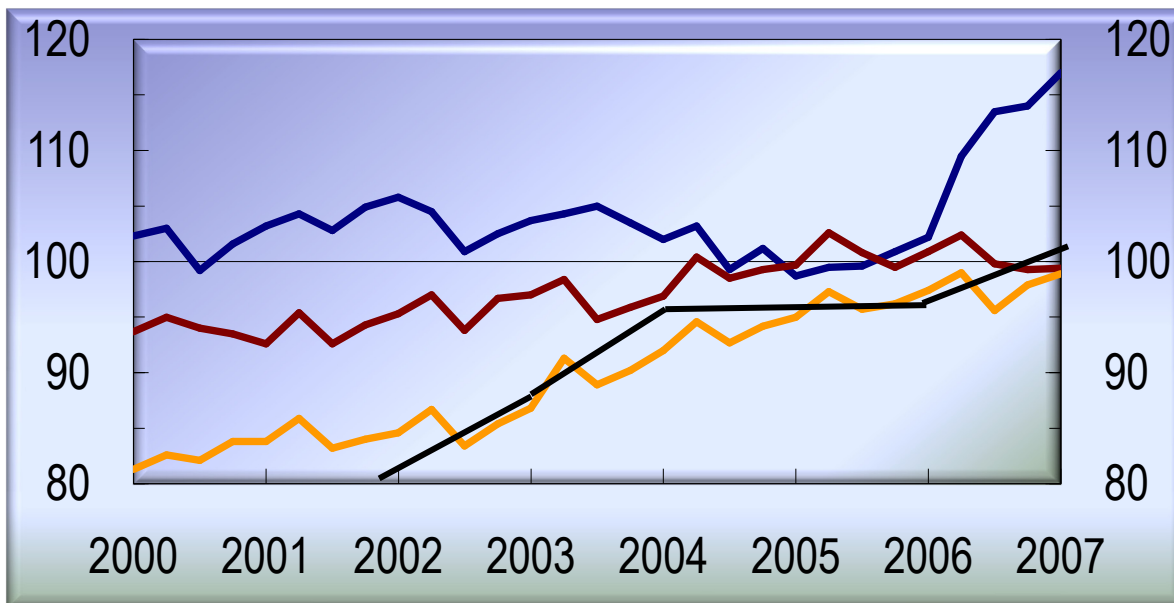
¹⁰⁷ Orkdal Sparebank, 2007

Likviditetsrisikoen reduseres gjennom spredning av innlånene på ulike markeder, innlånskilder, instrumenter og løpetider¹⁰⁸. Så lenge bankens lånekunder ønsker langsiktig finansiering og bankens innskuddskunder i praksis på svært kort varsel kan disponere sine innskudd, har bankene en likviditetsrisiko. Likviditetsindikator 1 blir kommentert opp mot en generell utvikling for mellomstore banker, oppgitt av Norges Bank. Vi har valgt å presentere likviditetsindikatoren inklusive trekkerrettigheter. Trekkerrettigheter er på en måte en likviditetsbuffer, altså en reserve i form av driftskreditt, og dens hensikt er å øke likviditetsstabiliteten. Denne er ment som en løsning på kortsiktige engasjementer som krever likviditet, men vi anser denne som noe bedriften vil ha tilgjengelig i en normal situasjon, og dermed får den en mer langsiktig karakter.



Figur 10: Likviditetsindikator 1

¹⁰⁸ Rygge-Vaaler Sparebank, 2006



Figur 11: Likviditetsindikator 1 for Sparebank 1 Nord-Norge sammenlignet med Dnb Nor, samt små- og mellomstore banker.

- DNB NOR inkludert Nordlandsbanken fra 2005.
- Små banker. Forvaltningskapital < 10 milliarder
- Mellomstore banker. Forvaltningskapital > 10 milliarder
- Sparebank 1 Nord-Norge.

Kilde: Finansiell rapport 02/ 08.

Sparebank 1 Nord-Norge har en forvaltningskapital som er over 10 milliarder, dermed er det naturlig å sammenligne seg med grafen til mellomstore banker. Vi ser av den grafiske fremstillingen at Sparebank 1 Nord-Norge ligger jevnt med benchmarking-gjennomsnittet. Likviditetssituasjonen har bedret seg markant fra 2002 til 2004 for Sparebank 1 Nord-Norge og har til og med 2007 holdt seg relativt stabil. Vi ser at mellomstore banker i gjennomsnitt har hatt samme utvikling, men dog har Sparebank 1 Nord-Norge hatt en bedre utvikling totalt sett i perioden.

Det vil tilsi at bankenes risiko på likviditetssiden har forbedret seg mye de siste 5-6 årene. Sparebank 1 Nord-Norge har gått fra å være klassifisert som høyrisiko i 2002 til å ha en betydelig risiko i 2003, for så å være i skillet mellom betydelig risiko og moderat risiko i 2004-2006. Fra 2007 blir banken klassifisert som en moderat risiko likviditetsmessig. På bakgrunn av datamaterialet presentert ovenfor vil vi si at Sparebank 1 Nord-Norge har en tilfredsstillende utvikling på likviditeten, noe som styrker dem i disse usikre tidene. En faktor som underbygger vår analysekonklusjon er at Sparebank 1 Nord-Norge i 2008 kjøpte Glitnir

Bank ASA sammen med de andre Sparebank 1 bankene uten tilførsel av ny kapital. Dette viser styrken til banken i et vanskelig marked. Dermed slår vi fast at de er en robust og solid bank på likviditetssiden.

6.6.4. Soliditet

Soliditet uttrykker en bedrifts evne til å tåle tap¹⁰⁹. I en ”vanlig” bedrift uttrykkes graden av soliditet vanligvis gjennom egenkapitalprosentens størrelse, men i banksektoren er det andre forhold og krav som gjelder. Dermed er det mest hensiktsmessig å se på kapitaldekningsgraden til bankene.

6.6.4.1 Kapitaldekning

Det europeiske regelverket, Basel II legger store føringer på størrelsen på kapitaldekningsgraden. Den minste aksepterte prosentandelen ligger på 8 %, og banken er i realiteten konkurs hvis prosentsatsen faller under denne¹¹⁰. Det er viktig å bemerke at bare det å oppfylle 8 % kravet ikke er nok fordi det er det overskytende over dette, som er den reelle kapitalen banken skal vokse på. Det vil altså si at denne kapitalen skal representere bankenes ekspansjonsmuligheter, samt deres evne til å bære ikke forventede tap.

Kapitaldekningen finnes fra følgende formel:

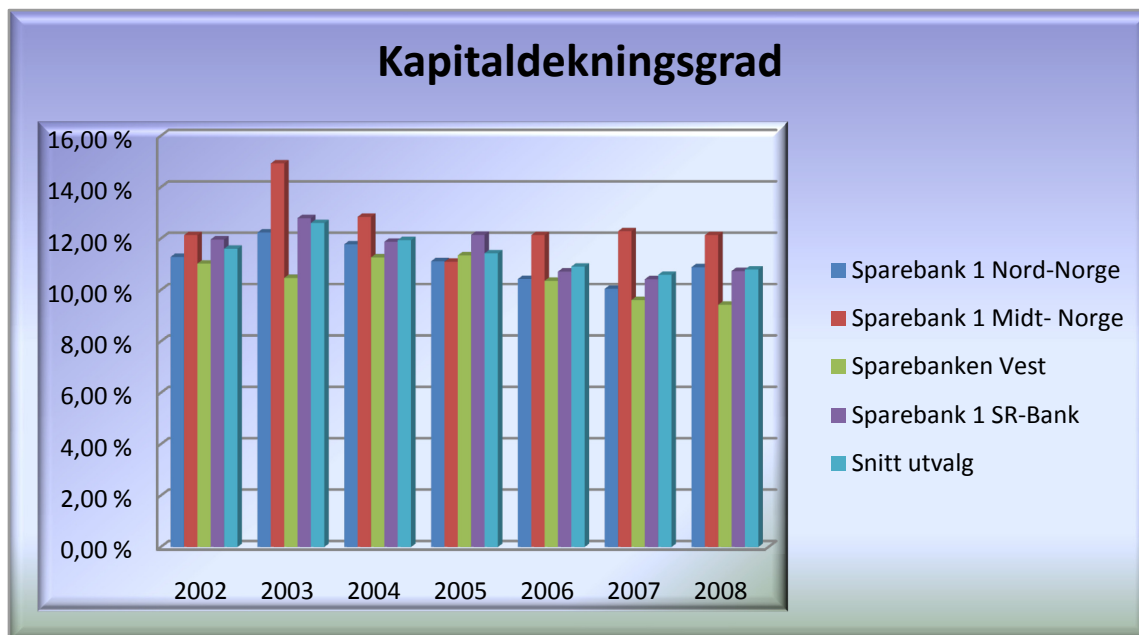
$$\frac{\text{Kjernekapital} + \text{Tilleggskapital}}{\text{Kredittrisiko} + \text{Markedsrisiko} + \text{Operasjonell risiko}}$$

Dette illustrerer at 8 % satsen er en sammenveining mellom total ansvarlig kapital i teller og en risikovektet nevner for ulike utlån og andre aktiva. Risikovektingen i nevneren er fastsatt i forskrift (standardmetoden), men som nevnt tidligere har bankene mulighet til selv å benytte en intern metode (internbasert rating metode) når det gjelder den risikovektede nevneren, grunnet fleksibiliteten som Basel II åpner for. Det er viktig å få frem at det er tilsynsmyndighetene som bestemmer om bankene kan benytte internbasert rating metode. Selv om kapitaldekningsgraden ikke vil være direkte sammenlignbare grunnet internt individuelle metoder, og innrulleringen av Basel II, vil risikoprofilen være rimelig lik for sparebanknæringen. Selv om vi ikke kan stadfeste en konklusjon får vi en viss pekepinne på

¹⁰⁹ Hoff, Voldsund og Hansen, 2007

¹¹⁰ Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner, § 2-9a

hvordan tilstanden i Sparebank 1 Nord-Norge er sett i forhold til, etter vår mening, sammenlignbare sparebanker. Alle ”våre” banker bruker IRB-metoden¹¹¹.



Figur 12: Kapitaldekningsgrad

Vi observerer at Sparebank 1 Nord-Norge ligger under gjennomsnittet i vårt utvalg i samtlige år, utenom i 2008, hvor den ligger så vidt over gjennomsnittet. Vi ser en negativ utvikling med tanke på kapitaldekningsgraden for Sparebank 1 Nord-Norge fra 2003 til 2007. Dette kan henge sammen med den høye utlånsveksten bankene har hatt, samtidig som utbyttene har vært høye. Klare røster i Kredittilsynet og Finansdepartementet ropte varsku i 2007 da kredittveksten hadde nådd nye høyder. Frykten var at bankenes soliditet skulle bli svekket. En tommelfingerregel er at egenkapitalen skal vokse like raskt som utlånene, for at veksten skal være forsvarlig. For eksempel hvis en bank har en kjernekapital på 10 %, og en utlånsvekst på 15 %, så er et grovt estimat at overskuddet overført til egenkapitalen er 1,5 % av gjennomsnittlig forvaltningskapital for å unngå svekkelse av soliditeten¹¹². Det er vanskelig å si hva som er en optimal kapitaldekningsgrad, men det er altså viktig å ha en tilfredsstillende egenkapitalbase og en edruelig vekstrate i utlånsporteføljen.

¹¹¹ Årsrapportene til utvalgsbankene

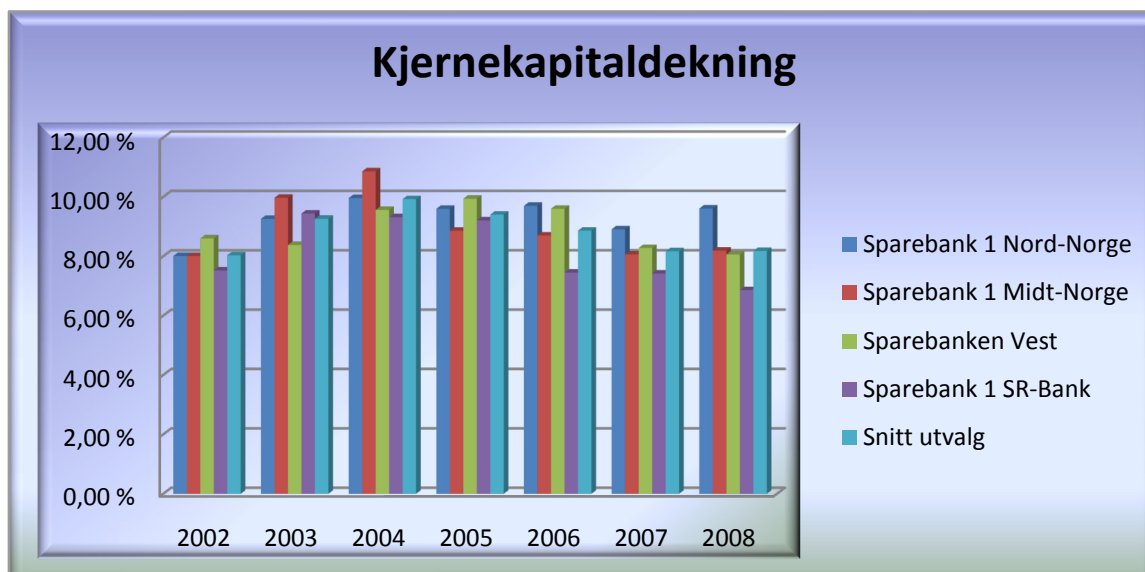
¹¹² Sparebankforeningen, 2001

Banknæringen er blant de mest girede virksomhetene i Norge med en giringsgrad på 20 i gjennomsnitt. Dette er grunnen til at det er en risikovektet nevner i kapitaldekningsgraden. Dette kan anses som et ledd i myndighetenes politikk for å få ned risikoen i bransjen. Når Sparebank 1 Nord-Norge har en synkende kapitaldekningsgrad fra 2003 til 2007 viser dette at fokuset på vekst i brutto utlån har medført høyere risiko, samtidig som den ansvarlige kapitalen ikke har økt i samme takt, gjennom innskutt egenkapital eller ”plowback”. Grunnet markedsutviklingen i 2008 så bankene seg nødt til å stramme inn på kredittpolitikken. ”Bonanza” tidene for utlån var over, og dette er nok deler av grunnen til at kapitaldekningsgraden har steget fra 2007 til 2008. Dette forklares gjennom en minimal vekst i utlån, samtidig som at egenkapitalen har økt, gjennom ”plowback” og en utbytteemisjon (i realiteten omvendt utbytte) som dermed har økt telleren.

6.6.4.2 Kjernekapitaldekning

Forskjellen mellom begrepene kapitaldekningsgrad og kjernekapital, er tilleggskapitalen. Tilleggskapitalen til Sparebank 1 Nord-Norge består i all hovedsak av ansvarlig lånekapital, og dette er en lånekapital som har prioritering etter gjeld, men foran egenkapital¹¹³. For å sikre en fornuftig og kvalitetsmessig riktig størrelse på den ansvarlige kapitalen er det satt en restriksjon på at tilleggskapitalen ikke kan utgjøre mer enn kjernekapitalen. Det er Kredittilsynet som avgjør om du kan legge den ansvarlige lånekapitalen til tilleggskapitalen. Hovedreglen for å få godkjenning for dette er at kjernekapitalen er over 7 %. Den ansvarlige lånekapitalen må betales tilbake ved betalingsforfall, eller ved tilbakekjøpingstidspunktet. Dermed kan vi si at den reelle egenkapitalen til en bank er kjernekapitalen, siden denne kapitalen er den ”rene” egenkapitalen. På bakgrunn av dette blir kjernekapitalen et mer hensiktsmessig forholdstall å se på for en investor, da dette er et bedre uttrykk for den reelle soliditeten.

¹¹³ AF Kommunepartner



Figur 13: Kjernekapitaldekning

Her ligger Sparebank 1 Nord-Norge over gjennomsnittet alle årene. Det vil si at bankens ”rene” egenkapital er god i forhold til utvalget. Blant annet har Sparebank 1 Midt-Norge i større grad benyttet seg av tilleggskapital (ansvarlig lånekapital), siden avviket mellom denne banken og Sparebank 1 Nord-Norge er noe helt annet her enn under kapitaldekningsgraden. Også her ser vi at dekningsgraden øker markant fra 2007 til 2008, noe som fremkommer av samme grunn som beskrevet ovenfor. Norges største sparebank (sett bort fra DnB Nor) Sparebank 1 SR-Bank har en mer kritisk kjernekapitaldekning, den er blant annet under kravet på 7 % som er satt for å få benytte IRB-metoden. Vi kan slå fast at Sparebank 1 Nord-Norge har i mindre grad enn sine største konkurrenter har benyttet seg av tilleggskapital som en del av egenkapitalen. Dette ser vi på den forbedrede situasjonen her i forhold til under kapitaldekningsgraden.

Når det gjelder den internbaserte ratingmetoden er det to forskjellige metoder for å kalkulere det risikovektede beregningsgrunnlaget. Den grunnleggende IRB-metoden er den enkleste. I denne metoden er beregningsgrunnlaget delt inn i 3 deler:

- Sannsynlighet for mislighold
- Tapsgrad gitt mislighold
- Eksponeringsstørrelsen ved mislighold

Alle disse tre faktorene vil påvirke kredittrisikoen, og er sentrale risikoelement i banksektoren. Intensjonen er at banker med høy risiko skal få et høyere beregningsgrunnlag, og banker med lav risiko skal få tilsvarende lavere. Dette skal gi et bedre bilde, gjennom en ”man får som man sår” filosofi, samt at banker med god risikostyring skal kunne få et lavere kapitalkrav. Det risikovektede beregningsgrunnlaget blir lavere enn totalbalansen ettersom blant annet lån til statlige foretak har en lav risikovekting. Sparebank 1 Nord-Norge fikk som 1 av 5 norske banker godkjenning av Kredittilsynet til å benytte interne målemetoder for kredittrisikoen fra 01.01.07¹¹⁴. Dette vil i praksis innebære at nevneren i det lovpålagte minimumskravet blir basert på bankens interne risikovurdering. Nedenfor følger en tabell utarbeidet av Sparebank 1 Gruppen med en generell oversikt:

Tabell 17: Generell oversikt over ulike risikovektingsmetoder

	Dagens regelverk	Standard metoden	Grunnmetode internrating	Avansert internrating
Personmarked				
Boliglån innenfor 60 %	50 %	35 %	10 - 25%	10 - 25 %
Boliglån innenfor 80 %	50 %	35% (?)	15% - 45%	15 % - 45 %
Trekkrettigheter	100 %	75 %	Variasjon	Variasjon
Øvrige personkundelån	100 %	75 %	Variasjon	Variasjon
Misligholdte lån u/tapsavs	100 %	150 %	Variasjon	Variasjon
Bedriftsmarked				
Næringslån < 1 mill. euro	100 %	75 % (?)	Variasjon	Stor variasjon
Lån til kommuner	20 %	20 % (?)	0 - 30 %	0 - 10 %
Borettslag	50 %	100 % (?)	10 - 50 %	10 - 25 %
Næringslån ratede	100 %	20 - 150%	Variasjon	Variasjon
Næringslån ikke ratede	100 %	100 %	Variasjon	Stor variasjon
Misligholdte lån u/tapsavs	100 %	150 %	Stor variasjon	Stor variasjon

Kilde: Martinsen, 2005.

Basel II kan dermed gi norske banker grunnlag for å redusere egenkapitalen, og effekten kan bli høyest for banker med høy personmarkedsandel. Banken kan oppleve en redusert kapitalbinding på 10-20 %, men dette er langt fra sikkert¹¹⁵. Grunnen til at vi tar opp dette er for å understreke at fremstillingen ovenfor ikke gir et fullstendig helhetsbilde. Bankene kan ha forskjellig risiko i driften, noe som kan medføre et skjevt bilde ved sammenligning. Det vil si at for eksempel Sparebanken Møre og Sparebank 1 Nord-Norge kan ha like bra soliditet selv om Sparebanken Møre har bedre dekningsgrad på ”papiret”. Sparebank 1 Nord-Norge,

¹¹⁴ Sparebank 1 Nord-Norge, 2008

¹¹⁵ Martinsen, 2005

Sparebank 1 SR-Bank, Sparebanken Vest og Sparebank Midt-Norge benytter den grunnleggende IRB metoden. Ved å sammenligne kjernekapitaldekningsgraden for disse bankene i 2008 ser vi at Sparebank 1 Nord-Norge har en tilfredsstillende dekningsgrad, selv om det har vært en synkende tendens siden toppåret 2004, men denne trenden har igjen snudd fra 2007 til 2008.

Det er samtidig viktig å nevne at overgangsregler gjør at den fulle effekten av Basel II først vil inntreffe i 2010. Dette kommer av at det foreligger overgangsordninger for bankene som benytter internmetoden i årene 2007-2009, og kravene for året 2007 var at den ansvarlige kapitalen skulle utgjøre minst 95 prosent av hva som ville vært kravet dersom Basel I ble benyttet. Når det gjelder årene 2008 og 2009 er kravet henholdsvis 90 og 80 prosent. Det er kun banker som benytter internmetoden som blir rammet av dette, slik at banker som velger å benytte standardmetoden kunne ta ut hele effekten i 2007¹¹⁶. Grunnen til at det har blitt etablert en overgangsordning, mener vi, er at bankene skal holde en edruelig vekstrate og unngå fristelsen for å benytte den ”frigjorte” kapitalen til utlånsvekst, i tillegg til å unngå at bankene skal redusere den ansvarlige kapitalen drastisk gjennom for eksempel utbytteutdeling.

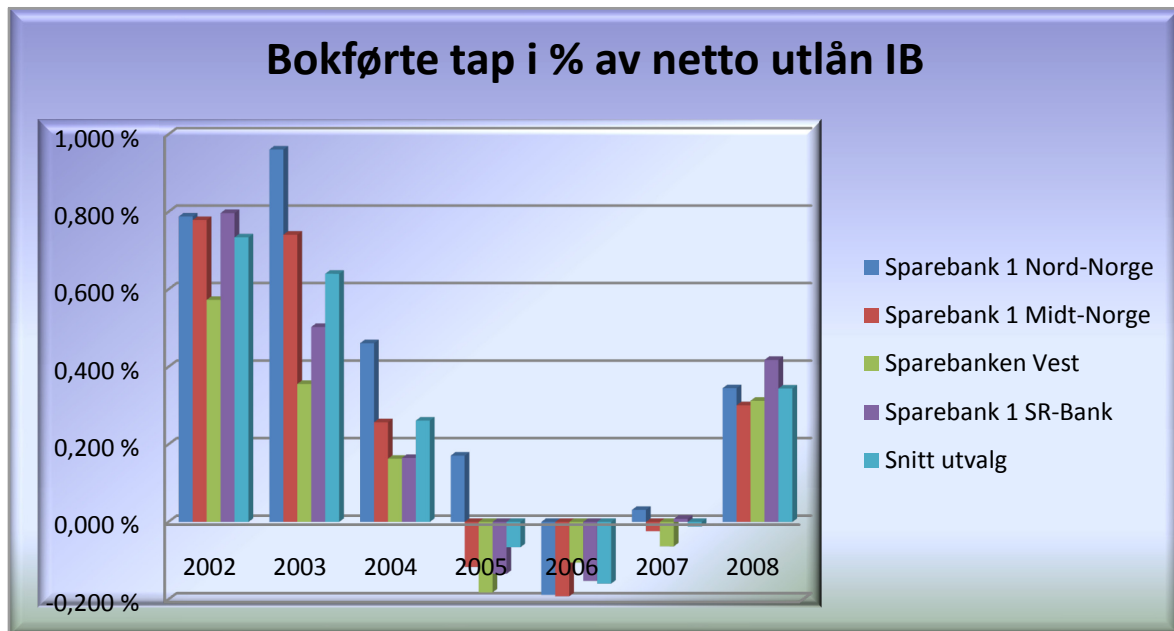
En stor del av bankens kostnader fra driften kommer naturlig nok fra funding. Hvor gode betingelser en bank får i markedet avhenger mye av ratinger bankene har fra blant annet Standard & Poor og Fitch Ratings. En kritisk faktor for å score bra er at banken er solid og robust, noe som gjenspeiles i betydelig grad av bankens soliditet og likviditet.

6.6.4.3. Kredittkvalitet

Det å sikre seg at utlånsporteføljen har en tilfredsstillende kredittkvalitet er avgjørende for at en bank skal drive lønnsomt på lang sikt. Ved lav kredittkvalitet vil kredittrisikoen være betydelig, og det vil med andre ord være stor sannsynlighet for at kunder mangler evne eller vilje til å oppfylle sine forpliktelser. Når man skal vurdere kredittkvaliteten til en bank er det spesielt posten tap på utlån som er interessant. Ved å se på utviklingen i tap på utlån de siste 7 årene kan man få en pekepinne på kredittkvaliteten til Sparebank 1 Nord-Norges utlånsportefølje. For å vurdere størrelsen på tap på utlån har vi valgt å definere netto tap på utlån i % av netto utlån IB selv om bankene selv benytter nøkkeltallet tap på utlån i % av

¹¹⁶ Finansiell rapport 02/06

brutto utlån. Dette er i tråd med hva Hoff (1997) anbefaler. Argumentasjonen for å benytte netto utlån IB i nevner er at banker sjeldent har tap som er et resultat fra utlån gitt innenfor året. Videre argumenteres det for at man unngår at en sterk vekst vanner ut tapsnivået.



Figur 14: Bokførte tap i % av netto utlån IB

Som vi ser av diagrammet ovenfor ligger Sparebank 1 Nord-Norge over snittet til vårt utvalg i alle årene, foruten om 2006. Man kan dermed stille spørsmålstegn til risikoen i Sparebank 1 Nord-Norges utlånsportefølje i forhold til utvalget. Er utlånsporteføljen for lite diversifisert? Er de for lite restriktiv i utlånspolitikken? Det er betenkelig når Sparebank 1 Nord-Norge noen år har en så høy tapsprosent i forhold til utvalget (2003-2005), men vi ser tendensen til en utjevning mot utvalget, noe som er positivt. I 2003, 2004, 2005 og 2007 var sparebanken dårligst i klassen, men det skal nevnes at 2005 og 2007 var noe unormale år tapsmessig. Som vi også ser av diagrammet har årene fra 2005 til og med 2007 vært noen meget gode år for norske sparebanker, og dette er et direkte resultat av høykonjunkturen vi har vært inne i. Dette i kombinasjon med økt utlån til privatmarkedet som anses for å være mindre risikofylt enn utlån til bedriftsmarkedet. Men disse siste årene vil med stor sannsynlighet ikke være representative for de kommende årene. Kredittratingbyrået Moody's mener norske banker har negative utsikter i vente, grunnet fundamentale kredittforhold i bransjen. Byrået advarer dermed mot at en svekket økonomisk vekst kan tynge bankenes kredittkvalitet og

lønnsomhet¹¹⁷. Dette er en konsekvens av den negative spiralen finanskrisen bringer med seg. Det er viktig å understreke at norske banker har begrenset eksponering mot det amerikanske sub-prime markedet og strukturerte finansielle produkter, enn banker i mange andre land. Slik at dette kan sette en demper på svekkelsen av kredittkvaliteten. Men samtidig lever vi ikke i et beskyttet område, vi som nasjon blir påvirket av økonomiske forhold i verden.

Den store utlånsveksten som har vært i banksektoren de siste årene, kan ha medført at kredittkvaliteten har blitt svekket. Gode lån for noen år siden, er ikke nødvendigvis av like god kvalitet nå. Vi ser eksempler på at prosjekter som ville fått lån for et par år tilbake, nå får avslag over hele linjen grunnet den økte usikkerheten. Dette skaper utfordringer for banksektoren, og dette er nok en av grunnene til at bankene nå satser på å forbedre eksisterende kundeforhold i stedet for å fokusere på nye låneforhold. De siste årene har også vært karakterisert av sterk konkurranse i utlånsmarkedet, slik at kundene har hatt større forhandlingsmakt. Med dagens utvikling i markedet er kanskje tiden inne for å justere opp rentemarginene noe, ettersom denne også skal gjenspeile forventede tap (som er stigende), samt gi grunnlag for avkastning på egenkapitalen, siden dette er hoveddriftsaktiviteten til bankene¹¹⁸.



Figur 15: Kredittkvalitet og krav til egenkapitalen.

Kilde: First Security, 2007.

¹¹⁷ Dagens Næringsliv, 2008

¹¹⁸ Finansiell rapport 02/08

Denne figuren illustrerer på en god måte effekten av Basel II. Med de gamle kapitaldekningsreglene må banken sette av/tilføre egenkapitalen 8 % av utlånet, jfr. Kapitaldekningskravet på 8 %, uavhengig av risikoklasse på utlånet. Nå ser vi at hvis for eksempel Sparebank 1 Nord-Norge låner ut til Statnett (AAA) så holder det å avsette 1 %, mens hvis lånetakeren er et høyrisikoprojekt med rating CCC så må det avsettes rundt 19 %. Dette vil altså tilsvare 19 ganger så mye avsetning på høyrisikoprojekt versus Statnett. Egenkapitalen skal forrentes, dermed vil konsekvensen av dette bli at lånemarginen til høyrisikoprojektet blir stor. På denne måten får man et mer informativt prisrisikobilde på utlånene.

Når man skal foreta en verdsettelse av finansinstitusjoner er det avgjørende at man har en god forståelse av kredittrisikoen i utlånsporteføljen. Ved å se i årsrapportene til bankene ser man at det foreligger utvidet informasjon angående hvordan utlånsporteføljen er satt sammen. I tillegg til at fordelingen av utlånene mellom de ulike risikoklassene fremkommer. Empirisk har det vist seg at denne fordelingen av utlånene har vært relativt stabil, noe som kan tyde på at risikoinndelingen er for lite nyansert. Dersom bankene hadde benyttet flere risikoklasser i sin regnskapsrapportering kunne man fått et mer presist bilde av utviklingen i kredittrisikoen i utlånsporteføljen¹¹⁹. Selv om Norske Finansanalytikers Forbund ytrer et ønske om en mer presis inndeling føler vi at dette ligger noe utenfor oppgavens omfang. Vi stiller spørsmålsteget til hvordan vi som studenter skal greie å få den innsikten som trengs for å forme en annen risikoklassifisering når vi har så begrenset med tid og uten erfaring fra dette feltet.

