



UNIVERSITETET I
NORDLAND

HANDELSHØGSKOLEN I BODØ • HHB

MASTEROPPGAVE

Verdsettelse av egenkapitalbeviset til
Helgeland Sparebank ASA

av

Thomas Nilssen og Øyvind Ruud

BE305E Finansiering og investering

Mo i Rana, 2015



Abstract

The purpose behind this master thesis has been to appreciate the equity certificate to Helgeland Sparebank. The equity certificate has been valued on the basis of the strategic analysis and accounting analysis using fundamental and relative valuation methods. It has also been used an option based valuation method to confirm the value of the certificate when one takes into account the flexibility.

The thesis begins with a brief presentation of the bank and its history, before we undergo relevant valuation theory. The banks complex nature and debt situation implies certain challenges in a valuation process. The Banking industry separates from other industries by being subject to strict capital requirements and regulatory authorities, and that they have a low equity-ratio and high leverage. The conclusion was that it was most appropriate to focus on valuation methods that valued cashflow to equity.

The research methodology is the next being reviewed. We present how research data is collected. Essentially, the task has been based on secondary data, but it has also been conducted interviews with key personnel in the bank to get supplementary and complementary information. Furthermore, it has been carried out a strategic and accounting analysis. The strategic analysis revealed that the banking industry is characterized by fierce competition, and few opportunities for differentiation, but also opportunities for growth through forecasted population growth on Helgeland. From the accounting analysis we saw that the bank has met all government requirements for financial strength and liquidity, both existing and future requirements. It was also conducted an analysis of the bank's loan portfolio where we concluded that the bank has reason to expect low losses on its loans in the future.

On the basis of the conducted analyzes, and through the preparation of an income model it has then been prepared future financial statements for the period 2015 to 2019. The revenue model has been based on independent variables that have been mapped through various analyzes and interviews, and which have been tested with statistical tools. The valuation has been carried out using several different approaches, and the average of these resulted in a target price of 68.6 NOK per certificate. It gave a value of the equity certificate holders equity of approximately 1.3 billion. The sensitivity and scenario analysis revealed that small changes in underlying variables gave a major impact on the target price.

Forord

Denne oppgaven er skrevet i ledd med avslutningen av vår økonomiske utdanning ved Handelshøgskolen i Bodø. Masteroppgaven er skrevet innenfor vår spesialisering som er finansiering og investering, og fagfeltet for oppgaven er verdsettelse. Dette temaet har blitt valgt på bakgrunn av vår interesse for temaet, og de faglige utfordringene som medfølger ved å gjennomføre en verdsettelse. Formålet med oppgaven er å verdsette egenkapitalbeviset til Helgeland Sparebank.

Valg av selskap falt naturlig for oss, da vi ønsket å analysere et studierelevant selskap. Helgeland Sparebank er en lokal forankret bank- og finansinstitusjon, som også er notert på børs. De er en betydelig aktør i lokalsamfunnet, og står for en stor verdiskapning på Helgeland. Valget av sparebanken ble også tatt ut fra de utfordringene som medfølger ved å verdsette en bank. Verdsettelse av bank følger ikke et tradisjonelt oppsett, og relativt sett er det lite teori rundt bankverdsettelse.

Gjennomførelsen av verdsettelsen har vært en utfordrende og lærerik prosess. Til tider har følelsen av oppgitthet og frustrasjon vært overbærende, men gjennom hardt arbeid og dedikasjon har vi stadig opplevd å overkomme hindringer og kjenne gleden av fremgang. Motivasjonen for å fullføre oppgaven har hele tiden vært til stede, og vi føler at vi har skapt et produkt vi kan være stolte over.

Vi ønsker å takke vår veileder Frode Kjærland for konstruktive tilbakemeldinger og innspill til oppgaven. Frode har gjennom motiverende ord inspirert oss til å følge vår egen sti, og gjennom tilbakemeldingene gitt oss den selvtilliten vi trengte for å gjøre vår egen vri på verdsettelsesprosessen. Vi ønsker også å takke våre informanter i Helgeland Sparebank som har bidratt med verdifull informasjon til oppgaven.

Tilslutt ønsker vi å takke hverandre for et godt samarbeid gjennom hele studietiden.