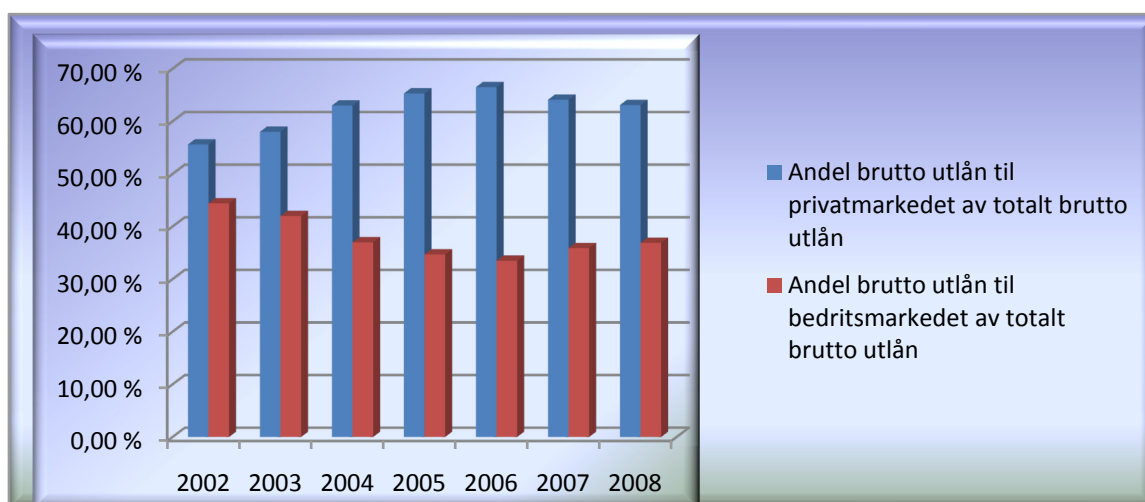
6.6.4.3.1. Tap på utlån

Bankene har havnet i en slags dobbeltrolle gjennom at de ønsker å redusere utlånene for å minimere blant annet tap på utlån og for å styrke egenkapitalen. Men samtidig er økonomien avhengig av at bankene er villige til å låne ut penger for at verdiskapningen i samfunnet skal ha en mulighet for å fortsette. Dette illustrerer godt poenget med at bankene har et stort ansvar i samfunnet. Sentralbanksjefen tror at bankene må tåle økte tap på utlån i tiden framover, men han påpeker også at det er naturlig at bankene gjør sitt for å begrense sine tap¹²⁰. Faren med å

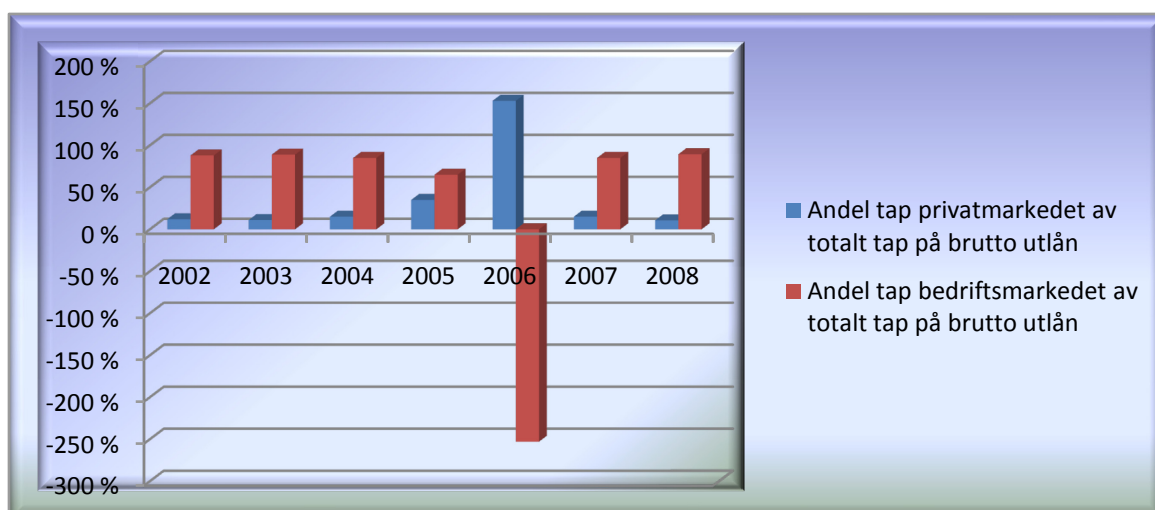
¹¹⁹ Norske finansanalytikers forbund, 2003

¹²⁰ Dagsavisen, 2008

redusere lånevirkosmheten er at det kan føre til et kraftig fall i boligprisene og dermed svekke husholdningenes sikkerhet for lån. Dette vil igjen kunne øke bankens tap på utlån, som naturlig nok vil tære på resultatet og på egenkapitalen. Så på en måte blir det å snevre inn pengesekken det samme som å møte seg selv i døra. Dette er en kinkig situasjon siden bankene på den ene siden ønsker å redusere tap på utlån gjennom å redusere utlånene, samtidig som de må ta høyde for at det å bevare en fornuftig utlånspolitikk er en absolutt nødvendighet for økonomiens ”ve og vell”. Vi skal nå presentere en oversikt over hvordan utlånene i Sparebank 1 Nord-Norge er fordelt mellom henholdsvis personmarkedet og bedriftsmarkedet, og deres respektive tap:



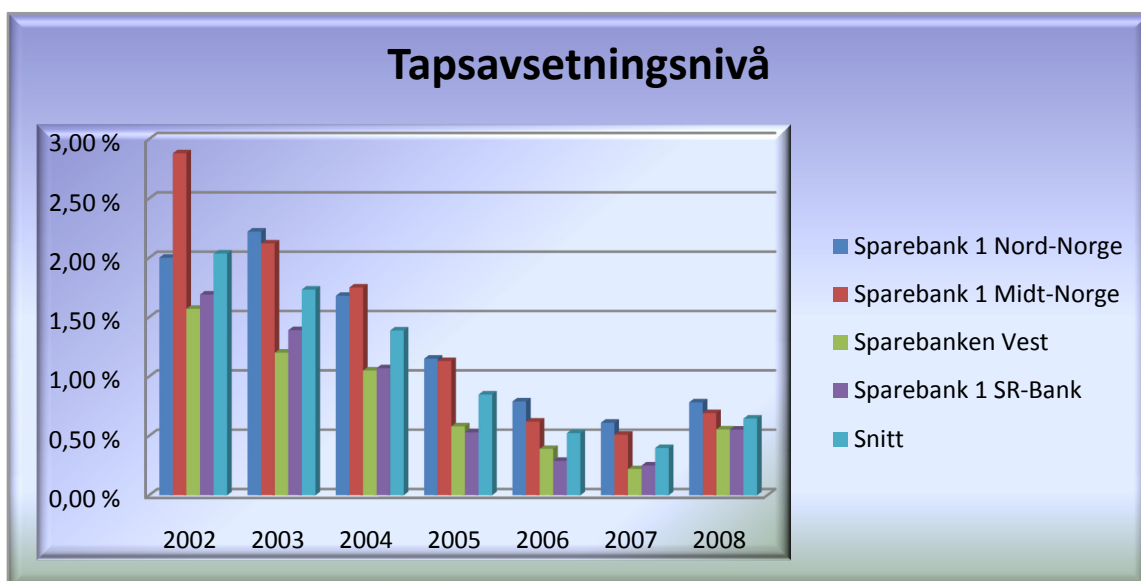
Figur 16: Fordeling brutto utlån på privat og bedriftsmarkedet



Figur 17: Fordelingen av totaltapet på brutto utlån på privat- og bedriftsmarkedet

Som nevnt tidligere er det knyttet lavere risiko til privatmarkedet enn det er til bedriftsmarkedet. Sparebank 1 Nord-Norge har hatt fokus på kredittrisikoen, for å gjøre denne lavest mulig, noe som har resultert i en større økning i brutto utlån til privatmarkedet i forhold til bedriftsmarkedet. Som vi ser av diagrammet ovenfor har hovedandelen av tapsposten på brutto utlån vært knyttet til bedriftsmarkedet, for utenom i 2006 hvor situasjonen faktisk var motsatt, da bidro bedriftsmarkedet til et ”positivt tap”. Dette kom med stor sannsynlighet som et resultat av at 2006 var et veldig bra år for næringslivet, og bedriftene fikk inn midler til å dekke inn tidligere års mislighold. Andelen tap i privatmarkedet i 2006 er litt misvisende i forhold til å sammenlikne med de andre årene på grunn av at det totale tapet var positivt dette året. Analytiker i First Security, Nils Christian Øyen, sier at det ikke er overraskende at tapene har økt i sparebanksektoren, ettersom de hovedsakelig er eksponert mot små og mellomstore bedrifter. Han tror at tapene i sparebanksektoren vil øke framover¹²¹. Videre utreder han at noen sparebanker har gått inn i lokale bedrifter med store aksjeposisjoner, noe vi ser Sparebank 1 Nord-Norge har gjort med Hurtigruten ASA.

6.6.4.3.2. Tapsavsetningsnivå



Figur 18: Tapsavsetningsnivå

Tapsavsetningsnivået finnes med følgende formel:

¹²¹ Dagens Næringsliv, 2009

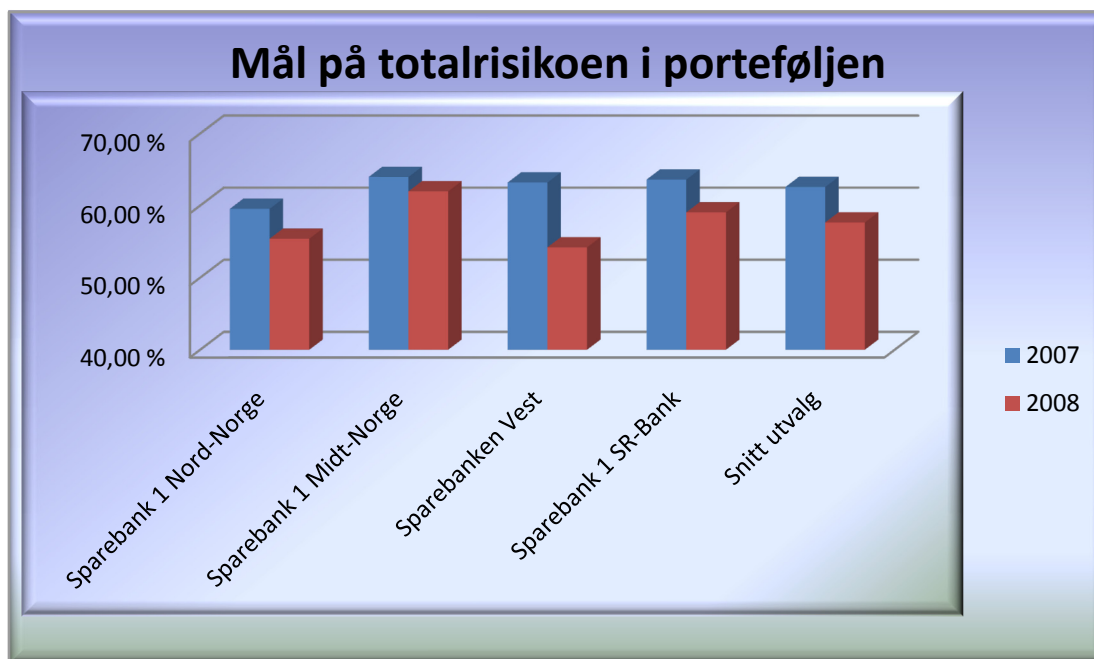
Tapsavsetningsnivå = Akkumulerte spesifiserte og uspesifiserte tapsavsetninger

Brutto utlån til kunder UB

Vi nevnte tidligere at noe av grunnen til at Sparebank 1 Nord-Norge har høyere tap på sine netto utlån kommer av høyere risiko i utlånsporteføljen. Hvis vi ser bort fra 2002, ligger Sparebank 1 Nord-Norge over snittet i utvalget hvert år. Dette anser vi som en indikator på noe høyere risiko i utlånsporteføljen. Det kan være geografiske markedsforskjeller som er en bidragende årsak. For eksempel er det nærliggende å tro at Sparebank 1 Nord-Norge er mer eksponert mot for eksempel fiskerinæringen, og mindre mot olje- og gassvirksomhet enn banker lenger sør i landet. Men en annen grunn til større tapsavsetning kan være at Sparebank 1 Nord-Norge er litt mer "forsiktig" når det gjelder det regnskapsmessige skjønnet i forbindelse med avsetninger til tap. På denne måten vil Sparebank 1 Nord-Norge kunne bygge seg opp bufferkapital som kan være god å ha i nedgangstider.

6.6.4.3.3. Total utlånsrisiko

Som nevnt ovenfor har bankene etter innføringen av Basel II adgang til å vekte balansen med ulike risikovekter på ulike eiendeler/aktiva. Dermed vil de sitte igjen med en risikovektet balanse som gir et uttrykk for deres totalrisiko. Men det skal nevnes at alle "våre" banker benytter IRB slik at subjektive vurderinger vil kunne påvirke totalrisikoen, selv om godkjenningen fra Finansdepartementet gjør validiteten noe bedre. Grunnet at Basel II først ble innført 01.01.2007 er vi her nødt til kun å se på 2007 og 2008 for de respektive bankene. Vi har her beregnet totalrisikoen ved å finne den risikovektede balansen, for så å dividere denne på forvaltningskapitalen. Dette gir følgende resultater:



Figur 19: Mål på totalrisikoen i porteføljen

Som sagt ovenfor er fokuset her på totalrisikoen. Vi har tidligere i oppgaven argumentert for at Sparebank 1 Nord-Norge muligens har høyere kredittrisiko enn resten av utvalget, mens i dette tilfellet er også markedsrisiko og operasjonell risiko tatt med i bildet. Resultatene i diagrammet ovenfor kan tyde på at Sparebank 1 Nord-Norge isolert sett har relativt lav operasjonell- og markedsrisiko, i forhold til utvalget, sett i perspektiv med at kredittrisikoen ser ut til å være høyere. Vi ser også at totalrisikoen i porteføljen har blitt redusert fra år 2007 til 2008 for samtlige av sparebankene. For en gjennomgang av de ulike risikoområdene henviser vi til kapittel 7.2.3.

6.6.4.3.4. Problemlån

Vi har til nå kun sett på de direkte tapene på utlån, og herunder nivåene på tapsavsetningene. I denne delen av regnskapsanalysen er vi ute etter å analysere hvordan sparebankenes kredittkvalitet er. Sparebank 1 Nord-Norge forsøker og predikere hva tapene kommer til å bli i fremtiden ved å ha en egen postering med tapsavsetninger, basert på analyse av utlånsporteføljen. Problemlån omfatter misligholdte og andre ikke-misligholdte lån som banken vurderer som særlige tapsutsatte, spesielt lån i høyrisiko klassen. Det vi ønsker å undersøke her er andel misligholdte og tapsutsatte lån utover tapsavsetningen for å få en pekepinne på hva, som med størst sannsynlighet, kan påføre banken større tap enn forventet. Problemlånene kan ha en direkte effekt på kredittkvaliteten. Omfanget av problemlån er

sterkt konjunkturavhengig og vil normalt øke i nedgangskonjunkturer. Dette ser vi på at andel problemlån var på et historisk lavt nivå i 2006. En analyse utført av Norges Bank viser at forandring i problemlånsandelen de senere år kan tilskrives utviklingen i realrente og arbeidsledighet. Bankenes problemlån er en viktig indikator for finansiell ubalanse i husholdninger og foretak, gjennom at en høy andel problemlån betyr at mange låntakere har problemer med å betjene gjelden sin. Dette vil kunne resultere i økte utlånstap for bankene¹²². Bankenes hovedfokus er, i disse tider, å forsøke å bearbeide eksisterende lånekunder, nettopp for å unngå en økning i andel problemlån. Vi finner andel problemlån med følgende formel:

$$\frac{\text{Misligholdte og tapsutsatte lån} + \text{softlån} + \Delta \text{ overtatte eiendeler}}{\text{Brutto utlån 31.12} + \text{overtatte eiendeler 31.12}}$$

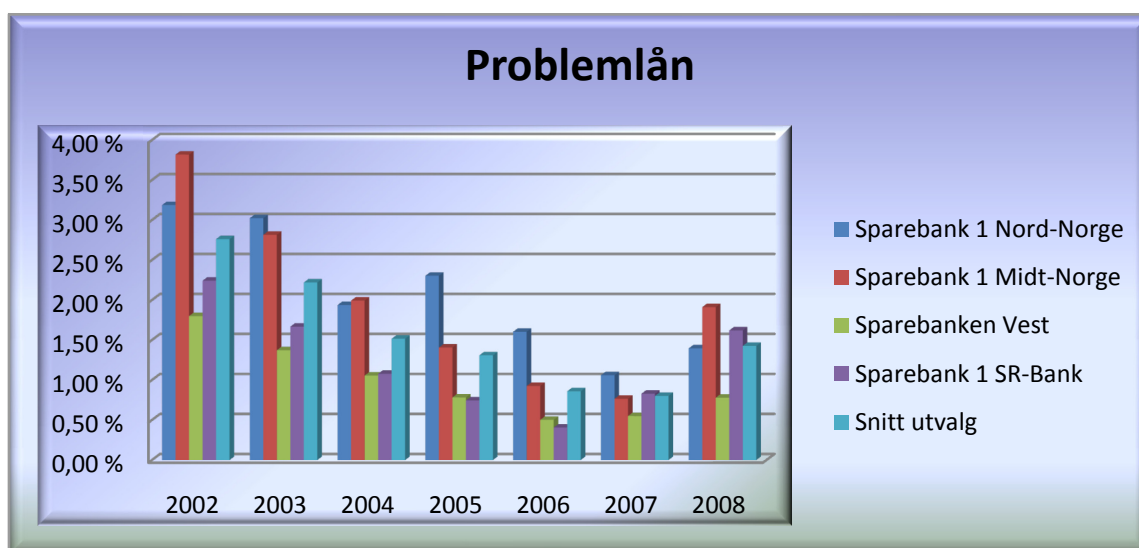
I regnskapene til vårt utvalg finner vi ingen informasjon om softlån. Dette er lån med endringsavtaler. Utlån som gis en lavere rente enn det som svarer til rapportørens prispolitikk fordi låneavtalen som følge av kundens sviktende betalingsevne endres, regnes som misligholdt. Aldersspesifiseringen på utlån med endringsavtale regnes fra det tidspunktet utlånet ble rapportert misligholdt første gang¹²³. Vi antar dermed at eventuelle softlån er medregnet i misligholdsposten i regnskapene, siden ingen andre opplysninger foreligger. En bransjegodtatt definisjon på mislighold er lån som ikke er innbetalt minst 90 dager etter forfall. Mens tapsutsatte lån blir definert som lån med sannsynlig for å medføre banken tap grunnet kundens økonomiske situasjon, opplyser økonomisjef Bjarne Lind.

Anslag for hva bankene forventer å tape på sine problemengasjementer ble i den tidligere tapsforskriften fra 1991 kalt for spesifiserte og uspesifiserte tapsavsetninger. I desember 2004 ble det fastsatt en ny forskrift om regnskapsmessig behandling av utlån og garantier (utlånsforskriften). I den nye forskriften er tapsavsetninger erstattet med begrepene «nedskrivning for verdifall» og «nedskrivning på grupper av utlån». Den nye utlånsforskriften er generelt mer teknisk komplisert enn den opprinnelige tapsforskriften. Det stilles blant annet større krav til dokumentasjon av tapssannsynlighet gjennom objektive indikasjoner på verdifall på utlånene. Overgangen til nye regler vil først og fremst berøre hvordan

¹²² Norges Bank Investment Management

¹²³ Kredittilsynet, 2001

tapsavsetninger, og dermed bokførte tap, føres. Beholdningen av problemlån vil ikke berøres i særlig grad¹²⁴.



Figur 20: Problemlån

Ved å sammenligne dette diagrammet med tapsavsetningsnivået, ser vi at Sparebank 1 Nord-Norge generelt sett har et høyere nivå på mislighold og tapsutsatte lån, sett i forhold til brutto utlån og overtatte eiendeler. Hvis vi ser denne i forhold til tapsavsetningsnivået er ikke dette overraskende, ettersom tapsavsetningsnivået er en prosentsats av andel problemlån. Dette diagrammet illustrerer en dårligere kredittkvalitet for Sparebank 1 Nord-Norge sin utlånsportefølje i alle år utenom 2008, i forhold til utvalget. Vi ser at andel problemlån er synkende fra 2002-2007, og noe stigende igjen i 2008. Den mest nærliggende forklaringen er, som skrevet ovenfor, konjunktoren norsk økonomi har vært inne i. Dette kan igjen være en indikator på en høyere risiko i deres utlånsportefølje som gjør at andel problemlån stiger. Det vil dermed være ekstra interessant å se om netto rentemargin er høyere for Sparebank 1 Nord-Norge; om de får betalt for den ekstra påtatte risikoen. Men sett i forhold til kredittkvaliteten er det positivt at andel problemlån er under snittet på utvalget i 2008. Dette kan henge sammen med at banken i sin årsrapport for 2008 sier at de blant annet har minsket andel

¹²⁴ Norges Bank Investment Management

låneeksponering i fiskeindustrien og oppdrettsnæringen, som anses som en høyrisiko bransje gjennom historisk høye kredittap.

6.6.5. Oppsummering av likviditet og soliditet

Vi ser at Sparebank 1 Nord-Norge fremstår som en robust bank med høy innskuddsdekningsgrad, og en stabil høy likviditetsindikator, selv om indikatoren synker noe fra 2007 til 2008. Banken har enda ikke benyttet seg av myndighetens bankpakke i nevneverdig grad, og vi anser dermed likviditeten til banken som tilfredsstillende.

Når det gjelder soliditeten anser vi også denne som tilfredsstillende, ettersom banken har en bra kapitaldekningsgrad, og en sterk kjernekapitaldekning. Vi ser at banken har en styrket kjernekapitaldekningsgrad, i forhold til kapitaldekningsgraden, sett i kontekst med de andre bankene. Dette vil si at Sparebank 1 Nord-Norge bruker mindre tilleggskapital, og kan dermed ha en større buffer å gå på. Det skal sies at det kan være ”svarte skyer i horisonten” for banksektoren når det gjelder soliditeten, hovedsakelig begrunnet i faren for større utlånstap. Dette er en av årsakene til bankens tilbakeholdenhet på utlånssiden, og en av grunnene til myndighetens grep i markedet med store bankpakker.

6.6.5.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen fungerer i hovedsak som en måte å oppsummere den underliggende soliditeten og likviditeten til et selskap. En vanlig antagelse er at en investor kun er opptatt av den systematiske risikoen i selskapet, og dermed kan en slik rating, basert på bedriftsspesifikke elementer, være av mindre interesse for en veldiversifisert investor. Men det er samtidig viktig å huske på at disse elementene er viktig for om bedriften skal ha mulighet til å dele ut utbytte, i alle fall i en bank som er kraftig regulert på blant annet andel egenkapital. Kredittrisikooanalyser blir dermed brukt av investorene brukt som en pekepinne på om de får de forventede utbetalingene som de er blitt forespeilet på investeringstidspunktet. Vi har for eksempel observert at Aker Solution ble straffet på børsen som en effekt av at ratingen deres ble nedjustert, slik at nivået på rankingen til en bedrift har betydning for den observerte markedsprisen på børsen¹²⁵.

¹²⁵ E24, 2009

Det å gjøre en fullstendig kredittanalyse er både omfattende og tidkrevende, stadfester Pareto analytiker Jørgen Orstein Nilsen¹²⁶. I forhold til oppgavens omfang mener vi det blir for tidkrevende å gå inn å analysere de komplekse kredittrapportene til banken. Vi har tidligere i analysen slått fast at banken har både en god soliditet og likviditet, slik at vi anser nytten av en videre analyse som liten. I og med at anerkjente byråer gjennomfører analyser med jevne mellomrom velger vi derfor, i stedet, å presentere rankingen til Fitch, Moody's og DnB Nor Markets.

Tabell 18: Oversikt rating gitt av ulike byråer

Rankingbyrå	Rating intervall	Sparebank 1 Nord-Norges score
Fitch - Long term rating - Short term rating	AAA- D F1+ - D	A F1
Moody's	Aaa- C	A1 med stabile utsikter
Dnb Nor Markets	AAA- D	A

Vi ser fra tabellen ovenfor at en gjennomgående trend i resonnementet fra analysebyråene vedrørende Sparebank 1 Nord-Norge er at banken har gode rankinger, noe som samstemmer med vår konklusjon ovenfor. Fitch rankingen sier noe om evnen til å dekke henholdsvis langsiktige og kortsiktige forpliktelser, og en ranking på A og F1 er i realiteten likestilte mål rankingmessig. A vil tilsi en høy kredittkvalitet. I Moody's rangeringssystem har banken oppnådd en karakter på A1, noe som havner i klassen "Investment Grade". Dette vil tilsi at banken med stor sannsynlighet vil være i stand til å møte sine forpliktelser, se vedlegg 5 for en oversikt over Moody's rankingskala. DnB Nor Markets sin rankingscore kommer fra selskapets halvårlige utgivelse av "kredittanalyse av norske banker", og her ligger Sparebank 1 Nord-Norge på en solid 7 plass av 130 rangerte banker¹²⁷.

6.6.6. Lønnsomhet

Lønnsomhet er essensielt for at en bedrift skal overleve på sikt. Uten inntekter som overstiger kostnadene er det ikke grunnlag for videre drift. Men det er samtidig viktig at overskuddet er

¹²⁶ Bankenes sikringsfond, 2004

¹²⁷ E24, 2008

tilstrekkelig høyt slik at bedriften blir attraktiv for investorene. Uten en tilfredsstillende lønnsomhet vil ikke nye og gamle aksjonærer være villige til å skyte inn ny kapital¹²⁸. Dette kommer vi nærmere inn på under avkastningskravet. Det finnes mange ulike nøkkeltallsberegninger for lønnsomhet. Vi følger delvis Hoff (1997) sin anbefaling, samtidig som vi selv utvider beregningene. Lønnsomhet kan vurderes ut fra ulike definisjoner på kapital, men det er naturlig for oss å fokusere på egenkapitalen siden dette er innfallsvinkelen vår for verdsettelsen. Konsistens er et viktig begrep innenfor analyse, det vil si at enhver kapitalstørrelse må vurderes opp mot tilhørende inntekt. Eksempelvis måles resultat til egenkapital opp mot egenkapitalen.

Gjesdal og Johnsen (1999) argumenterer for at dagens lønnsomhet vil være en god indikator for fremtidig lønnsomhet, slik at det å måle lønnsomhet vil være svært relevant for predikeringen av fremtiden. Nå må det også nevnes at banker operer i en veldig konjunkturutsatt sektor slik at lønnsomheten vil være noe syklusavhengig. Vi mener at vårt 7 års tilbakeblikk vil gi oss et solid fundament for fremtidspredikering. Verdien på et selskap vil avhenge mye av deres evne til å skape verdier for aksjonærer og andre interessenter, og at disse evnene til verdiskapning også vedvarer inn i fremtiden.

6.6.6.1. Egenkapitalrentabilitet

Rentabilitet er et sentralt begrep når man snakker om lønnsomhet, og det måler avkastningen på kapitalen man har investert. Rentabilitet er noe som har stor relevans når det kommer til både det å ta beslutninger og til kontrollformål¹²⁹. For en investor som er interessert i å investere i et selskap vil den nåværende og fremtidige egenkapitalrentabiliteten være av stor interesse. Egenkapitalrentabiliteten kan sies å være den oppnådde avkastningen på den innskutte egenkapitalen. De fleste investorer har et minstekrav når det gjelder avkastning på deres innskutte egenkapital, uttrykt gjennom deres avkastningskrav. Det å måle egenkapitalrentabiliteten opp mot det fastsatte avkastningskravet vil være en god kontrollindikator på om ledelsen i bedriften forvalter kapitalen tilfredsstillende.

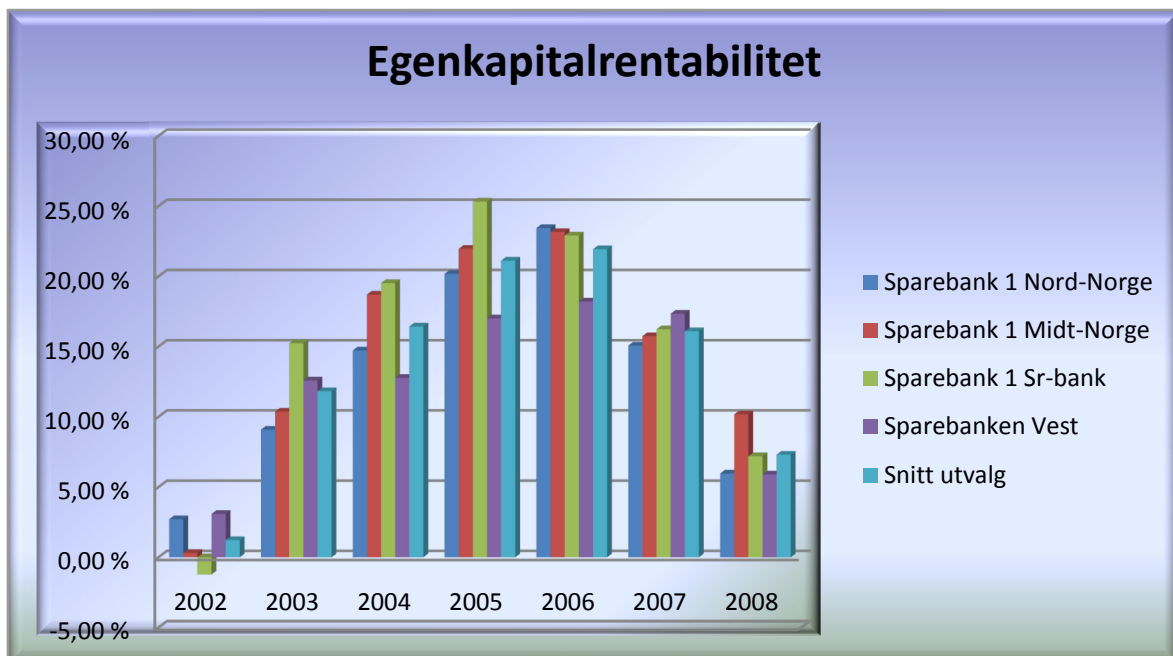
Egenkapitalrentabiliteten finnes ved følgende formel:

¹²⁸ Kristoffersen, 2002

¹²⁹ Gjesdal og Johnsen, 1999

$$R_E = \frac{\text{Årsresultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital} - \text{årsresultat etter skatt}}$$

Grunnen til at vi velger å ha årsresultatet etter skatt som teller, er fordi vi lever i en verden betont med skattesatser. Dette gir dermed et mer reelt bilde på den faktiske avkastningen til investorene. Denne tankegangen legger også føringer på nevnerens innhold. Her har vi valgt å finne gjennomsnittlig egenkapital som et snitt per 01.01 og hver kvartalslutt. Dermed får vi en riktigere framstilling på den kapitalen som har fordret resultatet gjennom året. Samtidig er vi nødt til å trekke ut avsatt utbytte i perioden 2002-2006 fra egenkapitalen for å få sammenlignbare tall. Dette kommer av endring i postering av avsatt utbytte fra 2007 ved innføringen av IFRS.



Figur 21: Egenkapitalrentabilitet

Vi ser en gjennomgående trend hvor Sparebank 1 Nord-Norge ligger ”midt på treet”. Rentabiliteten hadde en stigende trend fra 2002 til 2006, og har siden dette falt betraktelig. Men dette er som nevnt tidligere naturlig, siden bankene er særlig konjunkturutsatt. Vi observerer at rentabiliteten gjennomgående har vært meget bra i perioden 2004-2007 for hele utvalget. Det vi ser er at Sparebank 1 Nord-Norge har en økt rentabilitet sett i forhold til utvalget. Men dette er langt fra et komplett bilde, ettersom avkastningskravet, og dermed verdiskapningen kan gi store variasjoner. Det viktigste er om Sparebank 1 Nord-Norge leverer en rentabilitet over avkastningskravet til aksjonærene, noe vi kommer tilbake til senere.

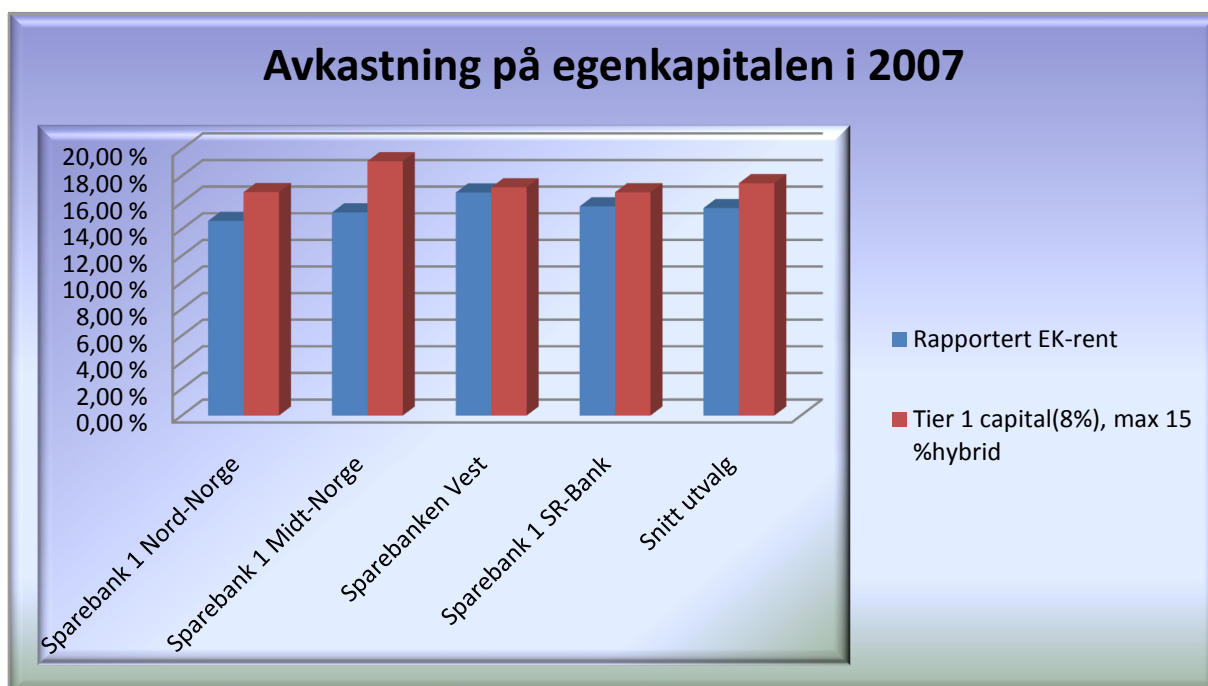
I tradisjonelle bedrifter ville dette vært en tilfredsstillende metode, men vi velger å supplere med å ta med Tier 1 kapitalen (kjernekapitalen) fordi det er essensielt å justere for kapitalstrukturen i bankene. Dette vil gi oss et bilde på avkastningen på den ”rene” egenkapitalen i bankene, fratrukket ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner og tillagt fondsobligasjoner (hybrid kapital). Grunnen til at hybridkapitalen må være med er at også denne kapitalen må forrentes (for eksempel krever danske myndigheter mellom 9-12 % p.a.). Det er fastsatt at hybridkapitalen maksimalt kan utgjøre 15 % av total kjernekapital¹³⁰. Dette vil gjøre egenkapitalrentabiliteten noe høyere for bankene enn den rapporterte. Dette kommer av at posten ”ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner”, som går under kjernekapitalen, trekkes fra. Grunnet dette blir kjernekapitalen mindre enn den bokførte egenkapitalen. Dette kommer av at det er blitt en endring av forskrift 1. juni 1990 nr.435 om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak. Endringen slo inn i 2007 og fastslår en endring i § 7 m) som slår fast følgende poster skal trekkes i fra kjernekapitalen: ”Femti prosent av bokførte verdier av ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner og verdipapirforetak for den del av den ansvarlige kapital i den mottakende finansinstitusjon eller verdipapirforetak som overstiger to prosent. Det skal ikke gjøres fradrag for ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner og verdipapirforetak som ved anvendelsen av kapitaldekningsreglene på konsolidert basis skal konsolideres med rapporterende institusjon. Bestemmelsene i første og annet punktum gjelder ikke for livsforsikring med investeringsvalg uten avkastningsgaranti”¹³¹.

For å beregne kjernekapitalen i Tier 1 capital beregningen har vi brukt IB og UB de respektive årene. Grunnet vanskeligheter med å innhente opplysninger for å beregne Tier 1 Capital har vi kun beregnet dette for 2007 og 2008. Men dette skaper ikke store problemer siden dette er de to mest relevante årene med tanke på innføringen av Basel II i 2007. Beregninger fra de foregående årene kan bli mer misvisende enn opplysende i denne sammenheng.

¹³⁰ Finansnæringens Hovedorganisasjon, 2001

¹³¹ Regjeringen, 2006

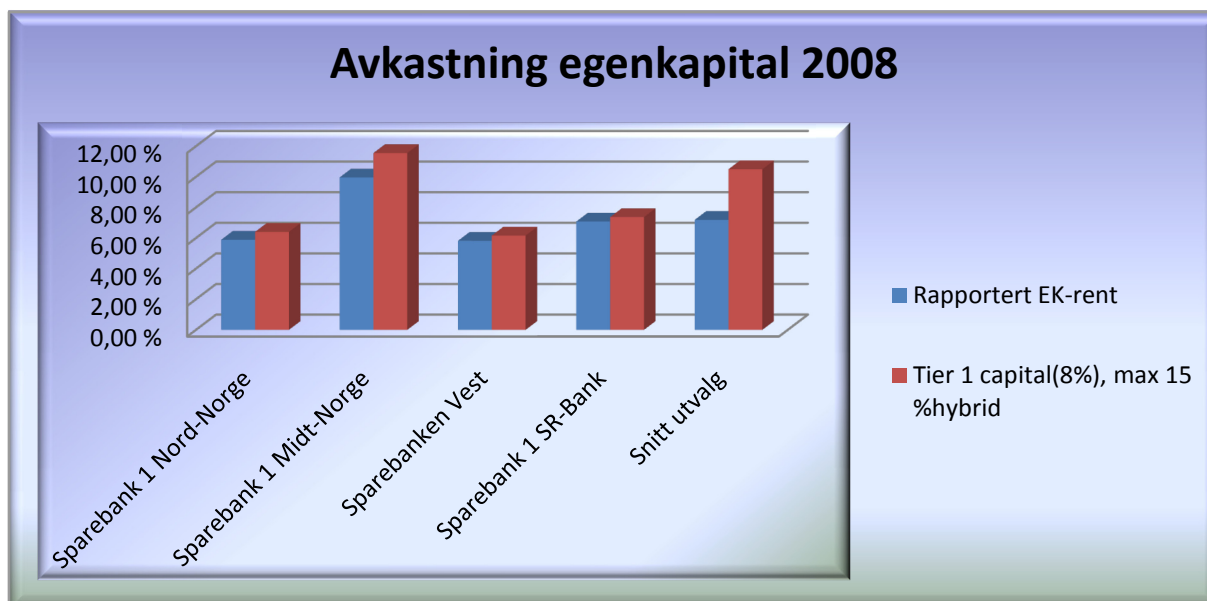
Det vil være interessant å se om kapitalstrukturen i bankene har forandret bilde på avkastningen. Grunnet ”slitasje” på kjernekapitalen, spesielt det siste året gjennom nødvendigheten med å bokføre store tap, har regjeringene i europeiske land åpnet for mer bruk av hybrid kapital for å styrke kjernekapitalen. Svenskene har blant annet økt denne til 30 %, noe som også kan skje i Norge¹³².



Figur 22: Avkastning på egenkapitalen i 2007

Avkastningen på egenkapitalen i 2007 var noe bedre for Tier 1 kapitalen, enn for den rapporterte. Vi ser at Sparebank 1 Nord-Norge ligger mer på høyde med sammenligningsbankene når vi ser på dette måltallet.

¹³² Økonomisk rapport, 2009

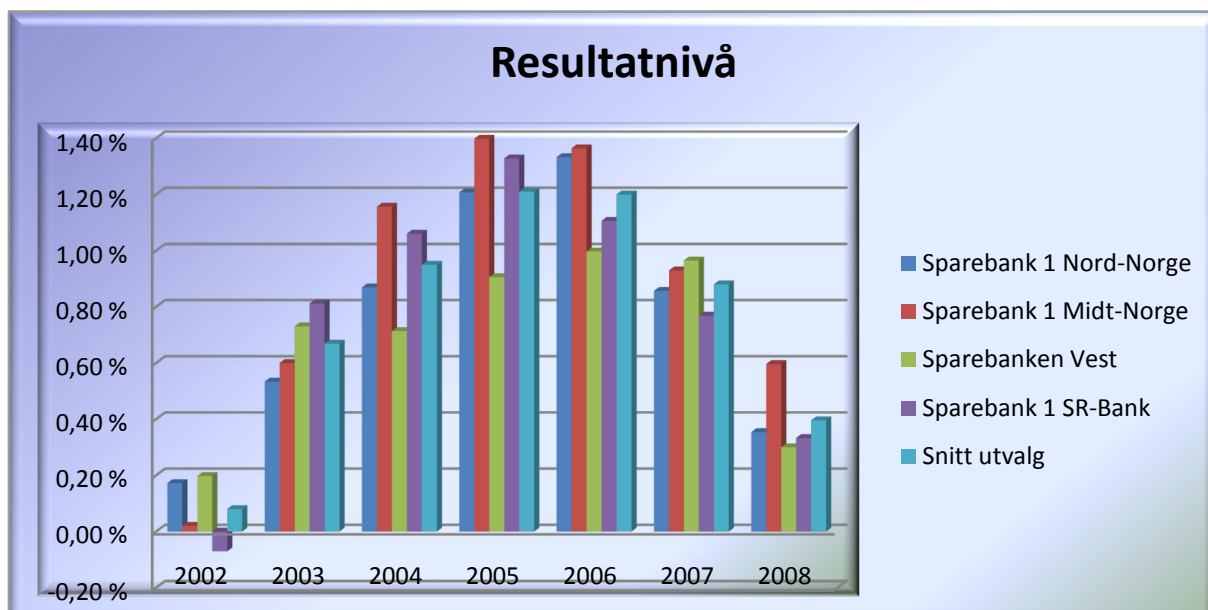


Figur 23: Avkastning på egenkapitalen i 2008

Både i 2007 og 2008 ser vi at Sparebank 1 Midt-Norge skiller seg ut på avkastningen. Men vi avstår fra å konkludere noe fra kun disse to årene, vi bare observerer dette. Det vi kan konkludere med er at det har vært et kraftig fall i avkastningen fra 2007 til 2008. I 2008 ser Sparebank 1 Nord-Norge ut til å være dårligst i klassen, men det er viktig å se dette opp mot avkastningskravet.

6.6.6.2. Resultatnivå

Et vanlig lønnsomhetstall i en bedrift er totalrentabiliteten, og denne beregnes som resultat i prosent av totalkapitalen. I Hoff (1997) trekkes det frem at resultatnivå er en bedre betegnelse for hva den gjennomsnittelige forvaltningskapitalen kaster av seg. Hoff nevner videre at man skal være forsiktig med å sammenligne forholdstall som er beregnet med bakgrunn i gjennomsnittelig forvaltningskapital grunnet bankers ulike balanseoppbygning. Men i vårt tilfelle er vårt utvalg nokså lik oppbygd, med tanke på finansieringsstruktur og drift, slik at dette ikke vil skape nevneverdige problemer.



Figur 24: Resultatnivå

Grunnen til at bildet på resultatnivået er noe bedre for Sparebank 1 Nord-Norge enn for egenkapitalrentabiliteten i 2008, er at Sparebank 1 Nord-Norge har en høyere andel egenkapital, sett i forhold til forvaltningskapitalen, enn Sparebank 1 SR-Bank og Sparebanken Vest. En lav egenkapitalandel vil naturligvis øke egenkapitalrentabiliteten, og kan gi noe misvisende verdiskapningstall for en bank.

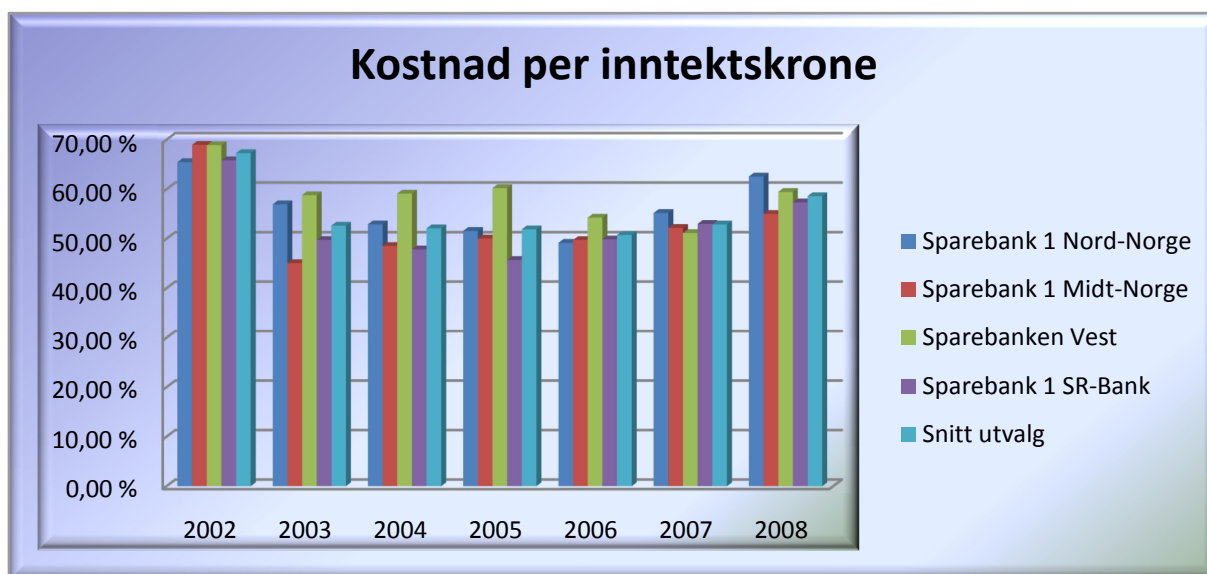
6.6.6.3. Kostnader per inntektskrone

Det vanligste målet på kostnadseffektivitet i den finansielle sektoren er cost/income ratio, dvs. kostnad per inntektskrone. Dette målet er et effektivt mål som kan sammenlignes med driftsmargin. Men til forskjell fra driftsmarginen, er målet selvfølgelig å holde prosenten så lav som mulig. Kostnader per inntektskrone vil direkte påvirke rentemarginen, som er hovednæringsåren til banken. Derfor er det nyttig å måle hvordan kostnadene forandrer seg i forhold til inntektene, for eksempel hvis bankens rente er økende, men kostnadene øker i et høyere tempo, da vil man ved å se på dette måltallet kunne forklare fallet i for eksempel rentemarginen. Kort sagt er dette et mål på den driftsmessige effektiviteten.

Men et viktig poeng å være klar over er at ulik struktur på bankens inntjening har betydning. Man drar paralleller til mersalg på en bensinstasjon, hvor man ivrer etter å selge menyer til maten. Ikke fordi at man tjener de store summene isolert sett, men fordi at en krone her og en krone der kan gi mye netto utslag over tid. På samme måte kan for eksempel forholdet

mellom provisjonsinntekter/provisjonskostnader være > 1 , og dermed lønnsomt. Men det kan også forverre forholdstallet ”kostnader per inntektskrone”, selv om det er lønnsomt og forbedrer egenkapitalrentabiliteten¹³³. Dette tilsier at en entydig konklusjon ikke er mulig å gi om effektiviteten i bankdriften, på bakgrunn av dette ovennevnte måltallet. Man kan dermed ikke si at en bank med lav kostnadsprosent tjener mer, enn en bank med høy kostnadsprosent. Det er her mulig å trekke paralleller til rentabilitetsproblemet, hvor man ikke burde ha fokus på å maksimere rentabiliteten da lønnsomme prosjekter kan gå tapt¹³⁴. Når det kommer til effektivitet har Sparebank 1 Nord-Norge som mål at kostnadene skal utgjøre maks 50 % av inntektene, og ligge på linje med banker det er naturlig å sammenligne seg med.

Ettersom flere og flere banker nå blir gebyrfrie øker presset på å redusere kostnadene. Vi ser en klar trend i næringen at dagligkassetjenesten blir betydelig redusert. På denne måten reduseres arbeidstokken og noe av kapitalbindingen. Dette kan til en viss grad motsvare tapet av gebyrinntekter.



Figur 25: Kostnad per inntektskrone

Selv om Sparebank 1 Nord-Norge har en høy innskuddsdekningsgrad, ser vi at kostnad per inntektskrone har økt betraktelig fra 2007 til 2008. Dette kan anses som hovedårsaken til at egenkapitalrentabiliteten til Sparebank 1 Nord-Norge er noe lavere enn gjennomsnittet. Den

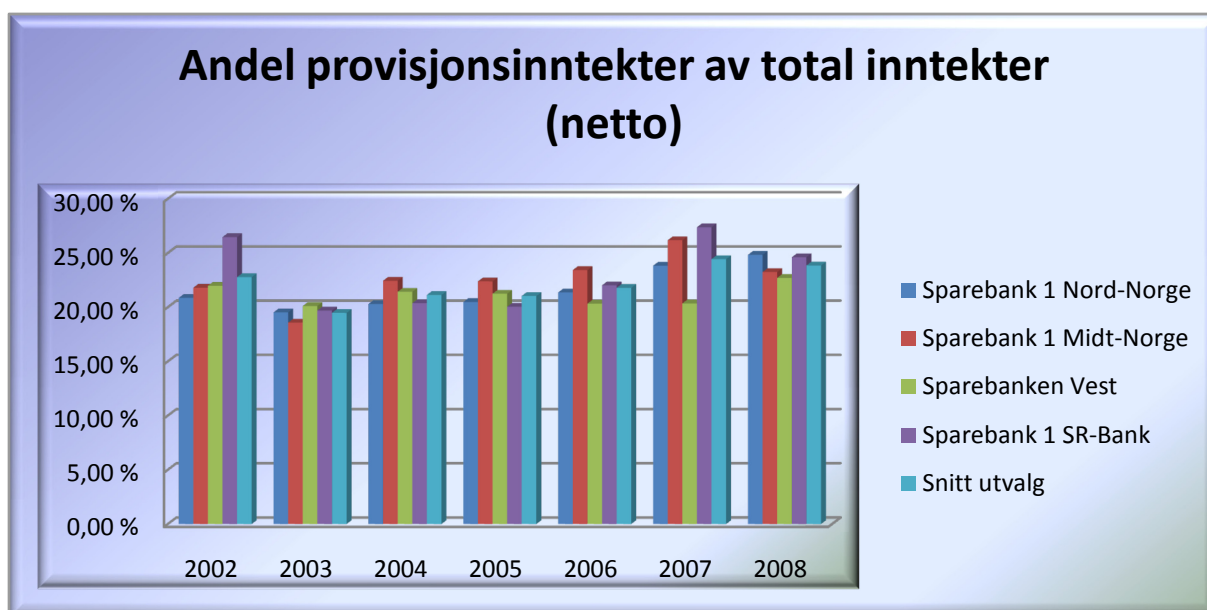
¹³³ Hoff, 1997

¹³⁴ Gjesdal og Johnsen, 1999

økende andel kostnader har ført til at vår bank har gått fra å være best i klassen i 2006 til å være verst i klassen i 2008. Dette er ikke en heldig utvikling, og er noe som ledelsen må ta tak i. Sparebank 1 Nord-Norge hadde den høyeste rentabiliteten i 2006, samtidig som de var kostnadsledere, men disse to postene ser naturlig nok ut til å korrellere negativt med hverandre. Sparebank 1 Nord-Norge var dermed i 2008 over 10 % unna kostnadsmålet, og noe over sammenlignbare banker.

6.6.6.4. Provisjonsinntekter og andre inntekter

For å få et mer helhetsbilde på inntektssiden, slik at fokuset ikke kun er på rentemarginene, velger vi også å se på andel netto provisjonsinntekter av sum inntekter. Dette for å se på om bankene er like på andre inntekter. Banker med en høy provisjonsandel kan ha et positivt tilskudd til bunnlinjen, og på den måten drive rentabiliteten opp. Hvis Sparebank 1 Nord-Norge har en lav andel kan dette være et forbedringsområde som er verdt å se på. Presset på rentemarginene har ført til at banker må fokusere på kostnadsreduksjon og økning av inntektene fra andre produktområder, enn utlån, for å opprettholde lønnsomheten¹³⁵.

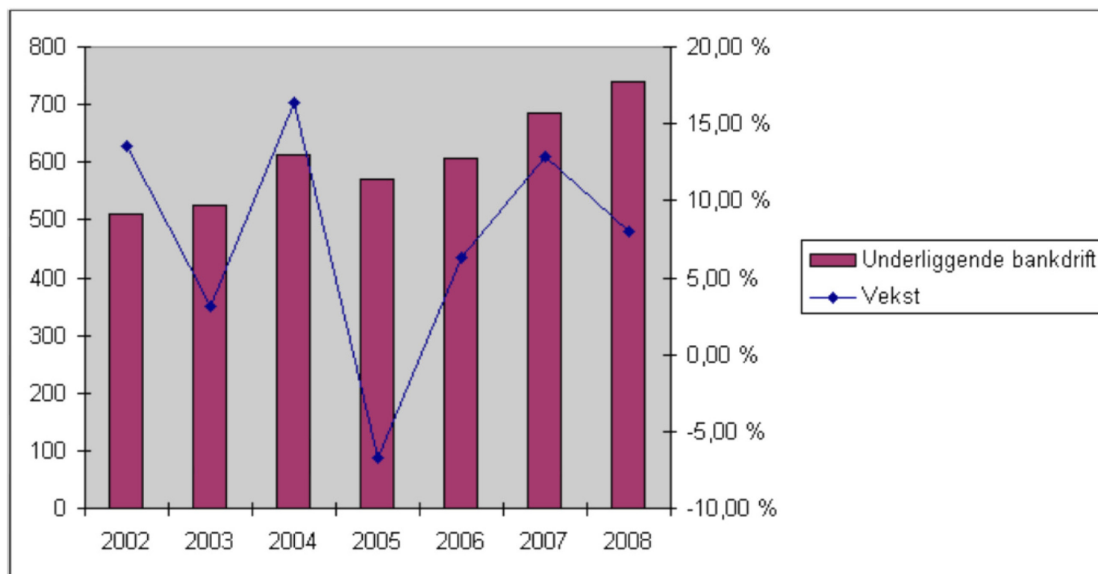


Figur 26: Andel provisjonsinntekter av total inntekter, (netto)

¹³⁵ Norges Bank, 2007

6.6.6.5. Den underliggende bankdriften

Sparebanker har fra gammelt av hatt mesteparten av sine utlån til privatboliger, og er av denne grunn blitt kalt ”bestemorsparebanker”. Dette skal sikre en vesentlig lavere risiko enn hos forretningsbankene, men utviklingen i det siste har gått dit hen at sparebankene nå har mer investeringer i næringsseidommer og verdipapirer. Dette har den siste tiden ført til store tap, for disse mer moderne sparebankene. Et eksempel er Sandnes Sparebank som kjøpte to næringsseidommer kun for videresalg, og nå sitter de plutselig som eiendomsinvestorer, med ingen interessenter på hånden¹³⁶. Sandnes Sparebank har lånt ut 4 ganger mer enn egenkapitalen til næringsseidommer. På bakgrunn av denne utviklingen synes vi det vil være interessant å se på den underliggende bankdriften, slik at vi får et bilde av hvordan kjerneaktiviteten (i tradisjonell forstand) til Sparebank 1 Nord-Norge er. Underliggende bankdrift er definert som resultat før tap ekskludert kursgevinst/-tap på verdipapirer, derivater, utbytte, samt ekstraordinære poster.



Figur 27: Utvikling den underliggende bankdriften

Vi ser en jevnt over god utvikling i hele analyseperioden. Veksten i hele perioden har vært på tilnærmet 47 %. De respektive utvalgsbankenes vekst i perioden er som følger:

¹³⁶ Dagens Næringsliv, 2009

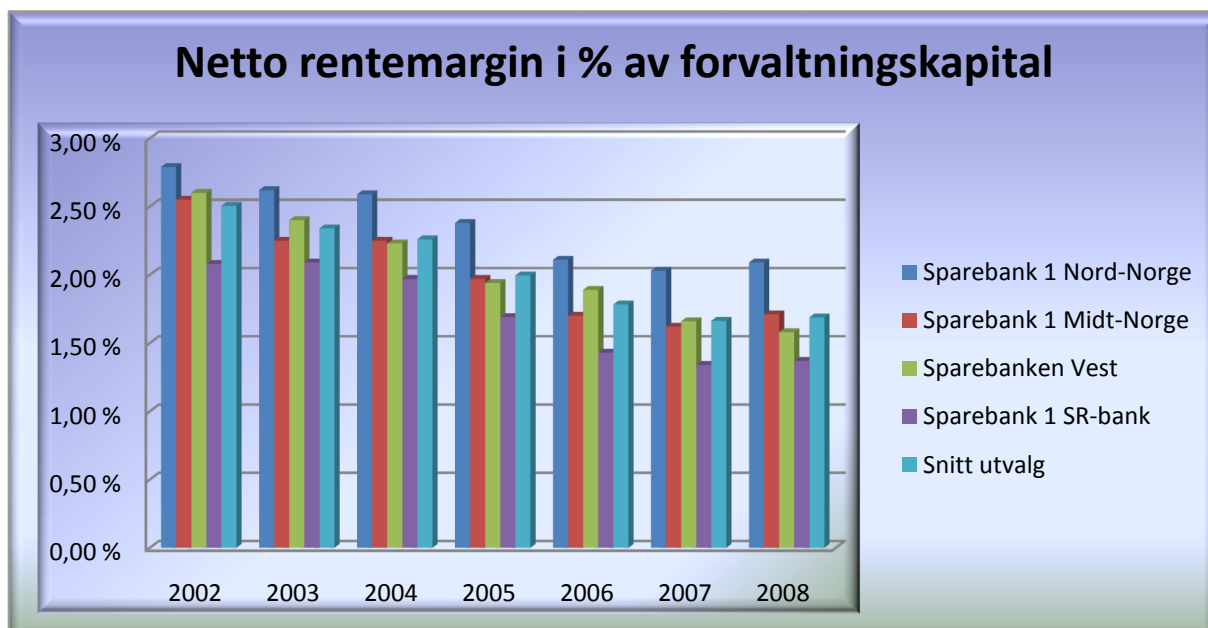
Tabell 19: Vekst i utvalgsbankene i 2002-2008

År	2002	2008	Vekst 02-08
Sparebank 1 SR-Bank	590	851	44,23 %
Sparebanken Vest	406	713	75,62 %
Sparebank 1 Midt-Norge	475	732	54,11 %

Selv med den pågående finanskrisen ser vi at den underliggende bankdriften vokser ca. 8 % fra 2007 til 2008. Dette viser at kjernevirksomheten til banken tilsynelatende er solid og leverer gode resultater. Men det skal nevnes at markedseffekten av finanskrisen kan gi mer utslag i 2009 og utover, ettersom det vil eksistere et etterslep. Tross synkende rentemargin og høye kostnader per inntektskrone øker den underliggende bankdriften, dette kommer som følge av lønnsom vekst i brutto utlån. Så lenge forvaltningskapitalen øker mer enn nedgangen i netto rentemargin vil dette ha en positiv effekt på den underliggende bankdriften.

6.6.6.6. Netto rentemargin

Netto rentemargin er som sagt tidligere hovedinntektskilden til banken. Det er mange ulike forhold som kan ha innvirkning på marginen. For eksempel kan en høy innskuddsdekningsgrad føre til en høyere netto rentemargin, gjennom en lavere fundingkostnad. Dette forekommer siden renten ut til kunden i stor grad blir bestemt i markedet. Bankenes soliditet og likviditet har også mye å si, vanligvis uttrykt gjennom ratingbyråenes vurdering av banken. Men rentemarginen blir også påvirket av generelle makro- og mikroøkonomiske forhold, spesielt gjennom at rentemarginene skal ta høyde for forventete tap på utlån, slik at i en høykonjunktur vil vanligvis netto rentemargin gå ned. Vi tar en titt på diagrammet:



Figur 28: Netto rentemargin i % av forvaltningskapital

Vi observerer at netto rentemargin er fallende i de fleste banker fra 2002 og utover, med en marginal økning fra 2007 til 2008. Dette gjenspeiler tankegangen ovenfor hvor høykonjunktur medfører lavere netto rentemargin. Dette innebærer også at bankene har mer fleksibilitet til å konkurrere, noe vi har sett bevis på gjennom at bankene en periode ikke satte opp renten når sentralbanken gjorde det. Det blir dermed en skjerpende konkurranse i markedet. Sparebank 1 Nord-Norge er ledende på netto rentemargin, gjennom hele analyseperioden, noe som er en positiv tendens. Dette kan komme av at Sparebank 1 Nord-Norge har mer risiko i sin portefølje enn sammenligningsbankene. Det er rimelig å anta at banken vil kreve ekstra betalt for den påtatte risikoen.

7. Analyse av avkastningskravet

I dette kapittelet vil vi skildre hvilke faktorer avkastningskravet inneholder og hvordan dette kravet beregnes. Beslutninger om en bedrift skal investere eller ikke, er basert på om det tilfører bedriften noe verdi. Man kan dermed si at verdsettelse er et sentralt element i ethvert langsiktig bedriftsøkonomisk beslutningsproblem. Implisitt kan en si at en virksomhet er mer verdt enn den kapitalen som er investert, kun hvis avkastningen på investert kapital er større enn avkastningskravet. Vi forstår dermed at det å kunne beregne et fornuftig avkastningskrav er viktig både for å kunne ta rette beslutninger, og samtidig forsikre seg om at eierne får det de fortjener i avkastning. Vi kan anse avkastningskravet som en alternativkostnad, eller sagt på en annen måte, hvor stor avkastningen må være for å trekke kapital til virksomheten¹³⁷. I verdsettelsessammenheng benyttes avkastningskravet som diskonteringsfaktor for å finne nåverdien.