Mo i Rana 9.mai 2015

Thomas Nilssen

Øyvind Ruud

Sammendrag

Hensikten bak denne masteroppgaven har vært å verdsette egenkapitalbeviset til Helgeland Sparebank. Egenkapitalbeviset har blitt verdsatt på bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen ved bruk av fundamentale og relative verdsettelsesmetoder. Det har også blitt benyttet en opsjonsbasert verdsettelsesmetode for å bekrefte verdien av egenkapitalbeviset når en tar hensyn til fleksibiliteten.

Oppgaven innledes med en kort presentasjon av sparebanken og dens historiske utvikling, før aktuell verdsettelsesteori gjennomgås. Bankens komplekse natur og gjeldssituasjon medfører visse utfordringer i en verdsettelsesprosess. I hovedsak skiller bankbransjen seg fra andre bransjer ved at de er underlagt strenge kapitalkrav og reguleringer fra myndighetene, og ved at de har en lav egenkapitalgrad og høy gjeldsgrad. Konklusjonen ble at det var mest hensiktsmessig å fokusere på verdsettelsesmetoder som tok for seg kontantstrømmen som tilfalt egenkapitalen.

Forskningsmetodikken er det neste som blir gjennomgått. Her presenteres det hvordan forskningsdataene er samlet inn. I hovedsak har oppgaven blitt basert på sekundærdata, men det har også blitt gjennomført intervju med nøkkelpersonell i banken for å få supplerende og utfyllende informasjon. Videre har det blitt gjennomført en strategisk og regnskapsmessig analyse. Den strategiske analysen avdekket at bankbransjen er preget av hard konkurranse, og få muligheter til differensiering, men også muligheter for vekst gjennom prognostisert befolkningsvekst på Helgeland. Regnskapsanalysen viste at banken har oppfylt alle myndighetenes krav til soliditet og likviditet, både eksisterende og kommende krav. Det ble også foretatt en analyse av bankens utlånsportefølje hvor det ble konkludert med at banken har grunn til å forvente lave tap på sine utlån i fremtiden.

På bakgrunn av de gjennomførte analysene, og gjennom utarbeidelsen av en inntektsmodell har det så blitt utarbeidet fremtidsregnskaper for perioden 2015 til 2019. Inntektsmodellen har blitt basert på uavhengige variabler som har blitt kartlagt gjennom ulike analyser og intervju, og som har blitt testet med statistiske verktøy. Selve verdsettelsen har blitt gjennomført ved å bruke flere ulike tilnærminger, og gjennomsnittet av disse resulterte i et kursmål på 68,6 NOK pr egenkapitalbevis, som ga en verdi på egenkapitalbeviserens egenkapital på ca 1,3 milliarder. Til sammenligning var prisen på egenkapitalbeviset per 01.01.15 på 55 NOK. Sensitivitets- og scenarioanalysen avdekket at små endringer i underliggende variabler ga store utslag i kursmålet.

Innholdsfortegnelse

Abstract	i
Forord	ii
Sammendrag	iii
Innholdsfortegnelse	iv
Figurliste.....	vi
Tabelloversikt.....	vii
Formeloversikt	viii
1.0 Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn og motivasjon	1
1.2 Problemstilling og avgrensning.....	1
1.3 Struktur.....	2
2.0 Presentasjon av Helgeland Sparebank.....	3
2.1 Historie	3
2.2 Generelt	3
2.3 Organisering	3
2.4 Strategi	4
2.5 Eierandeler i andre selskap.....	5
2.6 Egenkapitalbevisdata.....	6
2.6.1 Direkteavkastning.....	6
2.6.2 Aksjonæroversikt	6
2.6.3 Kursutvikling.....	7
3.0 Teori	9
3.1 Generelt	9
3.2 Utfordringer ved verdsettelse av bank	10
3.2.1 Gjeld.....	11
3.2.2 Reguleringer	11
3.2.3 Reinvesteringer.....	11
3.2.4 Forskjeller i regnskapsreglene.....	11
3.2.5 Avsetning for tap	12
3.3 Fundamental verdsettelse	12
3.3.1 Generelt	12
3.3.2 Totalkapitalmetoder	13
3.3.3 Egenkapitalmetoder.....	15
3.4 Relativ verdsettelse	21
3.4.1 Generelt om relativ verdsettelse.....	21
3.4.2 Multiplikatormodeller	21
3.4.3 Substansverdimodeller	24
3.5 Opsjonsbasert verdsettelse	25
3.5.1 Generelt	25
3.5.2 Binomial.....	26
3.5.3 Black-Scholes.....	26
3.6 Valg av verdsettelsesmetoder.....	28
4.0 Metode.....	29
4.1 Forskningsdesign.....	29
4.1.1 Casedesign.....	30
4.2 Metodetriangulering	31
4.3 Tidsdesign	31
4.4 Innsamling av data	31