Man kan her spørre seg om ikke banken har et annet avkastningskrav på gjeldssiden, slik at det vil være hensiktsmessig å benytte WACC-modellen. Dette ville ha vært tilfelle i industriselskaper, som for eksempel Kværner ASA. Egenkapitalen verdsettes gjerne gjennom å fastsette en verdi for hele foretaket, for videre å trekke fra gjelden. Banksektoren er ganske spesiell i så måte. Majoriteten av inntektene til en bank er nettorenten. Denne defineres som forskjellen mellom renteinntektene som banken mottar på sine utlån og plasseringer i kapitalmarkedet, og påløpende rentekostnader på innskudd og annen type finansiering. Vi kan si at verdiskapningen til egenkapitalen skjer på begge sider av balansen¹³⁸. Dermed blir det problematisk å benytte WACC.

Den Europeiske Sentralbanken (ECB) har utarbeidet en formel for gjennomsnittlig avkastningskrav for kapitaltilskudd, det vil si ansvarlig lån og preferansekapital. Disse settes som et påslag på den risikofrie renten (statsobligasjonsrente). Tillegget inneholder ulike risikopremier, blant annet kredittrisiko for det ansvarlige lånet og en egenkapitalrisiko på preferansekapitalen. I tillegg er det en viss prosentsats for å dekke operasjonelle kostnader, og for å gi banken insentiver til å få kapitalen ut i markedet¹³⁹. Til underretning har banken per

¹³⁷ Gjesdal og Johnsen, 1999

¹³⁸ Dahl et. al., 1997

¹³⁹ Regjeringen, 2008

dags dato ansvarlig lån, men foreløpig ikke noe preferansekapital. Det hadde vært essensielt å ta hensyn til det ansvarlige lånet hvis vi skulle ha funnet avkastningskravet til totalkapitalen, WACC. Problemet vårt er at dette, i utgangspunktet, er gjeld som banken påtar seg, men som samtidig på en måte går som egenkapital ettersom de går under den ansvarlige kapitalen. Dette muliggjør videre utlånsvekst, noe som kan være med å skape verdier. Hybridkapitalen blir av myndighetene å regne som et egenkapitalinstrument. Preferansekapital er et nytt instrument regjeringen har laget. Konseptet er slik at preferansekapitalen skal fungere som egenkapital, men vil ikke gi eierinnflytelse slik aksjeeierskap gjør¹⁴⁰. I samråd med CFO i Sparebank 1 Nord-Norge, Rolf Eigil Bygdnes, har vi konkludert med at hybridkapitalen i banken kan regnes som et vanlig lån med en fast rentesats. Bygdnes informerer oss om at de har fastsatte kontrakter (rentesatser) på hvilke forpliktelser som den ansvarlige lånekapitalen medfører. I tråd med dette vil det dermed ikke være relevant å kalkulere et eget avkastningskrav for hybridkapitalen. I vår oppgave fokuserer vi kun på egenkapitalen, slik at vi ikke trenger å ta hensyn til ansvarlige lån, ettersom denne er balanseført som gjeld. Vi mener denne løsningen er den rette så lenge ikke noe preferansekapital er med i bildet.

7.1. Kapitalverdimodellen – CAPM

Denne modellen gir oss en teoretisk prediksjon av forholdet mellom risikoen til egenkapitalen og dens tilhørende avkastning¹⁴¹. Modellen uttrykker dermed kostnaden av egenkapitalen som summen av risikofri rente, og en markedspremie skalert med betaverdien. Betaverdien representerer den relative markedsrisikoen, det vil si den systematiske risikoen. Dette ser vi av følgende modell:

$$K_E = R_f + (R_M - R_f) \beta_E$$

hvor

R_f - risikofri rente

R_M - markedsavkastning

β_E - mål på systematisk risiko, beta

$(R_M - R_f)$ - markedets risikopremie

¹⁴⁰ Økonomiske rapport, 2009

¹⁴¹ Bodie, Kane og Marcus, 2008

7.1.1. Modellens forutsetninger

Det finnes noen forutsetninger som man burde være klar over før man tar i bruk kapitalverdimodellen. Denne delen er basert på Damodaran (2002) og Bodie et. al (2008).

- 1) Modellen forutsetter at alle investorer vil velge å sitte med en portefølje som er en ”miniatyrkopi” av markedsporteføljen. Det forutsettes altså at investorene er risikoaverse og derfor veldiversifiserte. En investor som sitter med en annen portefølje enn markedsporteføljen kan således ikke forlange kompensasjon for dette.
- 2) CAPM antar også at det ikke eksisterer noen transaksjonskostnader. Det skal dermed ikke koste noe å kjøpe og selge aksjer.
- 3) Alle aksjene i selskapene er omsettelige.
- 4) Alle har tilgang til den samme informasjonen (ingen asymmetri), investorene vil dermed finne aksjene ”fair” priset, og investorene er videre pristakere grunnet antall investorer.
- 5) CAPM i sin originale framstilling er en en-periodisk modell, som dermed antar at investorenes tidshorisont er lik 1, og lik for alle. Selv om tidshorisonten er lik 1 er det mulig å sitte med korte eller lange posisjoner innenfor denne horisonten, og investorer ignorerer hendelser som forekommer etter denne tidshorisonten.
- 6) I denne verden eksisterer det ikke skatt.
- 7) Alle investorene kan låne eller låne ut kapital til en fast risikofri rente.
- 8) Alle investorene analyserer markedet likt ved at de har samme økonomiske syn på verden. Resultatet av dette er at det eksisterer homogene forventninger om de fremtidige kontantstrømmene.

Et av de viktigste elementene som CAPM, i sin enkle form, ikke tar hensyn til er skatt. Vi lever i en skatteverden, hvor bedriftene må forholde seg til fastsatte skatteregler. Samtidig er rentabilitetsberegningen foretatt etter skatt, noe som legger føringen for at også avkastningskravet burde være sådan. Dermed vil det være mer hensiktsmessig å se på avkastningskravet etter skatt. For en investor i det norske markedet vil det være relevant å benytte en skattesats lik 28 %, siden renteinntekter og eierinntekter for investorer blir beskattet med denne satsen. En annen realitet er at ikke alle plasseringer er like likvide. Dermed kan det bli aktuelt med en likviditetspremie i avkastningskravet. Ved å legge disse to elementene til den tradisjonelle kapitalverdimodellen vil den se ut som følger:

$$K_E = R_f * (1-s) + (R_M - R_f + s * R_f) \beta_E + LP$$

hvor:

s- skattesats

LP- likviditetspremie

7.1.2. Risikofri rente (Rf)

Investorer skal ha kompensasjon for sin alternativkostnad, vedrørende muligheten til å kunne ha en risikofri posisjon på kapitalen. Et vanlig referansepunkt er størrelsen på statsobligasjonsrenten. Det er ikke noe eksakt svar på hvilket anslag man skal benytte som risikofri rente, det avhenger mye av utviklingen i yieldkurven. ”Valget av basisrente avhenger av hvordan vi tolker forskjellen mellom lange og korte statsrenter, hva kravet skal brukes til, og i særdeleshet hvilken inflasjon som ligger innbakt i kontantstrømmer eller regnskapsresultat”¹⁴². Ved stor finansuro som nå, vil yieldkurven svinge mye mellom lange og korte renter, og dermed kan valget av antall år ha stor betydning for avkastningskravets størrelse. Hurtige endringer i avkastningskravet grunnet mer eller mindre tilfeldige endringer i det korte rentenivået vil kunne være uheldig for kommunikasjonen innad og utad i et selskap, slik at dette taler for å benytte en lang statsrente som risikofri rente. Men dog må man være klar over at den lange statsrenten kan inneholde en betydelig risikopremie dersom yieldkurven er bratt, slik at dette taler mot å benytte en lang statsrente. En generell grei avveining vil tilsi at vi benytter 3-års statsobligasjonsrente som utgangspunkt for våre beregninger, jamfør Gjesdal og Johnsen (1999) anbefaling.

7.1.3. Beta, β

Beta (β) indikerer investeringens relative markedsrisiko, eller sagt på en annen måte, investeringsrisiko i forhold til markedsrisikoen (systematisk risiko). Dersom den historiske avkastningen til en aksje har null samvariasjon med markedsavkastningen i samme periode vil dette gi $\beta=0$, og forventet avkastning vil i dette tilfellet være lik risikofri rente (korte statspapirer). Med andre ord vil aksjen kun bestå av usystematisk risiko som investorene ikke kan kreve kompensasjon for. For et selskap med egenkapitalbeta lik 1 vil egenkapitalkravet før og etter skatt være det samme. Hvis egenkapitalbetaen er mindre enn 1, vil

¹⁴² Gjesdal og Johnsen, 1999, s.59

egenkapitalkravet etter skatt være mindre enn egenkapitalkravet før skatt. Motsatt gjelder hvis egenkapitalbetaen er større enn 1, da vil egenkapitalkravet etter skatt være større enn egenkapitalkravet før skatt.

De mest sentrale risikoområdene bankene står ovenfor kan beskrives som følger (delvis basert på Sparebank 1 Nord-Norges hjemmeside):

- **Kredittrisiko:** er risikoen for tap som følge av kundenes evne eller vilje til å oppfylle sine forpliktelser. Det er viktig å unngå å konsentrere utlån i spesifikke sektorer, da dette vil gjøre banken sårbar for store tap. Bankenes økonomiske utvikling korrelerer sterkt med utviklingen innenfor de områdene de operer i, og det er derfor viktig med en veldiversifisert utlånsportefølje. Det er også viktig å diversifisere utlånsporteføljen mellom privatkunder og bedrifter. Det kan argumenteres for at bedriftskunder er mer risikable enn privatkunder siden banken har mindre rettigheter når en bedrift går konkurs. Dette er en av grunnene til trøbbelet de danske bankene opplever i skrivende øyeblikk.
- **Likviditetsrisiko:** Løpetiden på bankenes gjeld sett i forhold til løpetiden på deres fordringer er avgjørende for likviditetsrisikoen. Et høyt nivå på den kortsiktige finansieringen vil utgjøre en risiko for bankene hvis de ikke har tilstrekkelig med likvide fordringer. Dette kan føre til en ond sirkel, siden bankene må ta flere kortsiktige lån for å dekke sine forpliktelser.
- **Operasjonell risiko:** risiko for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser, menneskelige hendelser eller eksterne hendelser. Et eksempel er megleren i den store franske investeringsbanken, Societe Generale, som gikk langt ut over sin myndighet og påførte banken store tap. Spørsmålet var her om ikke interne rutiner skulle ha fanget opp dette før det gikk alt for langt.
- **Markedsrisiko:** dette er risiko som skyldes endringer i observerbare markedsvariabler som renter, valutakurser og verdipapirmarkedet. En stor del av finanskrisen kan tilskrives denne typen risiko, som igjen kan skape dominoeffekter i form av for eksempel høyere kredittrisiko.

7.1.3.1. Regresjonsanalyse

Ved å se i Dagens Næringsliv, per 08.05.09, ser vi at Sparebank 1 Nord-Norges betaverdi er oppgitt til 0,69. I god analytiker ”ånd” ønsker vi å foreta egne beregninger av betaverdien, og

i denne prosessen er regresjonsanalyse en god vei å gå. Hovedgrunnen til at vi velger å gjennomføre egne beregninger av betaverdien er at Sparebank 1 Nord-Norge, som nevnt tidligere, opererer i en syklisk bransje, og dette medfører at 12 månedersbetaen i Dagens Næringsliv blir mindre relevant for fremtidsregnskapet. Et gjennomsnitt av betaverdien for den historiske analyseperioden mener vi gir et bedre bilde av den systematiske risikoen, og vi velger dermed å benytte gjennomsnittsbetaen i fremtidskravet. I de historiske avkastningskravene velger vi å benytte de beregnede årlige betaverdiene våre, ettersom dette er observerte svingninger.

Når man foretar en regresjonsanalyse ser man på hvordan variasjoner i en spesifikk variabel påvirker andre variabler¹⁴³. Denne typen analyse er brukt i mange forskjellige sammenhenger hvor man ønsker å finne ut sammenhengen mellom to eller flere variabler. Dersom man for eksempel ønsker å finne ut sammenhengen mellom utdanning og lønnsnivå, så er regresjonsanalyse et ypperlig verktøy å benytte. Man kan da sette lønnsnivå som avhengig variabel, og utdanning som uavhengig variabel. Utfallet av analysen vil da med stor sannsynlighet vise at den avhengige variabelen, lønnsnivå, stiger ved grad av utdanning. Regresjonsanalyse er et mye brukt verktøy innenfor forskning, og noen eksempler er:

- En medisinsk forsker kan være opptatt av hvilke faktorer som påvirker overvekt.
- En samfunnsøkonom kan være interessert i å se på hvilke faktorer som påvirker inflasjonsnivået.
- En aksjeanalytiker vil ønske å se på hvilke faktorer som har innvirkning på aksjekursen, etc.

I forbindelse med vår oppgave vil det være relevant å benytte regresjonsanalyse for å estimere betaverdien til Sparebank 1 Nord-Norge. Betaen for en aksje kan bli estimert ved å benytte seg av følgende enkle lineære regresjonsmodell:

$$(1) r_i - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_m - r_f) + e_i$$

hvor

r_i = observert avkastning på underliggende aktivum

¹⁴³ Thrane, 2003

α_i = alfaverdien, er kort fortalt feilprising.

e_i = feilleddet. Det som ikke er forklart av regresjonsanalysen, dvs. $(1-R^2)$.

Vi har i vår undersøkelse bare en uavhengig variabel, nemlig meravkastningen til markedet, og vi står dermed ovenfor en enkel lineær regresjonsanalyse. Ligningen ovenfor blir ofte omtalt som den karakteristiske linjen, og denne linjen vil gi en pekepinne på om aksjen slår markedet, eller vica versa. Stigningen til denne linjen vil bestemmes av aksjens betaverdi, og alfaverdien vil dermed være der linjen treffer y-aksjen. Det er vanlig å anta at feilleddet er uavhengig og identisk fordelt over tid med forventning lik null. Ved å anta dette kan vi estimere alfa og betaverdien med vanlig lineær regresjon¹⁴⁴. Den karakteristiske linjen kan bli omskrevet på følgende måte:

$$(2) y_t = \alpha_i + \beta_i X_t + \varepsilon_{it}$$

hvor

y- angir avkastningen til aksjen

x- er avkastningen på OBX

For å estimere den karakteristiske linjen for en aksje, ved å benytte regresjonsanalyse, er det i hovedsak tre elementer vi må ta med: 1) aksjens utvikling, 2) markedets utvikling og 3) den risikofrie renten¹⁴⁵.

Vi har lastet ned data fra Oslo Børs for et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs, samlet i indeksen OSEBX. Vi mener hovedindeksen er en god indikator på markedsavkastningen, og velger dermed å benytte denne fremfor OSEAX. Videre har vi sammenlignet utviklingen i den underliggende indeksen med utviklingen i grunnfondsbeviset i Sparebank 1 Nord-Norge. For vårt beregningsgrunnlag har vi valgt å ta utgangspunkt i en 5-års periode med månedlige observasjoner, totalt 60. Dette er ifølge Johnsen (2005) en tilstrekkelig analyseperiode som følge av at en slik periode normalt fanger opp konjunktursvingninger på mellomlang sikt. På bakgrunn av dette kan vi dermed si at OSEBX

¹⁴⁴ Boye og Koekebakker, 2006

¹⁴⁵ Rachev, Mittnik, Fabozzi, Focardi og Jašić, 2007

er den uavhengige variabelen, og at grunnfondsbeviset NONG dermed blir den avhengige. Boye og Koekebakker (2006) bruker et statsgarantert rentepapir med forfall om tre måneder som sitt risikofrie referansepunkt. Tidligere i oppgaven har vi argumentert for et mer langsiktig tidsperspektiv, nemlig den 3-årige statsobligasjonsrenten, men i og med at vi har tatt utgangspunkt i månedlige observasjoner vil det mest sammenfallende være å benytte en 1 måneders rente uttrykt gjennom NIBOR (Norwegian Inter Bank Offered Rate). Grunnen til at valget faller på 1 måneders renten, i stedet for 3 måneders er at vi ønsker å ”skreddersy” NIBOR- renten til vårt oppsett. På denne måten får vi satt en risikofri avkastning opp mot den avkastningen som henholdsvis OSEBX og NONG har kastet av seg i det samme månedsintervallet. Her har vi valgt å benytte den nominelle renten, grunnet i at tallmaterialet ellers, som for eksempel skatt, også er uttrykt i nominelle former. Vår framgangsmåte mener vi vil gi større konsistens mellom dataene.

For å estimere betaen har vi tatt utgangspunkt i artikkelen til Boye og Koekebakker (2006) : *Kapitalverdimodellen - tips til praktisk implementering*, hvor analyseringen foregår i Excel.

Grunnen til at vi må trekke ifra den risikofrie renten ved regresjonsanalyse av CAPM, er fordi kapitalverdimodellen er basert på ekstraavkastningen til markedet utover risikofri rente (dette ser vi enkelt av andre ledd i ligningen til CAPM). Dette gjør at ekstraavkastningen til en aksje utover risikofri plassering blir lineær med meravkastningen til markedet utover risikofri rente. Dette går klart frem av ligning (1) ovenfor, som også er utgangspunktet for den omskrevne ligning (2).

Ved å beregne en årlig regresjonskoeffisient for perioden 2002 – 2008 får vi en gjennomsnittlig (ujustert) regresjonskoeffisient lik 0,35. Dette beskriver graden av sammenheng mellom X og Y, mellom markedet og NONG. Den praktiske betydningen av dette er for eksempel at når OSEBX i gjennomsnitt stiger 1 % på en måned vil NONG stige 0,35 %. Mens ved nedgang vil dette resultere i en motsatt konsekvens, hvor NONG faller mindre. Dette kan også betegnes som stigningstallet på regresjonsligningen, og er et uttrykk for aksjens beta.

R^2 sier hvor mye av variansen på Y som kan forklares av regresjonslinjen, og dette måltallet varierer mellom 0 og 1. $R^2 = 0$ betyr at regresjonen ikke har noe som helst forklarende virkning på svingningen i den uavhengige variabelen. Dette beregnes ved å sammenligne verdien for et gitt punkt slik at det blir predikert av gjennomsnittet, med verdien av det samme

punktet predikert av regresjonsligningen¹⁴⁶. I vårt tilfelle er den gjennomsnittlige R^2 lik 0,143, noe som kan regnes som en overraskende lav forklaringsgrad på fluktuasjonen i grunnfondsbeviset NONG. Banknæringen er spesielt utsatt for konjunktorene i økonomien, og dette legger føringer for en sterk korrelasjon med OSEBX. Men vi ser her at dette ikke blir tilfellet med grunnfondsbevisene i Sparebank 1 Nord-Norge. Grunnen til dette, tror vi, kan deles opp i flere aspekter:

1) Vi mener hovedgrunnen er at grunnfondsbeviset NONG er lite omsatt på børsen, slik at det er naturlig at det vil være mindre fluktuasjoner i dette grunnfondsbeviset enn i markedet som helhet. Vi ser for eksempel at for en daytrader kan det være mer attraktivt å handle på USA børsene, grunnet deres større fluktuasjon i aksjene, mye på grunn av future-børsene i blant annet Chicago.

2) Mye bransjespesifikke faktorer, gjennom forskjellig eksponering mot lånekundene, spesielt for en sparebank som støtter opp om lokalmiljøet.

3) Hovedindeksens svingninger er som kjent noe bestemt av utvikling i oljeprisen, men Sparebank 1 Nord-Norge er veldig lite direkte eksponert mot denne sektoren, slik at dette kan tenkes å ha mindre effekt på grunnfondsbeviset NONG. Store aktører på børsen, som StatoilHydro, REC og Norsk Hydro, har stor påvirkning på indeksens utvikling, gitt deres høye markedsverdi.

Når man foretar en beregning av en gjennomsnittelig betaverdi er en vanlig fremgangsmåte å justere denne, på grunn av at man antar at betaverdier på sikt vil konvergere mot 1, i mangel på annet hensiktsmessig framtidsestimat. En mye brukt fremgangsmåte er Merrill Lynch formel for justering av beta, hvor man vekter den estimerte betaverdien med $2/3$, og markedets betaverdi med $1/3$ ¹⁴⁷. Man vektlegger altså betaverdien med informasjon ($\beta = 0,35$) dobbelt så mye som den uten informasjon ($\beta = 1$), for å komme fram til en revidert oppfatning av betaverdien. Ved å anvende denne fremgangsmåten får Sparebank 1 Nord-Norge følgende justerte betaverdi for perioden 2002-2008:

¹⁴⁶ Rachev et. al, 2007

¹⁴⁷ Bodie, et.al, 2005

Tabell 20: Justert beta for den historiske analyseperioden

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Beta fra regresjonsanalyse	0,067	0,549	0,286	0,547	-0,104	0,534	0,544
Justert beta	0,378	0,699	0,524	0,698	0,264	0,690	0,696

Basert på gjennomsnittet, som beskrevet ovenfor, får vi følgende justerte betaverdi for fremtidskravet:

$$\beta = 2/3 * 0,35 + 1/3 * 1 \approx \underline{0,60}$$

Det kan argumenteres for at banksektoren er en moden bransje, hvor som sagt, betaverdien svinger mindre enn i mange andre sektorer, som for eksempel fornybar energi. Dette kan tale for ikke å foreta en justering av betaverdien. Men på den andre siden får vi med denne justeringen tatt mer hensyn til fremtiden gjennom en antagelse om en tilnærming til markedsbetaen. Vi mener at hensynet til fremtidsbetaen veier tyngst, og vi velger dermed å følge Merrill Lynch sin anbefaling.

Den justerte betaverdien sammenfaller godt med 12 måneders betaen oppgitt i Dagens Næringsliv på 0,69, per 08.05 2009. Siden sparebankene generelt sett har en lavere risikoprofil enn forretningsbankene, gjennom blant annet relativt mer eksponering mot privatmarkedet, noe vi får stadfestet med å se på DnB Nor sin betaverdi på 0,8 i perioden 2002-2006¹⁴⁸, mener vi at vår estimerte betaverdi er et fornuftig estimat. Men samtidig skal vi ha i tankene at finanskrisen har forandret risikonivået noe i 2007, og mer markant i 2008. For å få et mer nyansert bilde av betaverdien forsøker vi å estimere betaen ved å utelukke 2008 fra beregningene. Ved denne framgangsmåten får vi nå en ujustert beta på 0,37 for perioden 2002-2007, og dette stadfester at vårt anslag ovenfor er rimelig. Det å benytte en beta med mange desimaler vil signalisere en "falsk" presisjon i betaestimeringen, og ved avrundingen til 0,6 spiller det dermed ingen rolle hvilke av de to ujusterte betaestimatene vi benytter.

7.1.4. Likviditetspremie

Eventuelle likviditetspremier kan ha store effekter på verdsettelsen av selskaper. Dette kommer av at man muligens blir nødt til å justere EK-kravet for mindre likvide selskaper. Grunnen til dette er at investorer ofte krever kompensasjon for en eventuell innlåsningsrisiko,

¹⁴⁸ Gjølborg og Johnsen, 2007

altså at det er vanskelig å komme seg ut av aksjer. For mindre likvide selskaper på børsen argumenterer Gjesdal og Johnsen (1999) for at egenkapitalkravet kan tillegges en likviditetspremie i størrelsesorden 2-3 %. Vi ser av vedlegg 6 at Sparebank 1 Nord-Norge er et forholdsvis lite omsatt grunnfondsbevis, og dermed må vi vurdere en eventuell likviditetspremie. Problemet med dette er at en slik premie er vanskelig å beregne. Det er viktig å merke seg at en likviditetspremie kun er aktuelt hvis et likvid eierskap er av betydning for investoren. For eksempel vil som regel staten ikke kunne kreve denne kompensasjonen siden de som oftest har et langsiktig eierskap.

Et aspekt ved Sparebank 1 Nord-Norge er at siste periodes direkteavkastning var på 16,11 %. Som en sammenligning hadde DnB Nor, som er en mer likvid aksje, en direkteavkastning på 10,64 %¹⁴⁹. Dette kan etter vår mening være et argument for å nedjustere likviditetspremien noe, siden eierne får en rimelig høy årlig utbyttebetaling. Men her må vi også ta hensyn til utvanningseffekten på grunnfondsbrøken (se kapittel 11); høy utbyttebetaling er vanlig for å kompensere for de begrensninger grunnfondsbevis innehar i forhold til vanlige aksjer. Selv om det er vanskelig å beregne en likviditetspremie har vi på bakgrunn av Gjesdal og Johnsens (1999) anbefaling, og vår egen vurdering, valgt en likviditetspremie på 3 % for Sparebank 1 Nord-Norge. Hovedbegrunnelsen for dette er at grunnfondsbeviset NONG er relativt lite omsatt og man må kunne anta at investorene vil kreve kompensasjon for dette.

7.1.5. Markedspremien

Markedspremien er den avkastningen markedet vil gi i kompensasjon for å investere utover risikofri rente. I Norge er markedsavkastningen det Oslo Børs genererer. Når vi skal ta hensyn til skatt i vår modell må risikofri rente plusses på med en risikofri rente som er nedskalert med skattesatsen. Dette for å få en sammenlignbar situasjon, ettersom at kreditorinntekter beskattes på investors hånd, mens eierinntekter blir beskattet kun på selskapet¹⁵⁰. Det finnes ikke noe entydig svar på hvilket estimat man skal benytte som markedspremie når man skal beregne et avkastningskrav, men i følge Johnsen går det frem at den historiske markedspremien har ligget på rundt 5 % fra 1900 til 2005¹⁵¹. Det argumenteres for at denne premien er et godt

¹⁴⁹ E24, 2009

¹⁵⁰ Gjesdal og Johnsen, 1999

¹⁵¹ Knivsfå, ROS 330, 2004

estimat for investorer som kun holder norske aksjer, men at den trolig er litt for høy dersom man tar høyde for at investorer er internasjonalt diversifiserte. For de sistnevnte argumenterer Johnsen (2006) for å benytte en markedspremie på 4 %, øyensynlig begrunnet med at norske selskaper historisk sett har gitt en lavere avkastning enn selskaper i andre land (for eksempel USA 7,4 %). Dette er noe Johnsen også har dokumentert gjennom lignende empirisk forskning som nevnt ovenfor på internasjonale diversifiserte aksjeporteføljer, hvor resultatet, det aritmetiske gjennomsnittet ble 7 % de siste 106 årene (også med kun de siste 36 årene). Men i utredningen av avkastningskravet til NetCom er Moen og Riis noe uenig med Johnsens bruk av markedspremie, de mener at han legger til grunn en for internasjonal profil ved fastsettelse av denne¹⁵². Men det er viktig å ta i betraktning at Johnsen bruker internasjonale betaverdier og dermed er det naturlig å benytte en internasjonal markedspremie i stedet for en nasjonal markedspremie. I Netcom eksemplet kommer dette av nødvendigheten av at hovedeierne til Netcom er internasjonalt diversifisert¹⁵³.

Vi har benyttet en norsk risikofri rente, og en egenestimert betaverdi med utgangspunkt i det norske markedet. Dette legger sterke føringer for at vi også skal benytte en markedspremie basert på det norske markedet. Vi velger derfor å basere vår markedspremie på Johnsens forskningsresultat, med en markedspremie på 5 %. Det skal sies at dette er et svært langt tidsperspektiv, og naturligvis vil det eksistere svingninger i denne perioden, men grunnet usikkerheten tilknyttet fremtidsestimeringen, anser vi denne markedspremien som et fornuftig estimat. Ved å studere årsrapporten til Sparebank 1 Nord-Norge ser vi at utenlandske eierinteresser per 31.12.07 er på ca. 14 %, men dette er langt under gjennomsnittet på børsen av utenlandske interessenter på ca. 40 %¹⁵⁴. Grunnen til dette kan være at utenlandske investorer er skeptiske til grunnfondsbevis, og hva de representerer.

7.1.6 Utbytteskatt

I 2002 vedtok det borgerlige stortingsflertallet å fjerne utbytteskatten, og i årene fremover ble det betalt ut store utbytter grunnet de nye reglene. Men fra 01.01 2006 trådte aksjonærmodellen i kraft, og dette førte til at skattefrie utbytter var en saga blott. De nye

¹⁵² Johnsen, 2006

¹⁵³ Post og teletilsynet, 2005

¹⁵⁴ Oslo Børs, 2008

reglene innebærer at investorer må betale 28 % skatt på utbytter som går utover et fastsatt skjermingsbeløp. Dette betyr at investorer slipper å betale skatt på den del av utbyttet som tilsvarer risikofri avkastning. Skjermingsrenten blir beregnet ut i fra gjennomsnittet av 3-måneders rente på statskasseveksler i inntektsåret¹⁵⁵. Men skattesatsen på 28 % vil være misvisende for hva investorer i realiteten betaler i utbytteskatt. På grunn av den nevnte skjermingen, at norske selskaper ikke betaler utbytteskatt, samt at tilpasninger er blitt gjort, vil den effektive utbytteskatten være vesentlig lavere. Det har vært oppe til drøfting om grunnfondsbevisene skal særbehandles grunnet deres eierstruktur. Blant aksjene på hovedindeksen har det vært en vanlig tendens at personlige skatteyttere utgjør 9 % av eierne. For grunnfondsbevis har eierstrukturen vært annerledes, her har personlige skatteyttere utgjort 55 % av eierne. Et annet poeng er at grunnfondsbevis historisk sett har betalt ut relativt større utbytter enn andre selskap grunnet ønsket om å kompensere for de begrensede mulighetene til reell innflytelse i sparebankene¹⁵⁶. Forslaget om særbehandling av grunnfondsbevis har ikke ført frem, dette er noe vi fikk bekreftet gjennom en telefonsamtale med ass. dir. Einar Kleppe i Sparebankforeningen. I 2006 var utbyttet relativt høyt, mens rentenivået var lavt, derfor setter vi utbytteskatten til 5 %. I 2007 og 2008 foretok Sparebank 1 Nord-Norge utbytteemisjon, i tillegg til at den risikofrie renten var stigende, og av denne grunn nedjusterer vi den effektive utbytteskatten til 0 % i disse årene.