4.5	Dataanalyse	33
4.6	Vurdering av datamaterialet	33
4.6.1	Reliabilitet	33
4.6.2	Begrepsvaliditet.....	34
4.6.3	Intern validitet	34
4.6.4	Ekstern validitet.....	35
5.0	Strategisk analyse.....	36
5.1	Generelt	36
5.2	Ekstern analyse.....	36
5.2.1	PESTEL.....	36
5.2.2	Porter's five forces	42
5.3	Intern analyse	50
5.3.1	VRIO	50
5.3.2	Fysiske ressurser	51
5.3.3	Finansielle ressurser	52
5.3.4	Menneskelige ressurser	53
5.3.5	Organisatoriske ressurser	54
5.3.6	Oppsummering VRIO-analyse.....	55
5.4	Oppsummering av den interne og eksterne analysen	55
5.4.1	Interne styrker og svakheter	55
5.4.2	Eksterne muligheter og trusler	56
6.0	Regnskapsanalyse.....	57
6.1	Generelt om regnskapsanalyse	57
6.2	Analyseramme.....	57
6.2.1	Periode.....	57
6.2.2	Valg av komparative selskap.....	57
6.2.3	Presentasjon av regnskapsdata	58
6.3	Analyse av nøkkel- og forholdstall	61
6.3.1	Likviditet	61
6.3.2	Soliditet	64
6.3.3	Lønnsomhet	73
7.0	Fastsettelse av avkastningskravet.....	80
7.1	Generelt	80
7.2	Kapitalverdimodellen	81
7.2.1	Risikofri rente.....	82
7.2.2	Betaverdi	84
7.2.3	Markedspremie.....	92
7.2.4	Likviditetspremie	93
7.3	Valg avkastningskrav	94
8.0	Estimering	96
8.1	Generelt	96
8.2	Inntektsmodellen	96
8.3	Vekstanalyse.....	102
8.3.1	Resultatposter	102
8.3.2	Vekst i balanseposter.....	106
8.4	Fremtidsregnskap	112
8.5	Kontrollposter for fremtidsregnskapet	113
9.0	Verdsettelse av Helgeland Sparebank	115
9.1	Fundamental verdsettelse	115
9.1.1	Fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE)	116

9.1.2 Discounted Dividend Model (DDM)	116
9.1.3 Residual Income Valuation (RIV).....	117
9.2 Relativ verdsettelse	118
9.2.1 Markedsverdi P/E-modellen.....	120
9.2.2 Markedsverdi P/B-modellen	121
9.3 Opsjonsbasert verdsettelse	121
9.4 Oppsummering av kursmål	124
10.0 Følsomhetsanalyse	126
10. 1 Sensitivitetsanalyse	126
10.1.1 Avkastningskravet for horisontverdi og evig vekstfaktor	126
10.1.2 Utlånspåslag og innlånspåslag	128
10.2 Scenarioanalyse	130
11.0 Konklusjon og videre forskningsområder	132
Litteraturliste	134