Vi ender dermed opp med følgende avkastningskrav for henholdsvis grunnfondsbevisene og stiftelsen:

Tabell 21: Beregning av historisk avkastningskrav for grunnfondsbevisene og stiftelsen

Grunnfondsbevisenes								
EK-krav	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Risikofri rente før skatt	0,064	0,042	0,03	0,029	0,037	0,048	0,045	0,042
- 28 % skatt	0,018	0,012	0,008	0,008	0,01	0,013	0,013	0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,046	0,031	0,021	0,021	0,027	0,034	0,033	0,03
+ Justert beta	0,378	0,699	0,524	0,698	0,264	0,69	0,696	0,564
* Risikopremie etter skatt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+ Likviditetspremie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
= EK-krav før eff. utbytteskatt	0,095	0,096	0,077	0,086	0,07	0,099	0,098	0,089
/ 1-effektiv utbytteskatt	-	-	-	-	0,95	1	1	-

¹⁵⁵ Alstadsæter, Fjærli og Thoresen, 2006

¹⁵⁶ Sparebankforeningen, 2004

= EK-krav etter eff. utbytteskatt	0,095	0,096	0,077	0,086	0,074	0,099	0,098	0,089
Stiftelsens EK-krav								
Risikofri rente før skatt	0,064	0,042	0,03	0,029	0,037	0,048	0,045	0,042
- 28 % skatt	0,018	0,012	0,008	0,008	0,01	0,013	0,013	0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,046	0,031	0,021	0,021	0,027	0,034	0,033	0,03
+ Justert beta	0,378	0,699	0,524	0,698	0,264	0,69	0,696	0,564
* Risikopremie etter skatt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
= Egenkapitalkrav	0,065	0,066	0,047	0,056	0,04	0,069	0,068	0,058

Vi har nå den nødvendige informasjonen vi trenger for å beregne et vektet avkastningskrav basert på grunnfondsbrøken.

Tabell 22: Historisk vektet avkastningskrav

Vektet EK-krav for total EK	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Grunnfondsbeveiseiernes EK-krav	0,095	0,096	0,077	0,086	0,074	0,099	0,098	0,089
Stiftelsens EK-krav	0,065	0,066	0,047	0,056	0,04	0,069	0,068	0,058
Vektet egenkapitalkrav	0,079	0,079	0,06	0,068	0,052	0,079	0,078	0,071

8. Analyse av vekst

Vi vil her se på utviklingen i inntekter, kostnader og resultat slik at vi får et grunnlag for å foreta budsjettering, fremskriving av verdier og til slutt selve verdsettelsen. Det er viktig å få frem her at det er de normaliserte postene vi fokuserer på, til forskjell fra regnskapsanalysen ovenfor hvor vi vurderte reelle tall opp mot utvalget vårt. Grunnen til dette er som nevnt tidligere at unormale poster kan gi et misvisende bilde av bedriftens prestasjoner på lang sikt. Det å predikere hvordan den fremtidige veksten blir krever at man har en god forståelse av hvilken retning bedriften er på vei i. Når det gjelder banksektoren er denne som nevnt overfor konjunkturutsatt, og den er generelt avhengig av hvordan det går i økonomien som helhet. Det å forutsi fremtidige konjunkturer er noe som overgår vår evne, men vi vil etter beste evne forsøke å komme med realistiske estimater.

8.1. Egenkapitalvekst

Egenkapitalveksten avhenger i stor grad av hvor mye bedriften holder igjen av overskuddet, med andre ord størrelsen på tilbakeholdelsesgraden. Dette forholdstallet beregnes som (1- utdelingsforhold). Desto større utbytte en bedrift betaler ut, jo mindre kapital blir ført tilbake til driften, og dette vil ha en direkte effekt på bedriftens vekstmuligheter. Dersom en bedrift har en positiv superrentabilitet lønner det seg å føre store deler av den opptjente kapitalen tilbake til driften, slik at lønnsomme investeringer kan foretas. Dersom en bedrift har en negativ superrentabilitet, opererer den per definisjon ulønnsomt, og det kan da lønne seg å dele ut størst mulig utbytte slik at kapital ikke blir ført inn i den ulønnsomme driften.

Egenkapitalveksten kommer som et produkt av tilbakeholdelsesgraden og egenkapitalrentabiliteten, dvs. $g_E = b * R$. Vi har her dividert det avsatte utbyttet på årsresultatet de respektive årene, fordi dette viser hva som blir holdt igjen og hva som blir utbetalt. Til forskjell fra betalt utbytte som er et produkt fra tidligere år. Nedenfor har vi beregnet den normaliserte egenkapitalveksten til Sparebank 1 Nord-Norge over analyseperioden.

Tabell 23: Normalisert egenkapitalvekst for den historiske perioden

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Normalisert utdelingsforhold	0,301	0,373	0,353	0,374	0,351	0,458	0,283	0,356
Grunnfondseiernes andel	0,455	0,439	0,417	0,39	0,356	0,342	0,342	0,392
Norm. utdelingsforhold i hht. lov	0,301	0,373	0,353	0,374	0,351	0,342	0,283	0,34
Normalisert tilbakeholdelsesgrad	0,699	0,627	0,647	0,626	0,649	0,658	0,717	0,66
* Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,094	0,184	0,142	0,159	0,156	0,107	0,053	0,128
= Normalisert egenkapitalvekst	0,065	0,116	0,092	0,099	0,101	0,07	0,038	0,084

Grunnet lovmessige restriksjoner, som nevnt ovenfor, angående størrelsen på utbytte er vi nødt til å ta hensyn til dette i estimeringen av normalisert utdelingsforhold. Dette gjelder kun for 2007 hvor det normaliserte utdelingsforholdet oversteg det som er lovlig; vi velger å sette utdelingsforholdet på et maksimumsnivå gitt lovverket.

Ut i fra tabellen ser vi at det er visse svingninger, dette i sammenheng med en lang tidsperiode gjør at det blir naturlig å benytte gjennomsnittene som basis i de videre analysene. På sikt er det ingen bedrifter som kan vokse raskere enn økonomien, slik at egenkapitalveksten vil konvergere mot gjennomsnittet, noe som også kalles ”mean reverting”¹⁵⁷. Dersom man legger den historiske realveksten i norsk brutto nasjonal produkt på 3 %¹⁵⁸ til grunn, samt inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %, vil konvergeringsgrensen som bedrifter på sikt vil dras mot være 5,5 %, som utgjør den langsiktige nominelle veksten i økonomien.

8.2. Resultatvekstanalyse

Nedenfor har vi utarbeidet et trendresultatregnskap hvor vi ser på utviklingen i inntekter, kostnader og resultat for analyseperioden. Vi har valgt å benytte 2002 som basisår. Til opplysning så er noen av postene i basisåret negative, og dette fører til at en positiv utvikling får et negativ fortegn. Postene det er snakk om er ”Netto finansinntekt”, ”Unormalt netto driftsresultat” og ”Unormalt netto finansresultat”.

¹⁵⁷ Knivsflå, ROS 330, 2004

¹⁵⁸ Statistiske sentralbyrå, 2009

Tabell 24: Resultatvekstanalyse

Resultatvekstanalyse								
År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
Renteinntekter	1,000	0,824	0,586	0,589	0,738	1,082	1,442	
+ Provisjonsinntekter	1,000	1,089	1,162	1,215	1,278	1,414	1,404	
+ Andre driftsinntekter	1,000	0,75	1,417	1,333	0,667	0,583	0,5	
= Sum driftsinntekter	1,000	0,848	0,642	0,649	0,787	1,111	1,435	
Rentekostnader	1,000	0,726	0,334	0,355	0,575	1,049	1,547	
+ Provisjonskostnader	1,000	0,987	0,934	0,816	0,908	0,882	1,118	
+ Personalkostnader	1,000	1,047	1,083	1,219	1,219	1,213	1,178	
+ Administrasjonskostnader	1,000	1,043	0,983	0,991	0,918	1,121	1,198	
+ Avskrivinger	1,000	0,849	0,679	0,66	0,642	0,717	0,698	
+ Andre driftskostnader	1,000	1,016	1,161	1,056	1,04	1,145	1,258	
= Sum driftskostnader	1,000	0,814	0,539	0,563	0,713	1,068	1,432	
= Driftsres. før driftsrel. tap	1,000	1,031	1,2	1,12	1,19	1,343	1,451	
- Driftsrelatert tap	1,000	1,095	0,935	0,82	0,91	0,98	1,235	
= Driftsres. etter driftsrel. tap	1,000	0,99	1,371	1,313	1,371	1,577	1,59	
- Driftsrelatert skatt	1,000	0,99	1,371	1,313	1,371	1,58	1,59	
= Netto driftsresultat	1,000	0,991	1,37	1,312	1,37	1,575	1,589	
+ Netto finansinntekt	1,000	-0,387	-0,655	-1,622	-1,794	-0,048	1,897	
- Normalisert finansinntektsskatt	1,000	3,5	1,3	1	1	1	1	
- Netto finanskostnad	1,000	0	0	0	0	0	0	
- Normalisert finanskostnadsskatt	1,000	0	0	0	0	0	0	
= Nettoresultat til egenkapital	1,000	1,126	1,616	1,93	2,054	1,594	0,868	
+ Unormalt netto driftsresultat	1,000	1,099	0,496	-1,105	-2,494	-0,62	0,663	
+ Unormalt netto finansresultat	1,000	-0,11	-0,012	0	0	0	0	
= Fullstendig nettores. til EK	1,000	1,917	3,375	5,125	6,323	4,042	1,542	

Som vi ser av resultatvekstanalysen var driftsinntektene avtakende fra 2002 til 2005, hvor de så begynte å stige fra 2006. I 2007 og 2008 var driftsinntektene for første gang i analyseperioden høyere enn i basisåret. I og med at Sparebank 1 Nord-Norge har hatt en økning i brutto utlån i alle årene, skyldes nedgangen i renteinntekter i årene 2003 til 2006 et lavere rentenivå. Rentenivået tok seg opp igjen i 2007 og økte videre i 2008. Vi ser videre at driftskostnadene har fulgt samme utvikling som driftsinntektene (pga. rentenivået), og dette har ført til at driftsresultatet før tap har utviklet seg positivt i forhold til basisåret i alle årene. Driftsresultatet før tap var i 2008 ca. 45 % høyere enn i 2002. Dersom man tar det driftsrelaterte tapet med i betraktningen har driftsresultatet i 2008 økt med 59 % i forhold til 2002, noe som også er tilfellet for netto driftsresultat.

Nettoresultatet til egenkapitalen hadde en positiv utvikling i årene 2003 til og med 2006, hvor det så begynte å avta. I 2008 ser vi at nettoresultatet til egenkapitalen utgjør 86,8 % av det

samme resultatet i basisåret. Tar man høyde for de unormale postene gikk nettoresultatet til egenkapitalen 6-gangeren i 2006 i forhold til basisåret. Man ser videre at det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen gikk drastisk ned fra 2006 til 2008.

Om Sparebank 1 Nord-Norge har skapt verdier for sine aksjonærer historisk sett kan gi en viss pekepinne på hvordan de vil gjøre det i fremtiden.

Tabell 25: Historisk superrentabilitet til egenkapitalen

	Basert på normaliserte tall	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
	Egenkapitalrentabilitet	0,094	0,184	0,142	0,159	0,156	0,107	0,053	0,128
-	Vektet egenkapitalkrav	0,079	0,079	0,06	0,068	0,052	0,079	0,078	0,071
=	Superrentabilitet til EK	0,015	0,105	0,083	0,091	0,104	0,028	-0,025	0,057

9. Fremtidsregnskap

En sentral del av verdsettelsen handler om det å budsjettere kontantstrømmer for en viss tidsperiode fremover, gjerne 5-15 år ¹⁵⁹. Dette betegnes ofte som et fremtidsregnskap (proforma-regnskap), og grunnlaget for å lage et slikt regnskap ligger i regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Hovedforskjellen mellom dagens regnskap og et fremtidsregnskap er at dagens regnskap bygger på bankens nåværende posisjon, mens et fremtidsregnskap bygger på fremtidige forventninger knyttet til kontantstrømmer og vekst. Neste punkt på agendaen er å utarbeide et fremtidsregnskap. Det første spørsmålet vi må stille oss er hvor lang framskrivingsplan vi behøver, altså budsjettperioden. Et viktig fenomen ved valg av periode er når vi forventer at bedriften når steady state.

9.1. Valg av budsjettthorisont – steady state

Valg av budsjettthorisont, og tidspunkt for steady state, er et viktig element når man skal konstruere et fremtidsregnskap. Steady state er tidspunktet hvor virksomheten har kommet inn i en stabil vekstfase, og er derfor et hensiktsmessig utgangspunkt for å kalkulere verdien av selskapet. Dersom bedriften man skal verdsette er i en vekstfase, og av denne grunn er rimelig ustabil vil det å velge en lang budsjettthorisont kunne være hensiktsmessig. Begrunnelsen for dette er at det vil være urealistisk å anta at steady state vil inntreffe i nærmeste framtid. Det motsatte vil være tilfelle dersom bedriften man skal verdsette er en moden og stabil bedrift, hvor det vil være naturlig å velge en noe kortere budsjettthorisont, på grunn av at fremtidige kontantstrømmer og vekst er mer forutsigbar. De fleste vil være enige i at Sparebank 1 Nord-Norge opererer i en moden bransje. Av denne grunn vil det være naturlig å velge en kort budsjettthorisont. Et argument mot dette er at banker er betydelig konjunkturutsatte, og at det derfor kan være vanskelig å forutse fremtidige kontantstrømmer og vekst, grunnet vanskeligheten rundt det å spå om fremtidige konjunktursykluser. På en annen side, så strekker vår analyseperiode seg over en 7-års periode hvor det til dels har vært både lavkonjunktur og høykonjunktur, og vi føler oss rimelig trygge på at regnskapsanalysen vi har foretatt vil være svært relevant for det å kunne spå om fremtiden. Til syvende og sist vil det å spå om fremtiden i beste fall være en kvalifisert gjetning, og fremtidige kontantstrømmer og

¹⁵⁹ Boye og Meyer, 2000

vekst vil i stor grad være basert på subjektive antagelser. På bakgrunn av drøftingen ovenfor har vi valgt å benytte en budsjettthorisont på 5 år.

9.2. Budsjetteringen

Når man budsjetterer inn i framtiden er det lite hensiktsmessig å budsjettere hver enkelt post i regnskapet. Det essensielle er her å trekke ut de viktigste budsjettdriverne, og budsjettere inn veksten i disse. Våre antagelser er basert på den historiske utviklingen over analyseperioden og utsiktene fremover. For eksempel når vi studerer utviklingen i netto rentemargin, sett opp i mot risikobildet, uttrykt med tap på utlån, anser vi at Sparebank 1 Nord-Norge har redusert sin risiko fra 2002. Dette medfører at vi ikke tror netto rentemargin går så langt opp som 2002-nivået. Banken har ryddet i porteføljen, og blant annet begrenset eksponeringen mot fiskeindustrien. Konjunkturantagelsene er basert på prognoser om fremtiden utarbeidet av statistisk sentralbyrå. Prognosene går bare frem til 2012, men gir fortsatt en fin indikasjon på trenden i markedet videre¹⁶⁰.

Tabell 26: Fremtidsprognoser fra Statistisk Sentralbyrå

År	2009	2010	2011	2012
BNP Fastlands-Norge	-1,7	0,9	2,6	3,4
Arbeidsledighet	3,7	4,7	4,7	4,2
KPI vekst	1,4	1,0	2,2	2,7
Lønn, normalårsverk	3,8	3,2	3,5	4,3

Her følger våre viktigste budsjett drivere for Sparebank 1 Nord-Norge:

1. Vekst i forvaltningskapital og brutto utlån

Størrelsen på den gjennomsnittlige forvaltningskapitalen (GFK) har stor innflytelse på hvor mye netto rentemargin blir i kroner og ører. Det er på basis av denne at netto rentemargin blir

¹⁶⁰ Statistiske sentralbyrå, 2009, nr 2.

beregnet. Kort fortalt er forvaltningskapitalen egenkapital og gjeld som finnes i selskapet, og utgjør i realiteten totalkapitalen.

Tabell 27: Gjennomsnittlig forvaltningskapital og vekst historisk sett

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Gj.snittlig forvaltningskap.	36 559	39 354	42 111	44 463	50 715	57 415	60 449	
Vekst	-	7,65 %	7,01 %	5,59 %	14,06 %	13,21 %	5,28 %	8,80 %

Tabell 28: Brutto utlån og vekst historisk sett

År	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Brutto utlån	33344	36573	37570	41065	45404	48945	49491	
Vekst	-	9,68 %	2,73 %	9,30 %	10,57 %	7,80 %	1,12 %	6,87 %

Vekst i brutto utlån og forvaltningskapital har en høy korrelasjon. Dette kommer av at vekst i brutto utlån må finansieres på en eller annen måte, og dermed vil forvaltningskapitalen også øke når brutto utlån øker. Vi har tidligere i oppgaven argumentert for at bankene har innført en mer restriktiv utlånspolitikk, og dette ser vi klart på vekstprosenten i 2008 (1,12 %). På bakgrunn av prognosene på BNP ovenfor antar vi at veksten også i 2009 vil være lav, men at tiltak fra staten vil kunne gi en liten vekst i utlån og vi setter derfor denne til 1,5 %. 2010 kan bli et litt bedre år, men i liten grad, og vi velger dermed å sette veksten på 3 %. Når økonomien blomstrer igjen er det vanlig med et skift oppover i vekstraten slik at en vekst på 6 % forventes i 2011, mens fra 2012 forventer vi at utlånsveksten flater ut og ligger på 5,5 %. Grunnen til at vi legger konvergeringen under snittet for 2002-2008 er at vi tror veksten i brutto utlån har vært noe unormalt stort her, og er mer enn økonomien egentlig tåler.

Når det gjelder forvaltningskapitalen har den i gjennomsnitt økt mer enn brutto utlån, dette kommer blant annet av at banken ønsker å holde mer som buffer i selskapet, gjennom økt innskudd og mer egenkapital. Grunnet Sparebank 1 Nord-Norges solide posisjon på både soliditets- og likviditetssiden tror vi ikke forvaltningskapitalen vil øke så mye de neste to årene; i 2009 tror vi på 3,0 % og 4 % i 2010. Mens i 2011 vil økonomien få en liten oppgang, og vi forventer en vekst i forvaltningskapitalen på 5,50 %, og deretter antar vi en vekst på 6 % i 2012 og 2013, før man går inn i steady state i 2014. Veksten i 2006 og 2007 driver gjennomsnittet mye opp, samt at man på lang sikt ikke kan vokse mer enn økonomien som

helhet. I steady state har vi derfor valgt å benytte en vekst lik 5,5 % som samstemmer med den forventede veksten i økonomien generelt.

Ut i fra drøftingen ovenfor kommer vi fram til følgende fremtidsbudsjetteringer for gjennomsnittlig forvaltningskapital og brutto utlån:

Tabell 29: Gjennomsnittlig forvaltningskapital beregnet for fremtiden

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Gj. Snittlig forvaltningskap.	62 262	64 753	68 314	72 413	76 758	80 980

Tabell 30: Brutto utlån beregnet for fremtiden

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Brutto utlån	50 233	51 740	54 845	57 861	61 044	64 401

2. Bankens hovedpulsåre, budsjettering av netto rentemargin

Dette er helt klart den viktigste inntektskilden til banken, og kan av denne grunn kalles bankens hovedpulsåre. Grunnen til at vi slår sammen renteinntekter og rentekostnader, er naturlig nok at de er sterkt linket opp mot hverandre, og det som er interessant er hva som er nettoen.

Når det gjelder netto rentemargin er denne i stor grad avhengig av hvordan økonomien går som helhet. Ved en lavkonjunktur vil man måtte regne med en høyere utlånsrente grunnet at banken legger inn en større risikopremie i utlånsrenten. Selv om bankene selv kanskje får en høyere innlånsrente, så vil rentemarginen øke på grunn av at bankene lempet mesteparten av de økte kostnadene over på kundene. Vi antar at rentemarginen vil øke med 15 basispunkter i løpet av 2009, grunnet den pågående finanskrisen og lavkonjunktoren vi er inne i. Denne situasjonen antar vi vil vedvare gjennom 2010, hvor vi har antatt at rentemarginen vil øke med ytterligere 15 basispunkter. Mot slutten av 2010 og inn 2011 antar vi at økonomien får et lite løft, og vi antar dermed at rentemarginen da vil synke med 5 basispunkter. Dette er i henhold til statistisk sentralbyrå sine prediksjoner, de anslår et løft i økonomien fra begynnelsen av 2011.

2012 og 2013 antar vi vil bli to gode år for norsk økonomi og verdensøkonomien som helhet. Selv om man kanskje ikke blir å oppleve den store oppgangen som vi har hatt de siste årene,

så vil positiviteten igjen rå i markedet i disse årene. Vi forutsetter derfor at rentemarginen vil falle med 15 basispunkter i 2012, og at den også vil falle med 15 basispunkter i 2013. Den stabiliserer seg dermed i steady state på 2,04 %.

3. Netto provisjonsinntekter

Netto provisjonsinntekter antar vi vil gå litt ned i 2009. Dette på grunn av at Sparebank 1 Nord-Norge i stor grad har blitt gebyrfri, og at vi antar det i tiden framover vil eksistere stor priskonkurranse på tjenester. I tillegg er dagligkassetjenesten i mer eller mindre grad på vei bort. Vi tror at provisjonsinntektene som banken tjener på verdipapiromsetningen og forvaltningen vil kunne øke i 2009 på grunn av en lavere innskuddsrente, og at flere anser dette som et gunstig investeringstidspunkt; man får mange flere andeler nå enn tidligere. Spesielt provisjonsinntektene knyttet til fondsforvaltningen tror vi vil øke grunnet folks tro på at det nå er gunstig å spare i fond i påvente av oppgangstidene. Totalt sett antar vi en nedgang i netto provisjonsinntekter i 2009 på 5 %. Det er vanskelig å si noe om hva fremtiden vil bringe for denne nettoposten, men vi antar at det vil bli en generell økning både når det gjelder provisjonsinntekter tilknyttet forvaltning og forsikringstjenester. Vi velger å sette en årlig vekstprosent på 2 % i 2010, 3 % i 2011, før vi antar at denne posten vil konvergere mot 7 % i 2012 og 2013. Dette tilsvarer den gjennomsnittlige årlige endringen i netto provisjonsinntekter i perioden 2002-2008.

4. Sum andre driftsinntekter og kostnader

Personalkostnader utgjør en stor andel av driftskostnadene, og denne antar vi vil avta i 2009 og i 2010. Dette grunnet nedbemanning og effektivisering i banken. Videre må man kunne anta at banken igjen vil tilpasse seg markedet når det bli oppgangstider, slik at vi antar at personalkostnadene vil begynne å stige fra 2011 og utover. Administrasjonskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader antar vi vil stige gjennom at banken hele tiden er i en viss vekst. Vi antar at sum andre driftsinntekter og driftskostnader vil minke med 2 % i 2009, bli uendret i 2010, før den begynner å stige i 2011 med 2 % årlig.

5. Netto finansinntekter

Denne posten var sterkt negativ i 2008 grunnet store tap på verdipapirer. Vi mener denne posten vil få et lite løft i 2009 grunnet verdistigning på verdipapirer, og videre et løft inn i 2010. I 2011 vil den få et sterkt skift oppover, og videre stige jevnt frem mot 2013. Fra 2013

og utover antar vi at de finansielle inntektene vokser i takt med den generelle veksten i norsk økonomi, den vil altså konvergere mot 5,50 %.

6. Tap på utlån

Vi har nok enda ikke sett den fulle effekten av finanskrisen når det gjelder tap på utlån. Tar man i betraktning at arbeidsledigheten i tiden fremover vil stige fra et historisk lavt nivå, så må man kunne anta at denne posten vil øke i tiden fremover. Vi har som tidligere nevnt valgt å sette 0,50 % tap på brutto utlån som basis, og deretter justere denne for konjunktursvingninger. Vi antar at tapene i 2009 vil komme opp mot 0,70 % av brutto utlån. Grunnet de mørke utsiktene på arbeidsmarkedet vil nok kanskje noen synes dette virker lavt, men tar man høyde for det økte fokuset på risikostyring i utlånsporteføljen, mener vi dette vil være et godt estimat for tapene i 2009. I 2010 antar vi at tapene vil bli litt lavere, henholdsvis 0,65 % av brutto utlån. I 2011 og 2012 vil tapene gå mot normalen som er 0,50 %. Fra 2013 og utover vil tapene ligge rundt 0,40 % av brutto utlån. Grunnen til at vi ikke har 0,50 % i steady state er at det historisk sett ikke har vært så høyt, og vi har dermed valgt å sette 0,40 % i stedet, siden vi antar at dette er et mer realistisk langsiktig estimat. Disse anslagene følger konjunkturførespeilingen som er gjort ovenfor, og er naturlig siden tap på utlån øker ved lavkonjunktur og vica versa.

7. Skatt

Vi har valgt å benytte den normaliserte driftsskattesatsen i vår fremtidsbudsjettering, altså 29,4 %. Mens for de finansielle postene brukes normal finansskatt på 28 %.

8. Utdelingsforhold

Et annet forhold som er viktig i forhold til vår verdsettelse er netto utbetalt utbytte. Sparebank 1 Nord-Norge er kjent for å betale ut stabile utbytter, og dette er en av grunnene til at mange investorer velger å kjøpe grunnfondsbevis. Fra tabell 23 ovenfor ser vi at det normaliserte utdelingsforholdet er nokså jevnt, med et snitt på 34 %. Ved å anta lavkonjunktur i 2009 og 2010 legger dette føringer for en restriktiv utbyttepolitikk. Dette medfører at vi i 2009 antar et normalisert utdelingsforhold på 28 %, som er en marginal prosentmessig nedgang fra 2008. Mens i 2010 ser økonomien noe lysere ut slik at en utdelingsprosent på 29 % blir benyttet. Nedenfor har vi antatt en grunnfondsbrøkstabilisering på 34 %, og historisk sett har aldri banken gitt ut maksimalt utbytte (34 %). Historisk sett har utbyttene ligget i intervallet 80-95

% av det maksimale utbytte i henhold til lovverket. Vi velger å legge oss midt i dette intervallet, og antar en stabilisering på 30 % utdelingsforhold, dette er ca. 88 % av det tillatte.

På bakgrunn av dette ender vi opp med følgende framtidresultatregnskap:

Tabell 31: Fremtidsregnskap

År	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Netto renteinntekt	1 264	1 395	1 543	1 599	1 586	1 566	1 652
+ Netto provisjonsinntekter	339	322	328	338	362	387	409
+ Sum andre driftsinntekter og kostn.	-863	-846	-846	-863	-880	-898	-947
= Driftsresultat før driftsrelatert tap	740	871	1 026	1 074	1 068	1 056	1 114
- Tap på utlån normalisert	247	352	336	274	288	242	255
= Driftsres. etter driftsrel. tap f. sk.	493	519	690	800	780	814	859
- Driftsrelatert skatt	145	153	203	235	229	239	252
= Driftsresultat etter skatt	348	367	487	565	551	575	606
+ Netto finansinntekt	-220	21	42	60	70	80	84
- Finansiell skatt	-62	6	12	17	20	22	24
= Resultat for regnskapsåret	190	382	517	608	601	632	667
- Netto betalt utbytte	54	107	150	182	180	190	200
= Endring i EK	136	275	367	426	421	442	467

9.3. Egenkapital for å møte veksten

Ved å studere tidligere forskning på verdsettelsesområdet ser vi at en vanlig framgangsmåte er å estimere en fremtidsbalanse, for på denne måten å kunne predikere hva økningen i egenkapitalen må være for å møte veksten, det vil si hva som er den potensielle frie kontantstrømmen. Som skrevet tidligere finner vi det vanskelig, og lite hensiktsmessig og sette opp en ny balanse grunnet vanskeligheten med klassifiseringen. Vi føler at denne framgangsmåten bli alt for unøyaktig for vår problemstilling, og vi velger derfor en annen framgangsmåte. Bankene har spesielle egenkapitalkrav samtidig som de er mye giret, vi velger derfor å se på kjernekapitaldekningen og estimere den fremtidige egenkapitalen ut fra denne. En annen viktig grunn for at vi velger denne framgangsmåten er vanskeligheten med å estimere hva som trengs av kapital for å opprettholde grunnfondsbrøken. Bakt inn i kjernekapitalprosenten ligger også innskutt egenkapital som trengs i fremtiden, og det å estimere hva slags kapitalbehov banken har i fremtiden blir vanskelig. Vi forsøkte å beregne dette ved å holde grunnfondsbrøken jevn på 34 % for så å estimere hvor mye kapital i tillegg til tilbakeholdt overskudd som trengs for å opprettholde prosentandelen, men våre

beregninger strandet grunnet vanskeligheten med å beregne fradrag i grunnfondsbeviskapital og sparebankenes fond. En annen ting som kompliserte beregningene er at kapitalinnskudd som oftest kommer som en utbytteemisjon, og dette påvirker igjen grunnfondsbrøken. Vi velger derfor å bake kapitalbehovet inn i kjernekapitalprosenten, og føler at dette er en tilfredsstillende løsning.

For å kunne gjøre disse beregningene må vi ta noen forbehold. For det første er det vanskelig å estimere hva nevneren i kjernekapitaldekningen blir i fremtiden, men vi velger her å anta at denne holder seg noenlunde stabil med noe avtagende utvikling grunnet mer fokus på utlånspolitikken. Samtidig som offentlig sektor er i vekst (lav risiko), noe som kan medføre et lavere beregningsgrunnlag etter IRB. IRB ble først innført i 2007 i morbanken, derfor starter perioden i dette året.

Tabell 32: Andel risikovektet beregningsgrunnlag av brutto utlån

År	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Risikovektet beregningsgr. lag etter IRB	35 817	35 753	36 168	36 994	38 940	40 792	42 791	45 081
Prosent av brutto utlån	73,18 %	72,24 %	72 %	71,50 %	71 %	70,50 %	70 %	70 %

Vi har da en bit av puslespillet, nemlig nevneren. Målsetningen for konsernet når det gjelder kjernekapitalen ligger på 9 %, og vil ikke avvike mye i fra morbanken. Vi antar at kjernekapitaldekningen vil stabilisere seg på 9,85 % i steady state, dette begrunnes i at bankene med stor sannsynlighet vil bygge opp en buffer i tiden fremover. Kjernekapitalen består av balanseført egenkapital, fondsobligasjoner, utsatt skatt, goodwill og andre immaterielle eiendeler, ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner og fradrag for forventet tap utover avsetning. I 2007 og 2008 har differansen mellom kjernekapital og balanseført egenkapital vært utbytte (trekt ut fra utjevningsfondet) og -160 som består av fondsobligasjoner og poster nevnt ovenfor. Det vil være vanskelig for oss å spå nøyaktig hva disse postene vil utgjøre i budsjetteringsperioden, men vi antar at postene totalt sett vokser i samme takt som brutto utlån. Gitt disse forutsetningene kan vi nå beregne kjernekapitalen, og den påfølgende balanseførte egenkapitalen i budsjetteringsperioden. Grunnen til at den balanseførte egenkapitalen ikke samstemmer med endring i egenkapitalen på bakgrunn av årsresultatet, er at egenkapitalen i banken inneholder poster som blant annet gavefondet og utjevningsfondet, som gjør at egenkapitalen kan bevege seg annerledes enn beregningene

viser ovenfor. Dette i tillegg til at innskutt kapital vil forandre egenkapitalbasen gjør oss enda mer sikre på at framgangsmåten nedenfor er den mest relevante.

Tabell 33: Beregning av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen og egenkapitalveksten

År	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Totalt beregningsgr.lag IRB	35 753	36 168	36 994	38 940	40 792	42 731	45 081
* Kjernekapitaldekning	9,61 %	9,65 %	9,70 %	9,75 %	9,78 %	9,85 %	9,85 %
= Kjernekapital	3 436	3 490	3 588	3 797	3 989	4 209	4 440
+ Sum fondsobligasjoner m.m	160	162	167	177	187	197	208
+ Fradrag fond for ureal. gev.	6	0	0	0	0	0	0
+ Avsatt utbytte	54	107	150	182	180	190	200
= Balanseført egenkapital	3 656	3 760	3 906	4 156	4 357	4 596	4 849
Endr. EK for å møte vekst	90	104	146	251	200	239	253
Fri kontantstrøm til EK							
Årsresultat	190	382	517	608	601	632	667
- Endring EK for å møte vekst	90	104	146	251	200	239	253
= Fri kontantstrøm til EK	100	278	371	357	401	393	414
Egenkapitalvekst	2,50 %	2,80 %	3,90 %	6,40 %	4,80 %	5,50 %	5,50 %

Denne framgangsmåten gjør at vi får bakt inn problemet med andel reinvesteringer, og den sammenfaller også med Damodaran (2002) sin anbefaling om å tilpasse den frie kontantstrømmen ved anvendelse på finansielle institusjoner. Han argumenterer for at man kan anta at bankene må reinvestere kapital for å kunne vokse på utlånsiden i framtiden. Ved bruk av denne framgangsmåten for å takle reinvesteringsproblematikken ved verdsettelse av banker, kan vi basere verdsettelsen på den frie kontantstrømmen til egenkapitalen.

Det framkommer her at vi forventer et solid årsresultat framover, og hvis vi ser tilbake på analysen til den underliggende bankdriften ser vi at disse beregningene virker fornuftige. På lang sikt vil verdensøkonomien stabilisere seg, og denne antagelsen i tillegg til antagelsen om en fortsettende solid underliggende bankdrift er forklaringen til den gode utviklingen til Sparebank 1 Nord-Norge.

Det som i realiteten skjer med grunnfondsbrøken (aksjonærenes eierandel i banken) når det gis utbytte er at den synker, gitt at det ikke skytes inn penger. Dette kommer av at grunnfondsbeviskapitalen, overkursfondet og utjevningfondet, som utgjør grunnfondsbrøken,

vil stige noe mindre (avhengig av størrelsen på utbytte og endringer i postene), mens sparebankens fond vanligvis vil få en økning, som naturligvis vil øke den totale egenkapitalen. Sparebankens fond og gavefondet kan anses som den selveide stiftelsens andel av egenkapitalen. Når denne delen av egenkapitalen stiger mer enn grunnfondseierens andel vil grunnfondsbrøken synke, noe vi ser er en klar tendens fra 2002 og utover, men de to-tre siste årene i analyseperioden ser vi at grunnfondsbrøken går mot en mer stabil andel (ca. 34 %). I framtidsregnskapet forutsetter vi en stabil grunnfondsbrøk på 34 % fra 2010 og utover, mens grunnfondsbrøken for 2008 og 2009 er hentet fra årsregnskapene. Det er normal praksis å beregne grunnfondsbrøken per 01.01 grunnet at aksjonærene som skal ha rett til utbytte må være eiere før mars måned.

Tabell 34: Antatt grunnfondsbrøk og utbytteprosent

År	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Årsresultat	190	382	517	608	601	632	667
Grunnfondsbrøk	34,22 %	34,54 %	34 %	34 %	34 %	34 %	34 %
Grunnfondseierens andel av årsres. (maks.utbytte)	65	132	176	207	204	215	227
Avsatt utbytte	54	107	150	182	180	190	200
Til utjevningfondet	11	25	26	25	24	25	27
Stiftelsens andel	125	250	341	401	397	417	440
Utbytteprosent	28,30 %	28,00 %	29,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %

Ved å analysere den prosentmessige faktiske utbytteprosenten ser vi at utbytteprosenten ligger noe lavere enn det som er maksimalt tillatt. Vi velger derfor å fortsette denne trenden inn i framtiden, og havner dermed på en stabil utbytteprosent på 30 %. Det er stiftelsen som får det residuale av overskuddet som aksjonærene ikke har krav på.

Vi ser ut fra regnskapsanalysen at kjernekapitalen historisk sett har økt ved lav vekst i utlån, dette er tilfellet i 2009 og 2010. Derfor estimerer vi at kjernekapitalen skal stige noe disse to respektive årene. Fra 2011 og utover stiger kjernekapitalprosenten noe grunnet at egenkapitalen øker grunnet mye "plowback" i form av stiftelses andel, samt at vi antar et behov for mer grunnfondskapital i form av innskutt kapital fra aksjonærene. En medvirkende årsak til denne antagelsen er at grunnfondsbevisbrøken er avhengig av kapitalinnskudd for å opprettholdes på et normalt nivå. Jo mer tilbakeholdt overskudd som tilføres sparebankens fond, jo mindre eierandel vil grunnfondsbeviserne få. Grunnet dette vil dermed

kjernekapitalen fortsette å stige fram til steady state tidspunktet, og selv om veksten i brutto utlån øker noe er den historisk sett på et moderat nivå. Denne edruelige vekstpolitikken samt mer fokus på å minske risikoen ligger i bakgrunn for våre kjernekapitalestimater.

Grunne til at vi adderer sum fondsobligasjoner m.m, fradrag for fond for urealiserte gevinster og utbytte er for å kunne beregne oss fra kjernekapitalen til den balanseførte egenkapitalen. For eksempel er ikke fondsobligasjoner egenkapital, denne er mer et hybridinstrument. Denne har prioritet foran aksjekapital og grunnfondsbeviskapital, men etter ansvarlig lånekapital. Dette er en gunstig finansieringskilde for bankene hovedsakelig fordi den gir rett til skattefradrag for rentekostnader, og at renten på disse obligasjonene er overskuddsavhengig¹⁶¹. Posten fradrag for fond for urealiserte gevinster i 2008 har vi valgt å sette lik null i framtidsbudsjetteringen, da det ser ut til at denne posten ikke er triviell sett ut i fra tidligere årsregnskap.

Det vi mangler for å kunne gi et verdiestimat er et framtidskrav, og dette blir dermed neste punkt på agendaen.

¹⁶¹ Sparebankforeningen, 2001

10. Framtidskrav

For å kunne diskontere den frie kontantstrømmen vi har kommet fram til gjennom framtidbudsjetteringen, har vi behov for å estimere et fremtidsrettet avkastningskrav. Dette skal dermed benyttes til å finne verdien av selskapet, gitt antagelsene tidligere i denne oppgaven. Fokuset i vår oppgave har hele tiden vært på egenkapitalen, og dette vil naturlig nok også være tilfellet i dette kapitlet.

10.1. Avkastningskrav til egenkapitalen

Det er den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, forent med et avkastningskrav som skal lede fram til verdien på morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge, samt at vi må ta hensyn til vekst gjennom at formelen for verdisetting er satt til $k-g$ i steady state. De elementære driverne for å finne avkastningskravet er de samme som ovenfor, det vil si: risikofri rente etter skatt, likviditetspremie, egenkapitalbeta og risikopremie etter skatt. Vanskeligheten her er å finne fornuftige anslag på disse postene for framtiden.

Siden sparebankene har en unik egenkapitalsammensetning og eierstruktur må vi beregne to avkastningskrav. Dette kommer av at en del av bankens egenkapital er notert på børsen, uttrykt gjennom grunnfondsbeviskapitalen. I denne sammenheng er det naturlig, som nevnt tidligere, at grunnfondsbeviskravet blir oppjustert med en likviditetspremie grunnet innlåsningsrisikoen. I tillegg er det kun grunnfondsbevisene som mottar utbytte, og de må dermed belastes med en utbytteskatt, noe som må reflekteres i avkastningskravet. Det vil ikke være korrekt å belaste stiftelsens avkastningskrav med en utbytteskatt nettopp siden utbytte ikke utdeles. Videre vil man ikke, etter vår mening, kunne forsvare en likviditetspremie i stiftelsens avkastningskrav grunnet stiftelsens langsiktige eierhorisont. Dette samstemmer med Gjesdal og Johnsen (1999) sin anbefaling om at for eksempel statlige institusjoner, som ofte har en langsiktig eierhorisont på sine investeringer, ikke kan forlange en likviditetspremie.

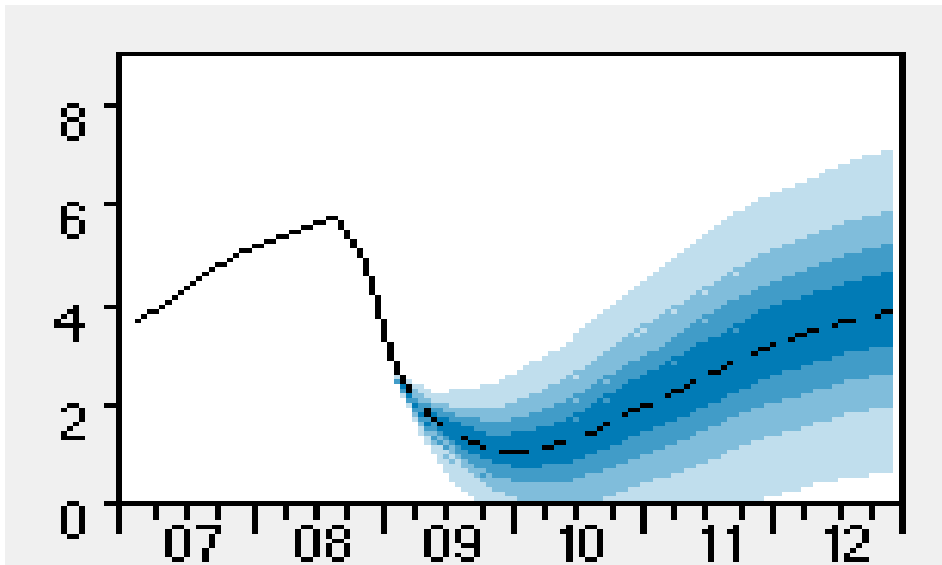
Likviditetspremien holder vi konstant på 3 % som antatt under beregningen av det historiske avkastningskravet til grunnfondsbevisene, dette fordi vi antar at grunnfondsbevisene i Sparebank 1 Nord-Norge vil fortsette å være lite omsettelige.

10.1.1. Risikofri rente og markedspremie etter skatt

Det å predikere rentebanen 5 år frem i tid er en vanskelig affære og er avhengig av mange faktorer. Inflasjon innenlands, rentenivået i Europa og forholdene i økonomien er noen av de viktigste eksemplene på hva som vil påvirke styringsrenten, og dermed den risikofrie renten. Styringsrenteforventningene til Norges Bank er et bra verktøy å ta utgangspunkt i for å anta hva renten blir i fremtiden, men vi velger også her å bruke 3 års statsobligasjonsrente. Det som blir utfordringen da er å estimere hva obligasjonsrenten blir; er rentebanen antatt stigende inn i fremtiden vil den fremtidige statsobligasjonsrenten ligge noe over styringsrenten. For eksempel i 2006 var årsgjennomsnittlig foliorente på 2,74 % med stigende rentebane, da var den effektive renten på 3 års statsobligasjonsrente 3,74 % i gjennomsnitt. Vi velger å basere anslaget på den risikofrie renten på den historiske utviklingen og den siste pengerapporten til Norges Bank, dette for å få ferskest mulig informasjon.

Vi ser fra Norges Bank sin hjemmeside at deres praksis for å finne 3 års statsobligasjonsrente for hvert år er å vekte statsobligasjoner med ulik gjenstående løpetid. Denne praksisen blir vanskelig å gjennomføre når vi skal estimere fremtidsrenten. Hvis man ser på den gjennomsnittlige statsobligasjonsrenten over siste tiårsperiode ligger denne på ca. 5,3 %. Dette blir dermed en god pekepinne på hva renten kan bli i horisonten. Dette underbygges av sentralbanksjefens uttalelse om at en normal styringsrente bør ligge i nedre del av intervallet mellom 5-6 %¹⁶². Vi antar med dette at en normal renteperiode gir en flat rentekurve, og i steady state har vi derfor valgt å legge oss på en risikofri rente på 5 %. Vi mener dette er et godt estimat på den gjennomsnittlige renten i uendelig framtid.

¹⁶² NæringsAvisen 24, 2005



Figur 29: Forventet styringsrente fram til 2012

Kilde: Pengepolitisk rapport 01/09

Jamfør begrunnelsen ovenfor angående markedspremien velger vi å opprettholde Johnsen sin markedspremie på 5 % etter skatt. Dette anser vi som en fornuftig markedspremie sett i et langsiktig perspektiv.

10.1.2. Utbytteskatt

I andre typer verdsettelsesoppgaver har vi observert at den effektive utbytteskatten ofte settes i intervallet 3-5 % i horisonten, men vi mener dette intervallet er noe lavt grunnet at grunnfondsbeviskapitalen, som nevnt ovenfor, historisk sett har vært kjent for å være utbyttepapirer. Av denne grunn har vi valgt å sette den effektive utbytteskattesatsen lik 7 % i steady state. I 2009 setter vi den effektive utbytteskatten lik 2 %, grunnet moderat utbytte. Etter hvert som utbyttene eskalerer vil også utbytteskatten stige. Grunnen til at den effektive utbytteskatten blir forskjellig i 2012 og 2013, på tross av at utbyttene er like, er at rentekurven er stigende, noe som igjen fører til større skjermingsfradrag.

Tabell 35: Estimert avkastningskrav for grunnfondsbeveiseierne og stiftelsen

	Grunnfondsbeveiseiernes EK-krav	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
	Risikofri rente før skatt	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05	0,05
-	28 % skatt	0,0084	0,0098	0,0112	0,0126	0,014	0,014
=	Risikofri rente etter skatt	0,022	0,025	0,029	0,0324	0,036	0,036
+	Justert beta*	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
*	Risikopremie etter skatt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
+	Likviditetspremie	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
=	EK-krav før eff. utbytteskatt	0,082	0,085	0,089	0,092	0,096	0,096
/	1-effektiv utbytteskatt	0,98	0,96	0,95	0,94	0,93	0,93
=	EK-krav etter eff. utbytteskatt	0,084	0,089	0,094	0,098	0,103	0,103
	Stiftelsens EK-krav						
	Risikofri rente før skatt	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05	0,05
-	28 % skatt	0,0084	0,0098	0,0112	0,0126	0,014	0,014
=	Risikofri rente etter skatt	0,022	0,025	0,029	0,0324	0,036	0,036
+	Justert beta	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
*	Risikopremie etter skatt	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
=	Egenkapitalkrav	0,052	0,055	0,059	0,062	0,066	0,066

*Se kapittel 7.2.3.1.

Siden vi nå har to avkastningskrav, og vi skal estimere verdien til hele egenkapitalen, er det nødvendig å vekte de to avkastningskravene med de respektive eierandelene, med utgangspunkt i grunnfondsbrøken. Vi ender da opp med følgende vektete fremtidskrav:

Tabell 36: Vektet avkastningskrav for fremtiden

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Grunnfondsbeveiseiernes EK-krav	0,084	0,089	0,094	0,098	0,103	0,103
Stiftelsens EK-krav	0,052	0,055	0,059	0,062	0,066	0,066
Vektet EK-krav for tot. EK	0,063	0,066	0,071	0,075	0,079	0,079

Da sitter vi igjen med nok informasjon til å kunne beregne den fremtidige superrentabiliteten. Det som er viktig her er at størrelsen på superrentabiliteten står i stil med konklusjonen på den strategiske analysen. En rød tråd mellom disse to vil styrke troverdigheten til den estimerte superrentabiliteten. Gjennom den strategiske analysen har vi på bakgrunn av merkeloyaliteten og alliansesamarbeidet slått fast at det er mulig for Sparebank 1 Nord-Norge å oppnå en superrentabilitet på egenkapitalen.

Tabell 37: Estimert superrentabilitet til egenkapitalen basert på normaliserte tall

År	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Egenkapitalrentabilitet	0,103	0,135	0,151	0,141	0,141	0,141
- Vektet egenkapitalkrav	0,063	0,066	0,071	0,075	0,079	0,079
= Superrentabilitet til EK	0,04	0,068	0,08	0,067	0,063	0,063

Som vi ser stabiliserer superrentabiliteten seg på 6,3 % på horisonten. Dette kan virke noe høyt, men man må ta i betraktning at banker er meget girede virksomheter, med lav egenkapitalandel. Dette fører naturlig nok til at superrentabiliteten kan bli høyere enn i vanlige bedrifter med en høy egenkapitalandel. I tillegg ser vi i tabell 25 at superrentabiliteten i gjennomsnitt for perioden 2002-2008 ligger på 5,7 %, og dermed anser vi dette som et fornuftig anslag.

11. Verdssettelse ved bruk av egenkapitalmetoden

Som drøftet og konkludert med ovenfor skal vi benytte den frie kontantstrømmen til egenkapitalen som grunnlag for å verdsette morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge. Nedenfor presenterer vi verdiestimatet til egenkapitalen for morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge.

Tabell 38: Verdiestimat av egenkapitalen til morbanken

År	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Fri kontantstrøm til EK		278	371	357	401	393	414
/ Diskonteringsfaktor		1,063	1,133	1,214	1,305	1,408	0,034
= Nåverdi fra 2009 til 2013	1470	262	327	294	307	279	
Nåverdi horisont	12254					HV*	17250
= Verdiestimat av egenkapitalen	13724						

*Horisontverdi

I tillegg til verdien på morbanken ønsker vi å finne verdien på grunnfondsbevisene for å kunne sammenligne denne opp mot grunnfondsbeviskursen på Sparebank 1 Nord-Norge. Vi har anvendt grunnfondsbrøken, de respektive årene, som fordelingsnøkkel på den frie kontantstrømmen, og har dermed kommet fram til følgende estimat pr. 31.12.08:

Tabell 39: Estimert grunnfondsbeviskurs

ÅR	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Fri kontantstrøm til EK		96	126	121	136	134	141
/ Diskonteringsfaktor		1,084	1,18	1,291	1,418	1,564	0,075
= Nåverdi fra 2009 til 2013	471	89	107	94	96	85	
+ Nåverdi horisont	1875					HV*	2933
= Verdi grunnfondsbeviserernes kap.	2346						
/ Antall grunnfondsbevis pr. 31.12.08	17,912						
= Estimert grunnfondsbeviskurs	131						

*Horisontverdi

Siden bare deler av morbanken er børsnotert vil det som nevnt tidligere, eksistere en utvanningseffekt. Denne effekten gjør at grunnfondsbevisene omsettes med en rabatt i

markedet, men hvor stor denne blir avhenger av hvor lønnsom banken er. For eksempel vil en aksje og et grunnfondsbevis prises lik bokført egenkapital så lenge rentabiliteten er lik avkastningskravet. Sparebank 1 Nord-Norge har en rentabilitet over avkastningskravet alle årene, og dette vil bidra til en økt grunnfondsrabatt. I 2000 estimerte ABG Securities en grunnfondsrabatt på 38 % for grunnfondsbeviset NONG¹⁶³. I dette året var grunnfondsbrøken lik 47,52 %, og egenkapitalrentabiliteten lik 19,22 % (ikke normalisert) for Sparebank 1 Nord-Norge. Vi har lagt til grunn en grunnfondsbrøk på 34 % for alle årene i framtidsregnskapet foruten i 2009. Tatt i betraktning den reduserte grunnfondsbrøken som taler for en høyere rabatt, og en lavere egenkapitalrentabilitet enn i 2000, som taler for en lavere rabatt, har vi kommet fram til at et rimelig estimat på grunnfondsrabatten er 40 %. Vi kommer da fram til at grunnfondsbeviset NONG pr. 31.12.08 bør prises som følgende i markedet:

Tabell 40: Grunnfondsbeviskurs justert for grunnfondsrabatt

År	2008
Estimert grunnfondsbeviskurs	131
- Grunnfondsrabatt	52
= Estimert rabatterte grunnfondsbeviskurs	79

11.1. Oppsummering av egenkapitalmetoden

Ved å foreta verdsettelsen ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen får vi et fundamentalt verdiestimat på morbanken pr. 31.12.08 lik **13,724 milliarder NOK**.

Dersom man skiller ut verdien på grunnfondsbeviskapitalen får vi et verdiestimat på 2,346 milliarder NOK, noe som gir en grunnfondsbeviskurs pr. 31.12.08 lik 131 NOK, men tar vi hensyn til grunnfondsrabatten synker grunnfondsbeviskursen til 79 NOK. For å få et sammenligningsgrunnlag med dagens børskurs pr. 15.05.09 velger vi å oppdatere estimatet på grunnfondsbeviskursen ved å multiplisere estimatet pr. 31.12.08 med avkastningskravet for egenkapitalen for 2009 i 4,5 mnd:

$$131 * (1 + 0,084)^{(4,5/12)} = \underline{135 \text{ NOK}}$$

¹⁶³ Sparebankforeningen, 2000

Vi ender dermed opp med et fundamentalt rabattert verdiestimat på grunnfondsbeviset til Sparebank 1 Nord-Norge pr. 13. mai 2009 lik 81 NOK. Sluttkursen per 13.05.09 er lik 62,25 NOK.

12. Komparativ verdsettelse

En vanlig metode for å kontrollere verdiestimatet er å benytte komparativ verdsettelse, representert ved multiplikatormodeller. I vår oppgave støter vi på noen komplikasjoner vedrørende dette området. For det første er det kun grunnfondsbeviskapitalen som er notert på børsen, og i tillegg prises sparebankene annerledes enn forretningsbankene slik at forretningsbankene ikke kan brukes som benchmark. Grunnet dette har vi ingen fornuftig markedspris å ta utgangspunkt i. Videre er regnskapene til Sparebank 1 Nord-Norge blitt normalisert forut for den fundamentale verdsettelsen. Dersom vi hadde foretatt en P/E-verdsettelse av grunnfondsbeviskapitalen måtte P/E-verdiene ha vært sammenlignbare, hvis ikke kunne avvikene blitt store. Man måtte altså ha normalisert de andre bankenes regnskap også. Dette mener vi ligger utenfor oppgavens omfang, i og med at problemstillingen vår går ut på å verdsette morbanken. Det at vi har valgt å skille ut grunnfondskapitalen, for deretter å sammenlikne dette verdiestimatet med markedsprisen, er for å styrke påliteligheten til verdiestimatet på morbanken.

13. Usikkerhet i verdiestimatet

Når man foretar en verdsettelse vil det ofte eksistere en betydelig usikkerhet rundt enkelte av variablene som inngår i verdsettelsen. For å ta høyde for denne usikkerheten kan man foreta en sensitivitetsanalyse og/eller en Monte Carlo simulering, hvor man kontrollerer for hvilken effekt endringer i ulike variabler vil ha på verdsettelsen. I denne delen av oppgaven ser vi kun på usikkerheten vedrørende verdsettelsen av morbanken. Morbanken består som kjent av både grunnfondsbevis og en selveiende del (stiftelsen), slik at vi også, indirekte, får sett på usikkerheten i grunnfondsbevisene ved denne fremgangsmåten. Verdien på grunnfondskapitalen er kun tatt med i oppgaven for at vi ønsker å sammenligne med børskursen på NONG, men dette estimatet er så usikkert i seg selv, grunnet problemet med grunnfondsrabatten, at vi ikke kjører en usikkerhetsanalyse spesifikt på dette området.

13.1 Sensitivitetsanalyse

Den enkleste formen for sensitivitetsanalyse er å se på hvilken virkning en enkelt faktor vil ha på verddivurderingen¹⁶⁴. Som sagt innledningsvis er det å verdsette en bedrift i beste fall en kvalifisert gjetning, og dermed finner vi det nødvendig å foreta sensitivitetsanalyse av de viktigste postene som påvirker estimatet. Det største usikkerhetsmomentet på driftssiden vil være størrelsen på netto rentemargin, som er den klart viktigste inntektskilden, og som avhenger av både rentemargin og gjennomsnittlig forvaltningskapital. Samtidig ønsker vi å se på tap på utlån, som representerer risikoen med å drive kredittformidling. Hensikten med denne analysen kan vi si er å vise hva som skjer med nåverdien hvis det er avvik fra basis forutsetningene¹⁶⁵.

Fordelen med sensitivitetsanalyse er at vi isolert sett får sett på hvilken innvirkning en variabel har på den underliggende faktoren, i vårt tilfelle, verdien på morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge. På denne måten får vi et generelt innblikk i hva som kan påvirke verdien slik at eventuelle avvik kan forekomme fra vårt verdiestimat. Både sensitivitetsanalysen og den påfølgende simuleringen er med på å understreke ovenfor aktuelle investorer at vårt

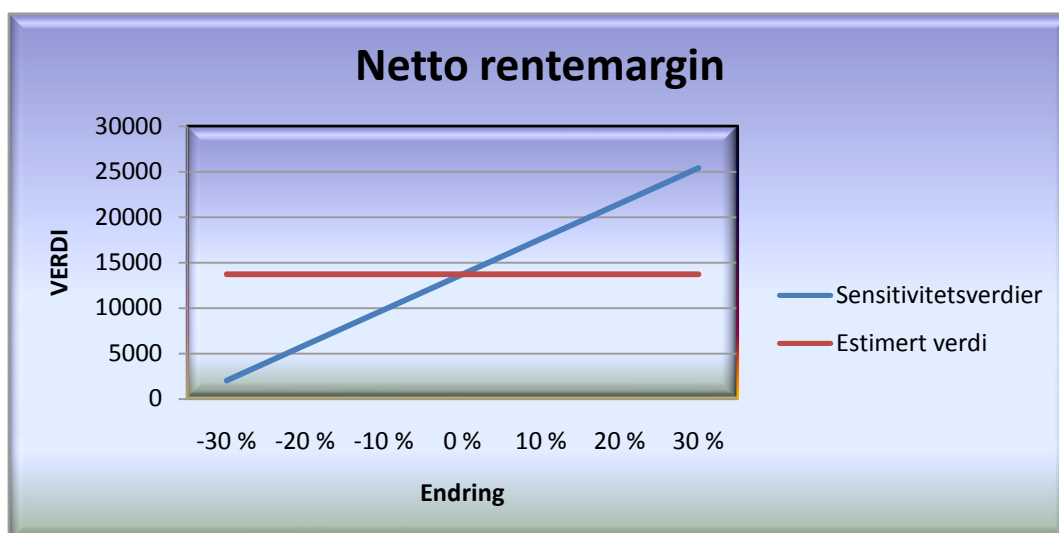
¹⁶⁴ Clemen og Reilly, 2001

¹⁶⁵ Bøhren og Gjærum, 1999

verdiestimat er betont med noe usikkerhet. Nettopp det faktum at vi kun ser isolert på en variabel i denne analyseformen er dens største svakhet. Det å anta at alle andre variabler er konstante, er rimelig virkelighetsfjernt og mindre informativt. Men vi velger å kjøre en sensitivitetsanalyse fordi vi ønsker å kontrollere at de variablene vi tar med i Monte Carlo simuleringen er av relevans for verdiestimatet, og for å få innblikk i hvordan de ulike variablene påvirker verdiestimatet. For eksempel vil vi se at en reduksjon i likviditetspremien har en betydelig større effekt enn en økning.

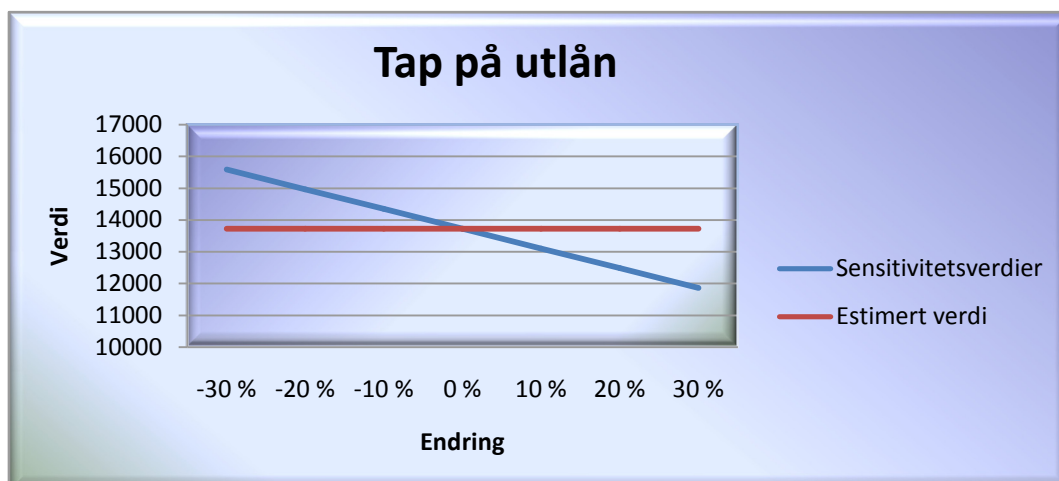
I verdsettelsesprosessen er størrelsen på avkastningskravet viktig, og vi vil derfor foreta en analyse av elementene som inngår i avkastningskravet. Dette vil tilsa at vi kjører sensitivitetsanalyse på den risikofrie renten, markedspremien, egenkapitalbetaen og likviditetspremien.

Vi har valgt å benytte prosentmessige endringer, og ikke eksakte tallendringer i de aktuelle postene. I denne prosessen er vi ute etter hvor sensitiv de viktigste verdidriverne til Sparebank 1 Nord-Norge er, og i denne sammenheng mener vi at prosentmessige endringer er mer informativ, enn eksakte endringer i aktuelle måltall. Dette gjelder unntaksvis ikke likviditetspremien, hvor det er mest hensiktsmessig å bytte ut den tidligere proSENTsatsen med spesifikke andre proSENTsatsar. Her er det altså benyttet direkte prosentvise endringer i likviditetspremien, fra 0 til 5 %.



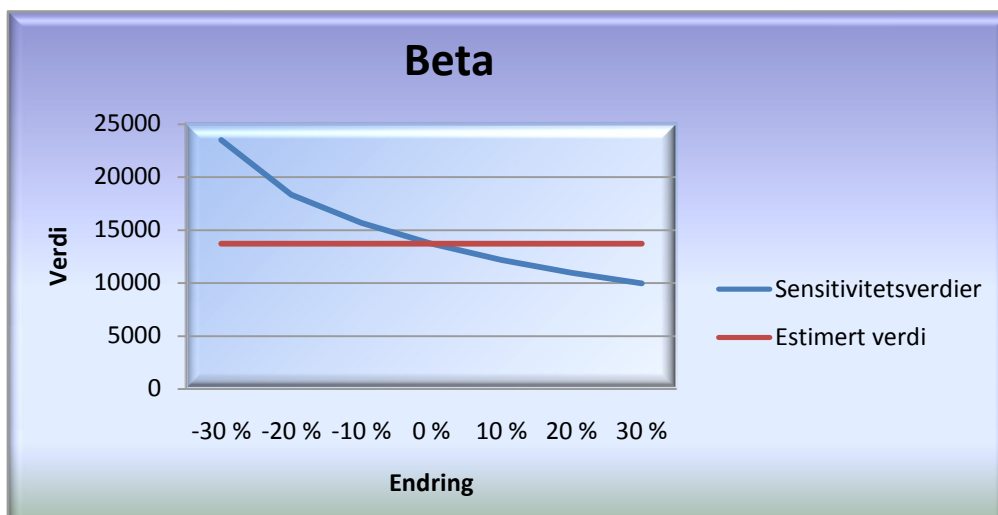
Figur 30: Følsomhetsanalyse på netto rentemargin

Fra diagrammet ovenfor ser vi at netto rentemargin er en svært viktig verdidriver, noe som er naturlig ettersom dette er hovedinntektskilden til banken. Når vi ser på endringen på denne separat ser vi at en nedgang på 30 % vil medføre en endring i verdiestimatet på ca 85 %, det vil si fra 13,724 milliarder til 2,029 milliarder. På denne posten er effekten for verdiestimatet konstant, noe som medfører at den samme endringen skjer ved 30 % stigning i netto rentemargin, men da naturlig nok i positiv retning. En 10 % endring gir en effekt på ca 28 %, verdiestimatet øker ved oppgang til 17,622 milliarder.



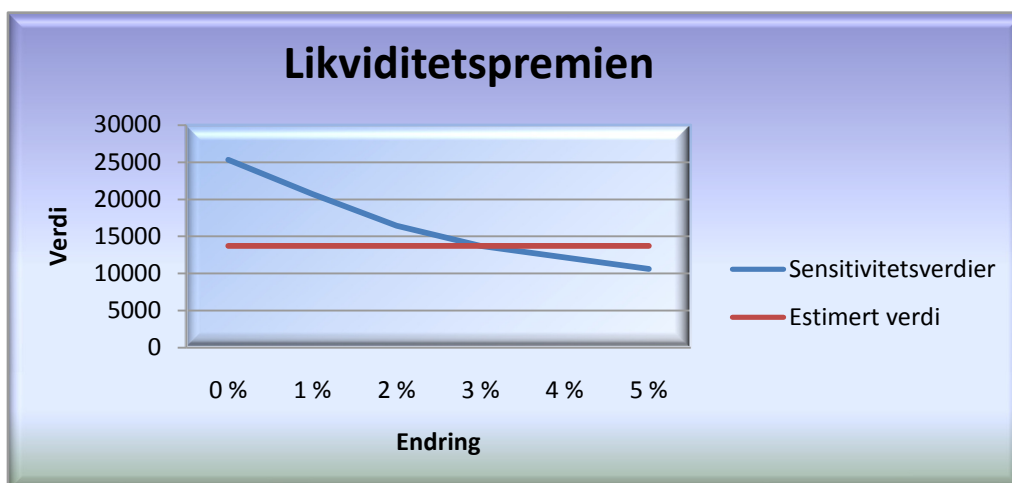
Figur 31: Følsomhetsanalyse av tap på utlån

Vi ser at tap på utlån har en betydelig mindre innvirkning på verdiestimatet enn netto rentemargin. Tap på utlån er en ren kostnadspost, slik at denne har naturlig nok en positiv innvirkning på verdien ved nedgang. En endring på faktoren på 30 % gir en effekt på ca. 14 %, ved nedgang stiger verdien til 15,588 milliarder, mens en 10 % endring påvirker verdiestimatet med omtrent 5 % (ved nedgang fra 13,724 til 14,346 milliarder).



Figur 32: Følsomhetsanalyse for betaverdien

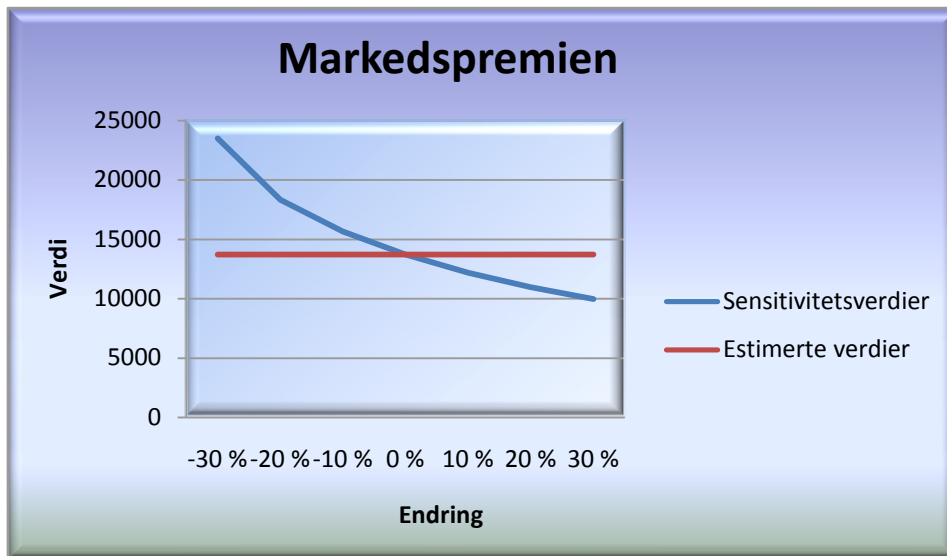
Betaen gir forholdsvis store endringer i verdiestimatet. Vi observerer her at en reduksjon i betaverdien har størst innvirkning på verdiestimatet. En reduksjon på 30 % gir en verdi på ca. 23,5 milliarder, altså en økning på rundt 58 %. Mens en endring på 10 % gir et verdiestimat på rundt 15,7 milliarder, en prosentmessig økning på litt over 14 %. En økning derimot på 30 % gir ”kun” en nedgang i verdiestimatet på ca. 38 %. Dette kommer av at en økning i diskonteringsfaktoren har mindre innvirkning på verdien enn en tilsvarende reduksjon i diskonteringsfaktoren.



Figur 33: Følsomhetsanalyse for likviditetspremien

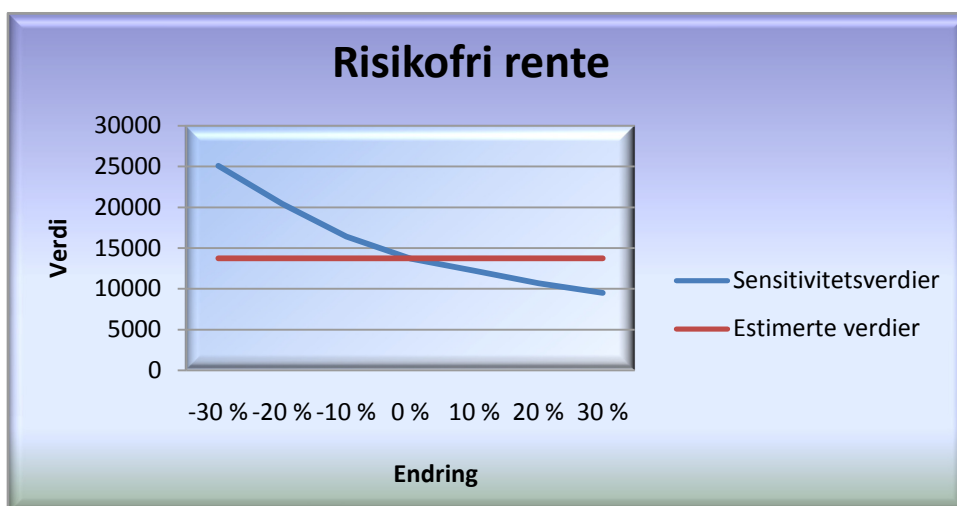
Mye av samme historien fortalt vedrørende betaen, gjelder også for likviditetspremien, en reduksjon vil gi størst verdimesig endringseffekt. For eksempel gir en likviditetspremie på 2

% en reduksjon på ca. 20 %, tilsvarende en verdi på 16,454 milliarder, mens en premie på 4 % gir en verdiendring på rundt 12 % (12,187 milliarder).



Figur 34: Følsomhetsanalyse av markedspremien

Vi ser at verdiestimatet vil øke betydelig med en reduksjon på 30 %, og selskapet får da en estimert verdi på 23,506 milliarder. Mens en endring på 10 % gir en endring på 12 % (12,187 milliarder) ved oppgang, og 14 % (15,670 milliarder) ved tilsvarende reduksjon i markedspremien. Den gjennomgående trenden med at verdiestimatet er mest følsom for reduksjon i faktorene fortsetter her.



Figur 35: Følsomhetsanalyse av den risikofrie renten

Størrelsen på den risikofrie renten som er i markedet, er en usikker faktor som er i daglig bevegelse. Vi ser av figuren ovenfor at størrelsen på den risikofrie renten har en markant

innvirkning på verdiestimatet. En nedgang i renten forårsaker også her en større verdiendring enn oppgang i renten. Det er naturlig at man tillegger et selskap høyere verdi når alternativet ved å kunne plassere penger risikofritt gir en lav avkastning; alternativskostnaden blir lavere.

13.1.1. Oppsummering sensitivitetsanalyse

Det siste kapitlet har gitt oss innsikt i hvordan verdiestimatet forandrer seg når de viktigste budsjettdriverne endres. Vi har valgt å ha fokuset på driften i denne analysedelen, fordi vi mener at det er disse elementene som innehar mest usikkerhet på lang sikt. Selv om finansielle poster kan svinge mye på kort sikt, har forskning vist at på lang sikt vil plasseringer i aksjemarkedet gi en meravkastning på 2-3 % i forhold til en risikofri plassering¹⁶⁶. Slik at usikkerheten på lang sikt er noe mindre enn for driftssiden.

Vi ser at verdiestimatet er følsomt for endringer i verdidriverne, og den som gir mest utslag er størrelsen på netto renteinntekter. Faktorene i avkastningskravet har en betydelig innvirkning på verdiestimatet, og vi ser at en nedgang i faktorene gir en betydelig større innvirkning på verdiestimatet enn en tilsvarende økning. Dette kommer av at det prosentmessig er større forskjell ved reduksjon, enn ved tilsvarende økning (for eksempel hvis avkastningskravet er 8 % og det forandres til 9 %, så er endringen på 12,5 %, mens en reduksjon på 1 % gir en endring på 14,3 %). En slik forskjell har stor innvirkning på horisontverdien.

Vi har nå fått en fin innsikt i usikkerhetsområdene, men vi ønsker å gi en mer omfattende fremvisning av dette. Dermed skal vi gjennomføre en simuleringsprosess der alle verdidriverne blir gjort om til stokastiske variabler.

13.2. Monte Carlo simulering

Sensitivitetsanalysen ovenfor er en relativt ukomplisert analyse, da den kun viser den isolerte effekten av en usikker variabel som avviker fra basisverdien. Analysen sier ingenting om sannsynligheten for at et slikt avvik kan oppstå¹⁶⁷. Monte Carlo simulering er en metode som er mye brukt innenfor usikkerhetsanalyse, og kan sies å være en metode for å kunne håndtere et numerisk matematisk problem ved å gjennomføre en simulering ved hjelp av en

¹⁶⁶ Dagens Næringsliv, 2008

¹⁶⁷ Bøhren og Gjærum, 1999

datamaskin¹⁶⁸. Navnet, Monte Carlo, kommer fra det berømte kasinoet i Monte Carlo, og årsaken til at metoden har fått dette navnet er at det i simuleringen benyttes tilfeldige tall. Ved en Monte Carlo simulering ser man på alle tenkelige kombinasjoner av variablene, og sannsynlighetene for at dette vil skje, gitt våre antagelser om hva som er usikkerhetsområdet på de respektive variablene. Hva som er sannsynligheten avhenger av hvilke egenskaper man tillegger variabelen, i vårt tilfelle om den er uniform- eller normalfordelt¹⁶⁹. Vi kan si at hensikten med denne simuleringen er å gi leseren et dypere innblikk i hva som kan avvike fra våre beregninger og hvilke variabler som er mest følsom i forhold til verdsettelsen. På denne måten kan vi forhåpentligvis stadfeste en bedre sikkerhet for at vår verdsettelse er rimelig. Vi kan illustrere prosessen rundt en Monte Carlo simulering med følgende figur:



Figur 36: Monte Carlo simulering – prosessen

Fordelen ved å benytte en Monte Carlo simulering er at den tar høyde for endringer i flere variabler av gangen. Analysen blir dermed mer realistisk og relevant enn en enkel sensitivitetsanalyse hvor man kun ser på endringer i en enkelt variabel. En annen fordel ved å benytte denne metoden er at det er ukomplisert å inkludere eventuelle nye variabler som er usikre. En opplagt svakhet er at inputen kan ”manipuleres” slik at man oppnår et ønskelig resultat. Det er derfor viktig at man er kritisk til de stokastiske variablene som legges til grunn for simuleringen og deres egenskaper.

For å kunne kjøre en Monte Carlo simulering er det nødvendig å modellere det systemet som analyseres, altså inputen. Når denne type simulering benyttes på usikkerheten rundt verdien til et selskap er det naturlig, og nødvendig, at inputen i modellen har en form som ligner på kontantstrømmen til bedriften. Vi har her valgt å ta med de variablene som det er mest

¹⁶⁸ Binder og Landau, 2000

¹⁶⁹ McLeish, 2005

usikkerhet rundt, og som påvirker størrelsen på den frie kontantstrømmen mest. Hele denne prosessen kjøres i et EXCEL basert program, kalt Crystal Ball¹⁷⁰.

Modelleringen er satt opp slik at vi antar at noen av verdiene er faste (lite usikkerhet), og vi legger dermed inn den faste verdien som en nettopost i beregningen av mulige frie kontantstrømmer. Så må vi definere sannsynlighetsfordelingen til variablene. Våre variabler blir enten definert som normalfordelt, hvor vi har en forventingsverdi og tilhørende standardavvik, eller som uniform fordelt med et minimums og maksimumsnivå. Deretter har vi lagt inn formelen for verdsettelsen, slik at simuleringen kan igangsettes. Nedenfor vises hvilke sannsynlighetsegenskaper hver stokastiske variabel er gitt.

Tabell 41: Sannsynlighetsegenskaper til de stokastiske variablene

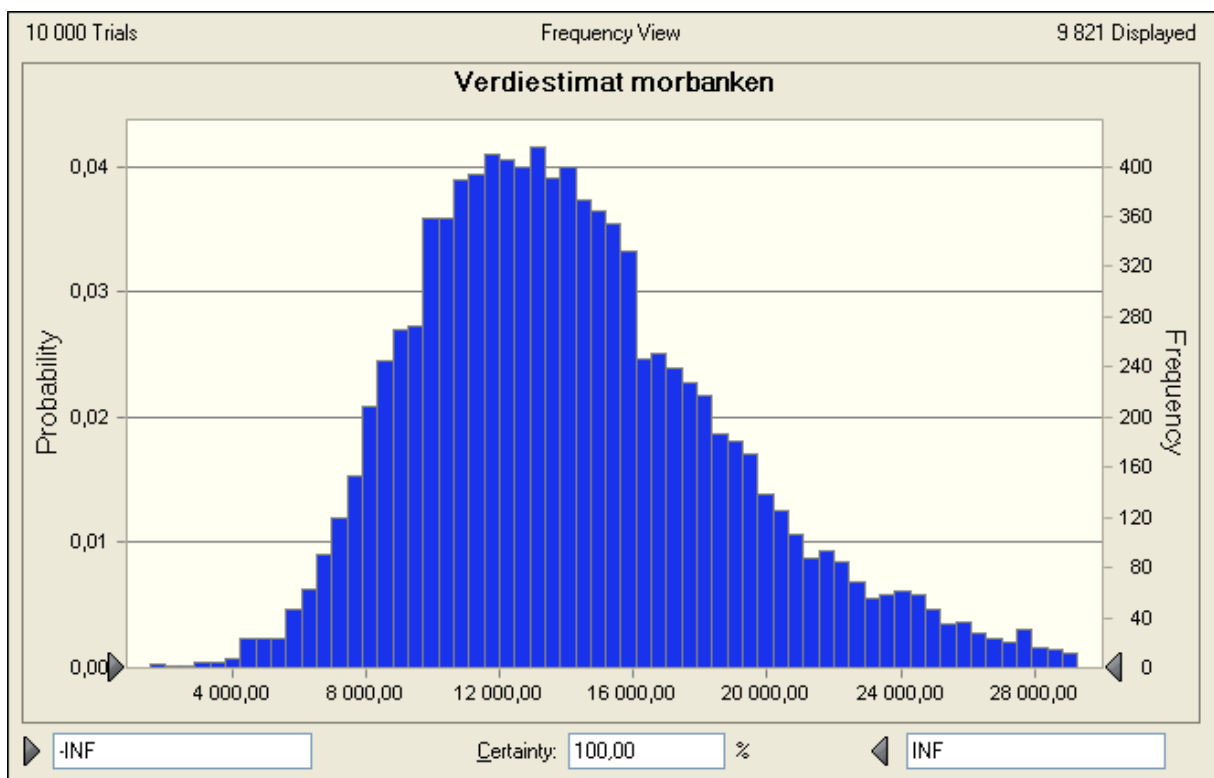
Budsjett-/verdidriver drift	Fordeling	Budsjett-/verdidriver ekk*	Fordeling
Netto renteinntekt, 2009	N[1395; 50]	Risikofri rente e.sk., 2009	U[0,02; 0,025]
Netto renteinntekt, 2010	N[1543; 100]	Risikofri rente e.sk., 2010	U[0,022; 0,027]
Netto renteinntekt, 2011	N[1599; 100]	Risikofri rente e.sk., 2011	U[0,025; 0,03]
Netto renteinntekt, 2012	N[1586; 100]	Risikofri rente e.sk., 2012	U[0,03; 0,035]
Netto renteinntekt, 2013	N[1566; 100]	Risikofri rente e.sk., 2013	U[0,03; 0,037]
Netto renteinntekt, T	N[1652; 130]	Risikofri rente e.sk., T	U[0,03; 0,037]
Tap på utlån, 2009	N[352; 50]	Markedspremie	U[0,05; 0,06]
Tap på utlån, 2010	N[336; 50]	Egenkapitalbeta 2009-2013	U[0,55; 0,75]
Tap på utlån, 2011	N[274; 50]	Egenkapitalbeta T	U[0,50; 0,75]
Tap på utlån, 2012	N[288; 50]	Likviditetspremie	U[0,02; 0,04]
Tap på utlån, 2013	N[242; 50]		
Tap på utlån, T	N[255; 90]	Effektiv utbytteskatt, 2009	U[0; 0,02]
		Effektiv utbytteskatt, 2010	U[0,03; 0,05]
		Effektiv utbytteskatt, 2011	U[0,04; 0,06]
		Effektiv utbytteskatt, 2012	U[0,05; 0,07]
		Effektiv utbytteskatt, 2013	U[0,05; 0,07]
		Effektiv utbytteskatt, T	U[0,05; 0,07]

*Egenkapitalkrav

Modellkjøringen skjer ved at programmet trekker en tilfeldig verdi fra hver sannsynlighetsfordeling i hver variabel, og på denne måten beregnes de frie kontantstrømmene og en tilhørende totalverdi. For at vi skal være sikre på at et tilstrekkelig

¹⁷⁰ www.crystalball.com

antall kombinasjoner er med i våre beregninger, har vi valgt å foreta 10 000 trekninger. Vi ønsker å poengtere at resultatene som fremkommer fra denne simuleringen er basert på våre inputverdier, og er dermed en statistisk fordeling ut fra gitte forutsetninger. Dermed kan ikke dette regnes som eksakte resultater. Det vi formidler med denne simuleringen er hva sannsynligheten er for at verdien avviker fra vårt estimat, og hva som potensielt har størst innvirkning på en endret verdi. Det vil være en viss samvariasjon mellom noen av variablene, for eksempel negativ samvariasjon mellom beta og likviditetspremien. Men grunnet vanskelighetene med å finne velbegrunnede estimat på korrelasjonskoeffisientene, samt at de ikke har noen betydelig innvirkning på outputen (vi har testet ut forskjellige korrelasjonskoeffisientverdier), har vi valgt å ikke ta høyde for samvariasjon i våre antagelser. Etter endt modellering og den påfølgende simuleringen får vi følgende output:

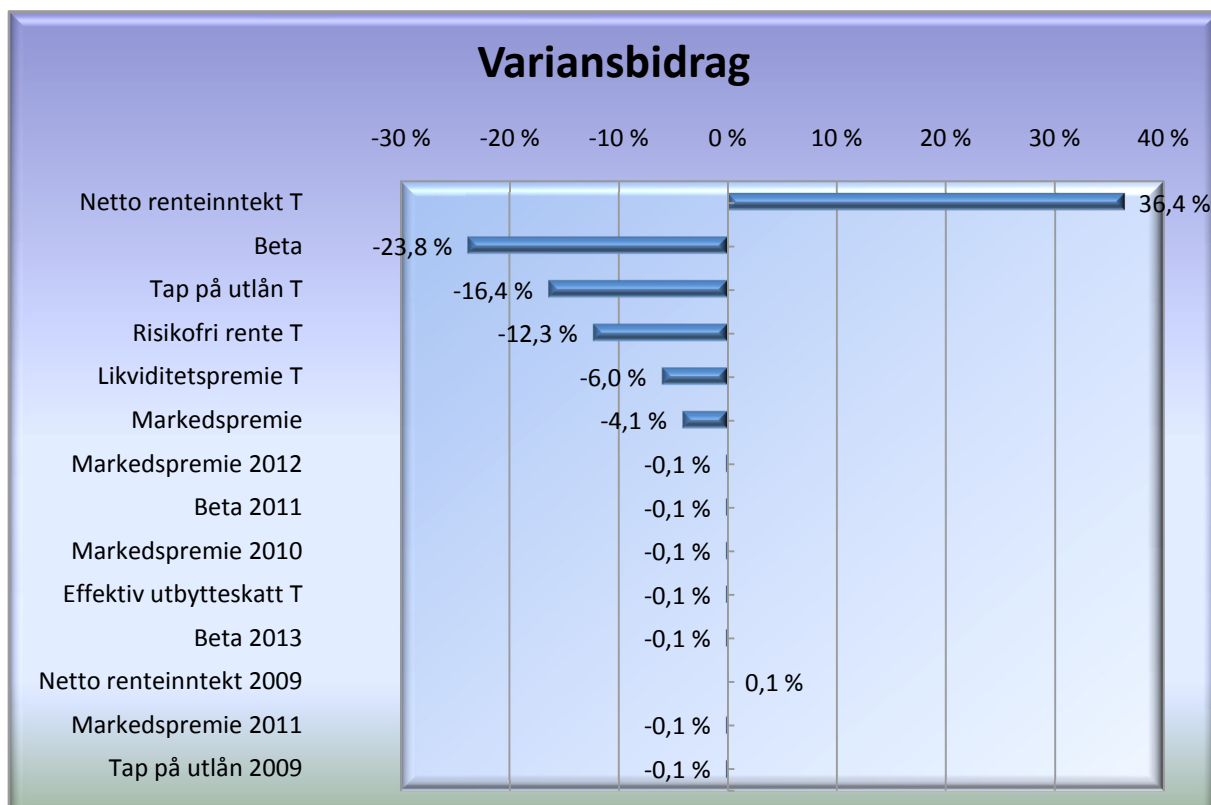


Figur 37: Grafisk framvisning av dataen fra simuleringsprosessen

Tabell 42: Viktige verdier fra simuleringen

Statistikk	Verdier
Gjennomsnitt	14 531
Median	13 720
Standardavvik	5 271
Variasjonskoeffisient	0,3627
Minimum	1 528
Maksimum	51 946
Antall treknings	10 000

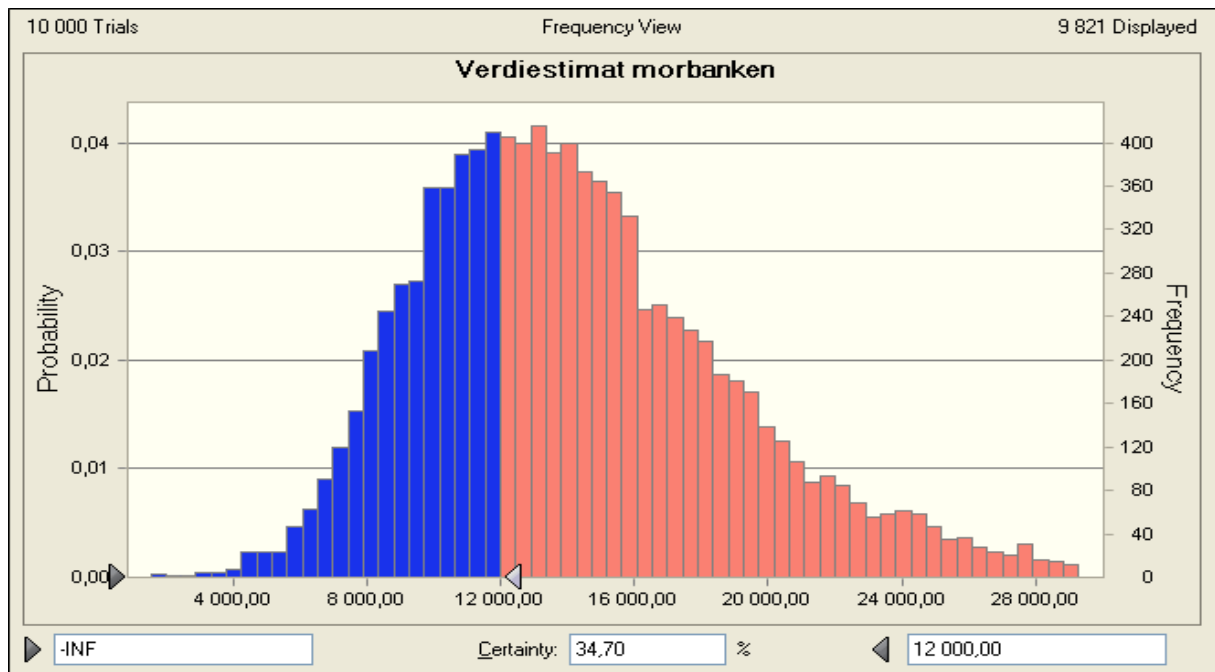
Vi ser at verdiestimatet bortimot er rimelig symmetrisk (se nedsiderisiko og oppsidepotensial nedenfor) fordelt med en forventingsverdi nær vårt verdiestimat på 13 724 millioner NOK. I statistikkinformasjonen fremgår det at medianen er 13 720 millioner, gjennomsnittet er noe høyere med en verdi lik 14 531 millioner og standardavviket er 5 271. Ekstremverdiene uttrykt gjennom minimums- og maksimumsverdier er henholdsvis 1 528 og 51 946. Disse verdiene er kun med for å vise mulighetsområdet for verdiestimatet, og burde ikke tillegges noe spesiell vekt. Nettopp derfor anser vi medianen som det mest realistiske referansepunktet her. Det vil også være naturlig at verdiestimatet sammenfaller med medianen, siden verdien av morbanken i utgangspunktet er estimert på grunnlag av midtverdien i det antatte mulighetsområdet til nesten samtlige av de stokastiske variablene i tabell 39. Nedenfor har vi valgt å fremstille et diagram hvor det fremgår hvordan ulike variabler bidrar til variasjonen i verdiestimatet.



Figur 38: Oversikt over bidrag til variansen i verdiestimatet

Vi ser at bankens hovedpulsåre, netto renteinntekt, står for størst andel av variasjonen. En positiv prosentandel vil tilsi at en økning i denne posten vil ha positivt utslag på verdien. Postene vedrørende avkastningskravet, og tap på utlån, har naturligvis motsatt innvirkning på variansen, og nettopp derfor er de framstilt med negativt fortegn. Dette samstemmer godt med det vi fant under sensitivitetsanalysen. For en investor anser vi det relevant å se på hva som er henholdsvis oppsidepotensialet og nedsiderisikoen i verdiestimatet. Vi velger derfor videre å undersøke dette på bakgrunn av simuleringen. Dette gjør vi ved å undersøke sannsynligheten for at denne estimerte medianen endres med 12,5 % i verdi, både på opp- og nedsiden.

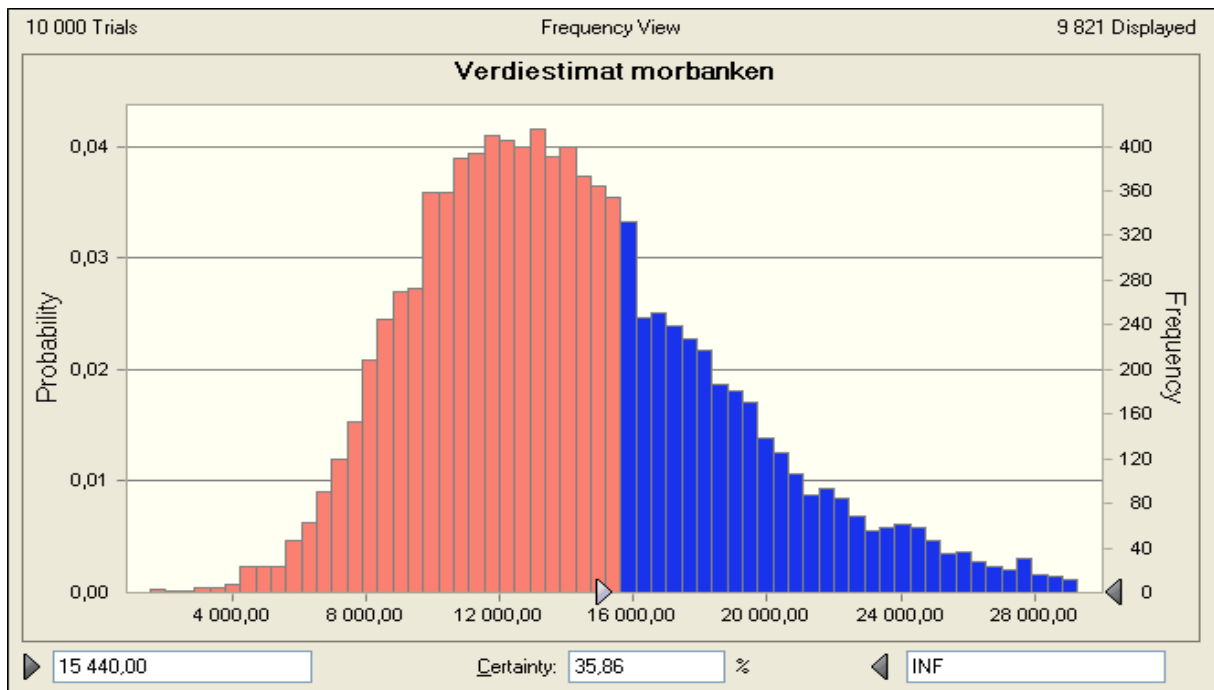
13.2.1. Nedsiderisiko



Figur 39: Nedsiderisikoen til verdiestimatet for morbanken

Vi ser her at sannsynligheten for at morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge har en verdi under 12 milliarder NOK er ca. 35 %.

13.2.2. Oppsidepotensial



Figur 40: Oppsidepotensialet i verdiestimatet for morbanken

Når det gjelder oppsidepotensialet ser vi at det er ca. 36 % sannsynlighet for at verdien er over 15,444 milliarder NOK. Vi ser dermed at sannsynligheten for opp og nedside er relativt like, og dette taler for at verdiestimatet for morbanken er rimelig symmetrisk fordelt.

13.2.3. Oppsummering av simuleringen

Vi har i dette avsnittet fått utdypet mer spesifikt om usikkerheten i vårt verdiestimat gjennom å benytte en Monte Carlo simulering, ved hjelp av Crystal Ball. Resultatet av simuleringen viser at verdiestimatet er rimelig symmetrisk fordelt, med en forventningsverdi i nærheten av vårt verdiestimat på 13,724 milliarder NOK. Som det også fremgår ovenfor, er nedsiderisikoen og oppsidepotensialet, av tilnærmet lik størrelse.

Vi har gjennom simuleringen fått bekreftet at netto renteinntekt er den faktoren som bidrar til størst variasjon i verdiestimatet. Videre har vi sett at faktorene i avkastningskravet også har stor betydning for variasjonen i verdiestimatet, og den mest sensitive verdidriveren i kravet er betaen. Variansbidragsfiguren viser som forventet at variasjonen i verdiestimatet hovedsakelig kan tilskrives horisonten. Verdiestimatet har et standardavvik på 36,27 %, noe

som tilsier at estimatet er rimelig usikkert. Ved å se på tidligere forskning på området ser vi at størrelsen på standardavviket ikke virker urimelig¹⁷¹.

¹⁷¹ Rønningen og IIseng, 2007 og Pedersen 2007

14. Oppsummering og konklusjon

Gjennom vår utredning har vi slått fast at Sparebank 1 Nord-Norge er en solid og robust bank med en kapitaldekning godt over det lovmessige kravet på 8 %. Kjernekapitaldekningen er over snittet i vårt utvalg, og tilsier dermed at den "rene" egenkapitalen er av tilfredsstillende størrelse. Sparebanken har en svært tilfredsstillende innskuddsdekningsgrad i forhold til utvalget, og sikrer seg dermed "billig" funding. Vi ønsker også å trekke fram at banken har den høyeste netto rentemarginen i utvalget, og dette kommer av at det er knyttet noe større risiko til Nord-Norge enn andre landsdeler. Det er generelt sett vanskelig å skille seg ut i banksektoren, da 1000 kr fra Sparebank 1 Nord-Norge er det samme som 1000 kr fra en hvilken som helst annen bank. Dette gjør det desto viktigere å foreta riktige strategiske valg.

Ledelsen i Sparebank 1 Nord-Norge har gjort en rekke gunstige strategiske valg de siste årene. Vi mener at deres deltagelse i Sparebank 1-alliansen gir sparebanken et konkurransefortrinn i form av for eksempel stordriftsfordeler, i forhold til andre sparebanker som ikke inngår i tilsvarende allianser. Oppkjøpet av Glitnir Bank ASA, hvor prisen utgjorde 10 % av bankens bokførte verdier, kan også trekkes frem som et gunstig strategisk valg. Vi mener at kombinasjonen med alliansesamarbeidet og deres sterke merkevare gir Sparebank 1 Nord-Norge et konkurransefortrinn, som kan gi en superrentabilitet på egenkapitalen.

Vi har gjennom vår fundamentale verdsettelse av morbanken i Sparebank 1 Nord-Norge, kommet fram til et verdiestimat pr. 31.12.08 lik **13,724 milliarder NOK**. Denne verdien er basert på den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, hvor vi har lagt til grunn et vektet avkastningskrav på grunnlag av grunnfondsbeveiseiernes og stiftelsens krav. Den viktigste verdidriveren for verdiestimatet er bankens hovedpulsåre; netto renteinntekter.

Vi har videre skilt ut den delen av Sparebank 1 Nord-Norge som er notert på børsen, representert gjennom grunnfondsbeviskapitalen. Dette har vi gjort for å få en pris man kan sammenlikne med markedsprisen, og få en indirekte indikator på rimeligheten av vårt verdiestimat på morbanken. Vi kom fram til et estimat på grunnfondsbeviskursen pr. 31.12.08 lik 131 NOK. Ved å korrigere denne med hensyn på grunnfondsrabatten, kom vi fra til et verdiestimat lik 79 NOK. Ved hjelp av avkastningskravet til egenkapitalen har vi fremskrevet verdiestimatet til 13.05.09, og vi kom da fram til en grunnfondsbeviskurs lik 135 NOK. Dersom man tar høyde for grunnfondsrabatten får man en kurs lik 81 NOK.

Litteraturliste

Bøker

- Anderson, Eugene W., Fornell, Claes og Lehmann, Donald R. 1994. *Customer Satisfaction, Market Share and Profitability: Findings from Sweden*, "Journal of Marketing". Vol. 58. July. 53-66.
- Barney, Jay B. 2007. *Gaining and sustaining competitive advantage*. 3. utgave. Pearson Education Inc. New Jersey.
- Binder, Kurt og Landau, David P. 2000. *A guide to Monte Carlo simulations in statistical physics*. 1. utgave. Cambridge University Press. Cambridge New York.
- Bodie, Zvi , Kane, Alex og Marcus, Alan J. 2008. *Investments*. 7 edition. McGraw-Hill International. Singapore.
- Boye, Knut og Meyer, Christine B. 2000. *Fusjoner og oppkjøp*. 2. opplag. Cappelen Akademiske Forlag AS. Oslo.
- Boye, Knut og Koekebakker, Steen. 2006. *Finansielle emner – Vedlegg: "Kapitalverdimodellen – tips til praktisk implementering"*. 14. utgave. J.W. Cappelens Forlag AS, Oslo.
- Bryman, Alan. 2004. *Social Research Methods*. Second Edition. Oxford University Press. Oxford.
- Bøhren, Øyvind. Gjærum, Per Ivar. 1999. *Prosjekt analyse*. Fagbokforlaget AS, Bergen.
- Christensen, Peter O. og Feltham, Gerald A. 2003. *Economics of accounting*. 1. utgave. Kluwer Academic Publishers. Boston.
- Dahl, Gunnar A., Hansen, Terje. Hoff, Roar og Kinserdal, Arne. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. 1 utgave. Cappelen Akademisk Forlag. Oslo.
- Damodoran , Aswath. 2002. *Investment Valuation- Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second edition. John Wiley & Sons Inc. New York.
- Easterby- Smith, Mark. Thorpe, Richard. Jackson, Paul R. 2008. *Management Research*. Third Edition. SAGE Publications Inc. Los Angeles.

Fitzgerald, Ray. 2002. *Business finance for managers: an essential guide to planning, control and decision making*. 1.utgave. Kogan Page Limited. London.

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. 1.utgave. Cappelen Akademiske Forlag. Oslo.

Grant, Robert M. 2008. *Contemporary strategy analysis*. Sixth Edition. Blackwell Publishing. UK.

Grønmo, Sigmund. 2004. *Samfunnsvitenskapelige metoder*. 1.utgave. Fagbokforlaget. Bergen.

Hoff, Kjell Gunnar og Holving, Per Aksel. 2003. *Balansert Målstyring*. 2. opplag. Universitetsforlaget. Oslo

Hoff, Kjell Gunnar. Voldsund, Terje og Hansen, Svein Kolstad. 2007. *Analyse av finansregnskapet*. 1. utgave. Universitetsforlaget. Oslo.

Jakobsen, Erik W. og Lien, Lasse B. 2001. *Ekspansjon*. 1. utgave. Gyldendal Norsk Forlag AS. Oslo.

Johannessen, Asbjørn. Kristoffersen, Line og Tuft, Per Arne. 2004. *Forskningsmetode for økonomisk- administrative fag*. 2. utgave. Abstrakt forlag. Oslo.

Kent, Raymond. 1999. *Marketing research: measurement, method and application*. 1 utgave. International Thomson Busniess Press. London.

Kinserdal, Arne. 1994. *Finansregnskapet med analyse (Del 1 og Del 2)*. 9. utgave. Bedriftsøkonomens Forlag. Oslo.

Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet- en grunnleggende innføring*. 2.utgave. Fagbokforlaget. Bergen.

Løwendahl, Bente R. og Wenstrøm, Fred E. 2004. *Grunnbok i strategi*. 2.utgave. N.W Damm & Søn AS. Oslo.

McLeish, Don L. 2005. *Monte Carlo simulation and finance*. 1. Utgave. Wiley finance series. New Jersey.

Mehmetoglu, Mehmet. 2004. *Kvalitativ metode for merkantile fag*. 1 utgave. Fagbokforlaget. Bergen.

- Nordhaug, Odd. 2002. *Strategisk personalledelse- utvalgte emner*. 2 utgave. Universitetsforlaget. Oslo
- Nyeng, Frode. 2004. *Vitenskapsteori for økonomer*. 3.opplag. Abstrakt forlag. Oslo.
- Palepu, Krishna G. og Healy, Paul M. 2008. *Busniess analysis & Valuation- Using financial statements*. Fourth Edition. Thomson South Western. Canada.
- Porter, Michael E. 1992. 1.utgave. *Competitive advantage*. Tano, Oslo.
- Rachev, Svetlozar. T., Mittnik, Stefan, Fabozzi, Frank J., Focardi, Sergio M., Jašić, Teo. 2007. *Financial Econometrics – From basics to advanced modeling techniques*. 1.utgave. John Wiley & Sons Inc. New Jersey.
- Ringdal, Kristen. 2007. *Enhet og Mangfold*. 2.utgave. Fagbokforlaget. Bergen.
- Ross, Gøran. Krogh, Georg Von. Roos, Johan. Fernstrøm, Lisa. 2005. *Strategi- en innføring*. 4 utgave. Fagbokforlaget. Bergen.
- Saunders Mark. Lewis, Philip og Thornhill, Adrian. 2003. *Research Methods for Busniess Students*. Third Edition. Pearson Education Limited. England.
- Stark, Robert E. 1995. *The art of case study research*. 1 edition. SAGE Publications Inc. Los Angeles.
- Thrane, Christer. 2003. *Regresjonsanalyse i praksis*. 1.utgave. Høyskoleforlaget AS. Kristiansand.
- Yin, Robert K. 1989. *Case study research: design and methods*. First edition. SAGE Publications Ltd. London
- Yin, Robert K. 2003. *Case study research: design and methods*. Third edition. SAGE Publications Inc. Los Angeles.

Artikler

Aamo, Bjørn Skogstad. Praktisk økonomi. Nr.3 2008. *Hvordan virker den internasjonale finanskrisen på norsk bank- og forsikringsnæring?*

Alstadsæter, Fjærli og Thoresen. Beta nr. 1.2006. *Research note: Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen i 2006.*

EGGE, GUTTORM. 2009. Dagens Næringsliv 2. mars. *Bankkrise?*

FARDAL, ANFINN. Magma. Nr. 3. 2007. *IFRS og norske regnskapsregler.*

FLÆTE, ANNE. 2009. Dagens Næringsliv 24.april. *Redningsbøye til sparebankene.*

GJESDAL, FRØYSTEIN. Praktisk økonomi. Nr 2. 2007. *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse.*

GJØLBERG, OLE og JOHNSEN, THORE. 2007. *Investeringer i produksjon av fornybar energi: hvilket avkastningskrav bør Enova SF legge til grunn?*

MADSEN, EINAR LIER. Beta nr. 1 2006. *Research note: Ressursbasert teori, innovasjon og bedriftsutvikling.*

STORESLETTEN, KJELL. 2009. Aftenposten- Innsikt; *Derfor havnet verden i finanskrisen.*

Elektronisk data

AF Kommunepartner. *Ord og uttrykk- ordbok.*

http://www.kommunepartner.no/index.php?option=com_glossary&func=display&letter=A&Itemid=78&catid=14&page=1. [Lest 25.02.2009]

AVISA NORDLAND. 2008. *Rekordmange kan gå konkurs i nord.*

<http://www.an.no/nyheter/article3888350.ece> [Lest 15.04.09]

BANKENES SIKRINGSFOND. 2004. *Pareto Securities ASA – Høstkonferanse Bankenes sikringsfond.* www.bankenessikringsfond.no/Jorgen_Orstein_Nilsen_15V88g1926en.pdf [Lest 15.04.09]

BANKENES SIKRINGSFOND. 2005. *Konferanse om Basel II:*

http://www.bankenessikringsfond.no/Erik_Johansen_Hva_er_Basel_II_og_mulige_virkninger_-_foredrag_h%C3%B8stkonferansen_2005_1ZbLnv223505.ppt [Lest 08.01.09]

Dagens Næringsliv. 2006. *Vil beskytte sparebankene.*

<http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article688491.ece>. [Lest 28.04.09]

Dagens Næringsliv. 2008. *Spår mørk fremtid for norske banker.*

http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1551456.ece?jgo=c1_re_left_19. [Lest. 25.02.2009]

Dagens Næringsliv. 2008. – *Nesten for godt til å være sant.*

<http://www.dn.no/privatokonomi/article1369763.ece>. [Lest 27.04.09]

Dagens Næringsliv. 2009. *Solgte hegdefond til dement 88-åring.*

<http://www.dn.no/privatokonomi/article1607082.ece>. [Lest 12.02.09]

Dagens Næringsliv. 2009. *Sparebankene går på stortap.*

<http://avis.dn.no/artikler/avis/article188884.ece>. [Lest 26.02.2009]

Dagsavisen. 2008. *Gjedrem ber bankene ta ansvar.*

<http://www.dagsavisen.no/innenriks/article384556.ece>. [Lest 25.02.2009]

Damodaran, Aswath. Damodaran Online: *Home page for Aswath Damodaran.*

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Lest 02.02.09]

E24. 2008. *Norsk bankgaranti kan bli halvert.*

<http://www.e24.no/utenriks/article2831287.ece>. [Lest 28.04.09]

E24. 2008. *DnB Nor Markets rangerer norske banker.* <http://e24.no/boers-og-finans/article2684820.ece?service=print> [Lest 15.04.09]

E24. 2008. <http://bors.e24.no/e24.no/site/overview/overview.page> [Lest 04.11.2008]

E24. 2009. *Dette er hybridkapital.* <http://e24.no/makro-og-politikk/article2912882.ece> [Lest 15.04.09]

E24. 2009. *Analytikerne straffer Aker Solutions.* <http://e24.no/boers-og-finans/article3013530.ece> [Lest 15.04.09]

Finansnæringsens Hovedorganisasjon. 2001. *Høring – Beskatning av fondsobligasjoner.*

<http://www.fnh.no/FullStory.aspx?m=1149&amid=2982>. [Lest 26.02.2009]

First Security. 2007.

<http://www.first.no/weblink/felles/wlaktuelt.nsf/nyheter/FSECCP29127161857?OpenDocument&mid=First>. [Lest 25.02.2009]

Gjerdrem, Svein. 2008. *Konjunkturer, internasjonal usikkerhet og pengepolitikk*.

http://www.norges-bank.no/templates/article_68890.aspx. [Lest 29.01.09]

Hyttnes, A. 2005. *Basel II og konsekvenser for bankene*.

<http://www.kredittilsynet.no/archive/attachments/01/10/ArneH003.doc> [Lest 08.01.09]

Johnsen, Thore. 2005. *Kapitalkostnaden for norske mobilselskaper*.

<http://www.telepriser.no/iKnowBase/Content/kapitalkostnad.pdf?documentID=50962> [Lest 31.03.09]

Konjunkturbarometer for Nord-Norge. 2008. http://www.kbnn.no/filarkiv/File/kb_hoest-2008.pdf [Lest 18.03.09]

Kredittilsynet. 2001. *Veiledning i utfylling av rapport 11 tilleggsspesifikasjoner til måneds-/kvartalsrapportering*. www.kredittilsynet.no/archive/f-avd_word/01/03/Nr_005.doc. [Lest 26.02.2009]

Kredittilsynet. 2007. *Tilstanden i norsk finansmarked 2007*.

<http://www.finansregisteret.no/index.php?cmd=artikkel&id=178>. [Lest 15.04.09]

Lovdata. 1998. *Forskrift om årsregnskap m.m. for banker, finansieringsforetak og morselskap for slike*. <http://www.lovdata.no/for/sf/fd/xd-19981216-1240.html>. [lest 30.01.09]

Lovdata. 2009. *Sparebankloven*. <http://www.lovdata.no/all/nl-19610524-001.html>. [lest 14.01.09]

Martinsen, T. 2005. *Hvilken effekt vil nye kapitaldekningsregler få for marginer i*

kredittmarkedet. <http://www.Kredittilsynet.no/archive/attachments/01/10/Marti007.ppt> [lest 12.02.09]

Moody's. *Moody's Rating Scale At A Glance*.

<http://www.moodykorea.com/english/definition/scale.asp>. [Lest 04.05.09]

Nordnet.

2009. <https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/historik.html?identifiser=15241&marketplace=15#>. [Lest 04.05.09]

Norges bank. 2007. *Finansinstitusjonene*. http://www.norges-bank.no/templates/report_66339.aspx. [Lest 26.02.2009]

Norges Bank Investment Management. <http://www.nbim.no>. [Lest 26.02.2009]

Norske finansanalytikerers forbund. 2003.

http://www.finansanalytiker.no/innhold/publikasjoner/Uttalelse_finansiell_info_03.pdf. [Lest 26.02.2009]

Næringslivets Hovedorganisasjon. *Den skjulte kapitalen hentes fram*. <http://www.nho.no/files/17969kapital.pdf> [Lest 29.04.09]

Norsk kundebarometer. 2009.

<http://www.kundebarometer.com/index.php?content=nkbres2008&criteria=bransje>. [Lest 19.03.09]

Norsk Riks Kringkastning. 2009. *Gir 100 milliarder til bankene*.

<http://www.nrk.no/nyheter/okonomi/1.6471306>. [Lest 31.03.09]

Norsk Arbeids- og velferdsforvaltningen. 2008. <http://www.nav.no/99045.cms> [Lest 15.04.09]

Næringslivets Hovedorganisasjon. 2009. *Økonomisk vekst og BNP*.

<http://www.nho.no/oekonomisk-politikk-og-analyser/oekonomisk-vekst-og-bnp-article18660-86.html>. [Lest 17.03.09]

Nærings Avisen 24. 2005. *-Normalrente på 5- 6 %*. <http://arkiv.na24.no/Nyhet/125994/-+Normalrente+p%C3%A5+5+til+6+prosent.html> [Lest 31.03.09]

Oslo Børs. 2008. *Månedssnytt september 2008*.

http://www.oslobors.no/ob/nyheter_maaned?contentid=1222834081253&timePeriod=092008 _[Lest 01.04.09]

Pedersen, Kai- Morten. 2007. *Verdivurdering av Biotec Pharmacon ASA med støtte i realopsjoner*. Universitet i Tromsø.

<http://www.ub.uit.no/munin/bitstream/10037/1029/3/thesis.pdf> [Lest 13.05.09]

Post og teletilsynet. 2005. *NetCom- Regnskapsmessig skille for terminering av tale i NetComs nett for 2004*. http://www.npt.no/ikbViewer/Content/102152/produktregnskap_netcom.pdf.

[Lest 31.03.09]

Regjeringen. 2006. *Endringsforskrift om beregning av ansvarlig kapital for finansinstitusjoner, oppgjørssentraler og verdipapirforetak*.

http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/lover_regler/forskrifter/2006/Endringsforskrift-om-beregning-av-ansvarlig-kapital-for-finansinstitusjoner-oppgjorssentraler-og-verdipapirforetak.html?id=439153 [Lest 26.02.2009]

Regjeringen. 2008. *Om lov om Statens finansfond og lov om Statens obligasjonsfond*.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/2008-2009/otprp-nr-35-2008-2009-4/5.html?id=546830> [Lest 14.04.09]

Rønningen, Thomas og Illseng, Rolf. 2007. *Orkla- En strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse*. NHH.

<http://bora.nhh.no/bitstream/2330/1585/1/Ronningen%20og%20Illseng%202007.pdf> [Lest 13.05.09]

Sparebank 1 Nord – Norge. 2009. *Hjemmesiden*. <http://www.snn.no>. [Lest 31.03.09]

Sparebankforeningen. 2000. *Utredning- Grunnfondsbevisenes fremtid*.

http://www.sparebankforeningen.no/asset/2468/1/2468_1.pdf [Lest 27.04.09]

Sparebankforeningen. 2001. *Skattefradrag for renter på fondsobligasjoner*.

<http://www.sparebankforeningen.no/index.gan?id=1794&subid=0>. [Lest 31.03.09]

Sparebankforeningen. 2001. *Stopp veksten- bevar soliditeten*.

<http://www.sparebankforeningen.no/index.gan?id=1457&subid=0>. [Lest 25.02.2009]

Sparebankforeningen. 2004. *Stortinget sluttet opp om grunnfondsbevisene*.

<http://www.sparebankforeningen.no/index.gan?id=4325&subid=0>. [Lest 31.03.09]

Sparebankforeningen. 2005. *Corporate Governance*.

<http://www.sparebankforeningen.no/index.gan?id=13271&subid=0> [Lest 15.04.09]

Sparebankforeningen. 2008.

Grunnfondsbevis. <http://www.sparebankforeningen.no/index.gan?id=1082&subid=0>. [Lest 09.01.09]

Statistisk Sentralbyrå. 2009. *Kredittindikatoren K2 – Gjeldsveksten avtar videre*.

<http://www.ssb.no/emner/11/01/k2/> [Lest 15.04.09]

Statistiske sentralbyrå. 2009. *Dette er Norge*. http://www.ssb.no/norge/norge_2009.pdf [Lest 31.03.2009]

Statistiske sentralbyrå. 2009. *Økonomiske indikatorer*. <http://www.ssb.no/okind/>. [Lest 31.03.09]

Økonomisk rapport. 2009. *Det verste som kan skje*.

http://www.orapp.no/kommentarer/20090122/det_verste_som_kan_skje/. [Lest 26.02.2009]

Økonomisk rapport. 2009. *Detaljene i bankpakken*.

<http://www.orapp.no/politikk/20090209/detaljene-i-bankpakken/> [Lest 14.04.09]

Internettlinkene er kontrollert pr. 13.5.2009.

Rapporter

Finansiell rapport 02/06. Norges Bank.

Finansiell rapport 02/08. Norges Bank.

Orkdal Sparebank. 2007. Regnskap 1 kvartal 2007.

Pengepolitisk rapport. 01/09. Norges Bank.

Rygge- Vaaler Sparebank. 2006. Foreløpig regnskap 2006.

Kurs

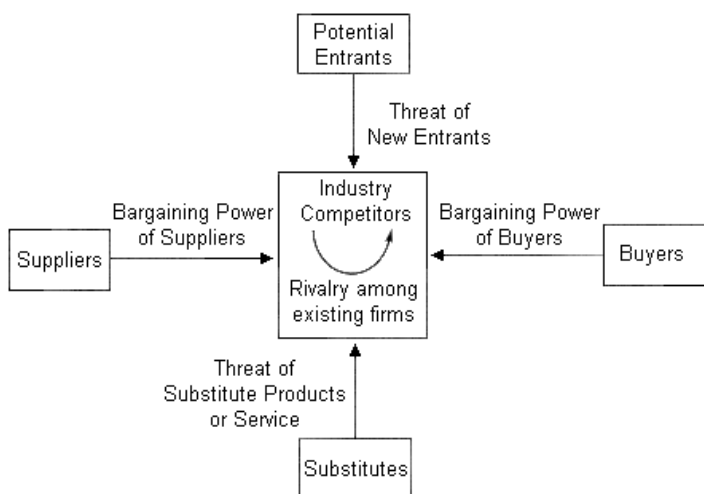
Knivslå, Kjell Henry. 2004. *Forelesningsplansjer i kurset ROS 330, Regnskapsanalyse og verdsetjing*. Norges Handelshøyskole.

Vedlegg

Vedlegg 1 – Sparebanker i grunnfondsindeks

Ticker	Navn
AURG	Aurskog Sparebank
HELG	Helgeland Sparebank
HOLG	Hol Sparebank
HSPG	Høland Sparebank
ISSG	Indre Sogn Sparebank
KLEG	Klepp Sparebank
MELG	Melhus Sparebank
NESG	Nes Prestegjelds Sparebank
NTSG	Nøtterø Sparebank
RING	Ringerikes Sparebank
RVSBG	Rygge-Vaaler Sparebank
SADG	Sandnes Sparebank
SBVG	Sparebank 1 Buskerud-Vestfold
NONG	Sparebank 1 Nord-Norge
MING	Sparebank 1 SMN
ROGG	Sparebank 1 SR-Bank
MORG	Sparebanken Møre
PLUG	Sparebanken Pluss
SVEG	Sparebanken Vest
SPOG	Sparebanken Øst
TOTG	Totens Sparebank

Vedlegg 2 – Porters bransjeanalyse



Kilde: Grant (2008)

Vedlegg 3 – Forskning fra Grant

Forfatter	Industry effects	Firm effects	Unexplained variance
Schmalensee (1985)	19,6 %	0,6 %	79,9 %
Rumelt (1991)	4,0 %	44,2 %	44,8 %
McGahan&Porter (1997)	18,7 %	31,7 %	48,4 %
Hawawini et al. (2003)	8,1 %	35,8 %	52,0 %
Roquebert et.al (1996)	10,2 %	55,0 %	32,0 %
Misangyi et.al (2006)	7,6 %	43,8 %	n.a.

Kilde: Grant (2008, s.99)

Vedlegg 4 – Forklaring poster omgruppering

1. Provisjonsinntekter: Bankene er i tillegg til å ta imot innskudd og formidle utlån også en aktiv part innenfor salg av finansielle produkter, spesielt fond. Tilbyderne av fond tar gebyr både ved kjøp og salg. Ettersom dette er en vanlig funksjon i en bank i dagens marked, anser vi denne posten som driftsrelatert. Eventuelle tjenester som fordrer provisjonsinntekter vil mest sannsynlig stamme fra driftsrelatert virksomhet.
2. Andre driftsinntekter: Selv om fast eiendom kanskje ikke kan klassifiseres som en normal virksomhet innenfor en banks virksomhetsområde, har banken selv klassifisert dette som driftsinntekter. Vi velger dermed å følge dette.
3. Utbytte fra egenkapitalinstrumenter og datterselskap: når utbytte er ført i resultatregnskapet så vil dette si at Sparebanken 1 Nord-Norge har mottatt utbytte fra sine eierposter i andre virksomheter, noe som også fremgår i notene. Dermed faller denne under finansielle inntekter.
4. Inntekter av eierinteresser i felleskontrollert virksomhet – denne posten omhandler inntekter som Sparebank 1 Nord-Norge har opparbeidet seg i investerte selskaper hvor det er felles kontroll regulert gjennom en avtale.

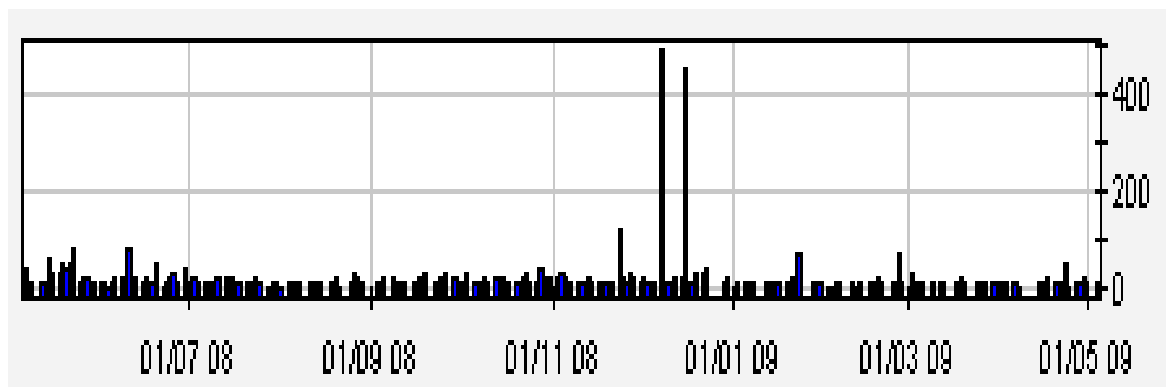
Vedlegg 5 - Moody's rankingskala

Category	LONG-TERM	SHORT-TERM	
Investment Grade	Aaa	<div style="background-color: #007bff; width: 100%; height: 100%; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> Prime-1 </div>	
	Aa1		
	Aa2		
	Aa3		
	A1		
	A2		
	A3		
	Baa1		<div style="background-color: #fd7e14; width: 100%; height: 100%; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> Prime-2 </div>
	Baa2		
	Baa3		
Speculative Grade	Ba1	<div style="background-color: #f44336; width: 100%; height: 100%; display: flex; align-items: center; justify-content: center;"> Not Prime </div>	
	Ba2		
	Ba3		
	B1		
	B2		
	B3		
	Caa1		
	Caa2		
	Caa3		
	Ca		
C			

Kilde: Moody's

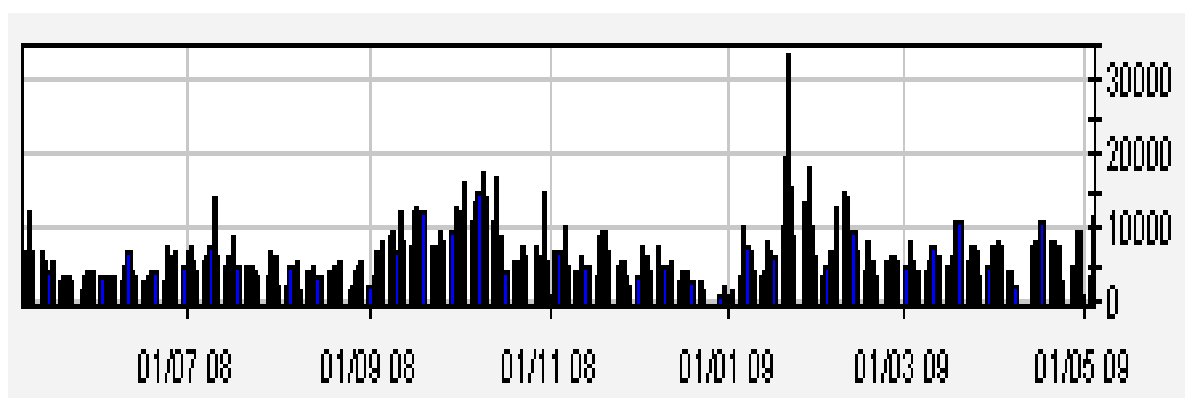
Vedlegg 6 – Omsetningsdata NONG vs. DnB Nor

Gjennomsnittlig omsetning per dag (1 000) av Sparebank 1 Nord-Norge aksjen det siste året:



Kilde: Nordnet

Gjennomsnittlig omsetning per dag (1 000) av DnB NOR-aksjen det siste året:



Kilde: Nordnet