Figurliste

Figur 1 – Organisasjonskart	4
Figur 2 - Kursutvikling i HSBs egenkapitalbevis i perioden 22.03.2010 – 02.03.2015 (oslobors.no).....	8
Figur 3 - Oversikt av ulike casesdesign (Yin, 2012)	30
Figur 4 - PESTEL-modellen	37
Figur 5 - Porter's five forces	42
Figur 6 - Utviklingen av hovedindeksen til Oslo Børs i perioden 2010-2015	46
Figur 7 - Bankenes finansieringsstruktur	47
Figur 8 – Bankenes egenkapitalandeler	52
Figur 9 – Utvikling i innskuddsdekning.....	62
Figur 10 – Utvikling i kapitaldekning	65
Figur 11 – Utvikling i kjernekapitaldekning	66
Figur 12 – Utvikling i tapsavsetning og tap på utlån for HSB	69
Figur 13 - Beregningsgrunnlag for kredittrisiko i forhold til forvaltningskapital blant bankene	71
Figur 14 – Utvikling i egenkapitalrentabilitet	74
Figur 15 – Utvikling i netto rentemargin	75
Figur 16 – Utviklingen i kostnad per inntektskrone.....	76
Figur 17 – Endring i utlånsmargin	77
Figur 18 – Endring i innlånsmargin	78
Figur 19 – Utviklingen i provisjons- og andre inntekter i forhold til forvaltningskapitalen....	79
Figur 20 - Illustrasjon avkastning og betaverdi (Goedhart et al., 2010)	84
Figur 21 - Regresjonsanalyse av HSB mot OSEBX 2010-2014.....	85
Figur 22 - Regresjonsanalyse av HSB mot OSEEX 2010 – 2014	87
Figur 23 - Regresjonsanalyse av OSEEX mot OSEBX 2010 – 2014	89
Figur 24 – Fordeling av HSBs omsatte egenkapitalbevis per børsdag i perioden 2010-2014.	94
Figur 25 – Prosessen i inntektsmodellen.....	97
Figur 26 - Inndata i inntektsmodellen	99
Figur 27 - Fordeling av årsresultat i HSB	111
Figur 28 - Pris pr. egenkapitalbevis – oppsummering	124

Tabelloversikt

Tabell 1 – Eierandeler i andre selskaper	5
Tabell 2 – Direkteavkastning for HSBs egenkapitalbevis	6
Tabell 3 – De 10 største aksjonærene i HSB.....	6
Tabell 4 - Oversikt over verdsettelsesmodeller.....	10
Tabell 5 - To tilnærminger til fri kontantstrøm til firma (Brealey et al., 2011).....	13
Tabell 6 - Fri kontantstrøm til egenkapital.....	16
Tabell 7 – Makroøkonomiske prognoser (ssb.no).....	39
Tabell 8 - Oppsummering Porters five forces	49
Tabell 9 – VRIO – overordnet oversikt.....	50
Tabell 10 - VRIO - konklusjon	55
Tabell 11 - SWOT – oppsummering	56
Tabell 12 - Komparative banker for HSB	58
Tabell 13 - Resultatoversikt for HSB i perioden 2010-2014	59
Tabell 14 - Balanseoversikt for HSB i perioden 2010-2014.....	60
Tabell 15 - Vekst i netto utlån.....	63
Tabell 16 – Utvikling i likviditetsindikator 1	64
Tabell 17 - Fordeling av segmenter i utlånsporteføljen til HSB fra 2010 til 2014	67
Tabell 18 – Utvikling i tap på utlån i forhold til netto utlån	68
Tabell 19 - Tapsavsetning i % av netto utlån	70
Tabell 20 - Risikoklassifisering av utlånsporteføljen til HSB.....	71
Tabell 21 – Gjennomsnittlig årsrente 10 års statsobligasjon (norges-bank.no).....	82
Tabell 22 - Statsobligasjoner med løpetid på ett, tre og fem år (norges-bank.no).....	83
Tabell 23 - Gjennomsnittlig årsrente for statsobligasjoner med løpetid på to og fire år.....	83
Tabell 24 – Oversikt over valgte og estimerte risikofrie renter	83
Tabell 25 - Resultat av regresjonsanalysen mellom HSB og OSEBX.....	85
Tabell 26 - Resultat av regresjonsanalysen mellom HSB og OSEEX	87
Tabell 27 - Resultat av regresjonsanalysen mellom OSEEX og OSEBX.....	89
Tabell 28 - Oppsummering av estimerte betaer ved regresjonsanalyser.....	90
Tabell 29 - Justert betaverdier, samt oppgitt bransje beta.....	91
Tabell 30 - Avkastning for egenkapitalbevis og statsobligasjoner (norges-bank.no).....	92
Tabell 31 - Estimert meravkastning og gjennomsnittlig meravkastning for fem år.....	93
Tabell 32 – Oversikt over estimert markedspremier	93
Tabell 33 – Oversikt over estimerte avkastningskrav	95
Tabell 34 - Renteinntekter og rentekostnader i forhold til sum inntekter og kostnader.....	97
Tabell 35 - Funn i korrelasjonsanalyse for utlån.....	98
Tabell 36 - Funn i korrelasjonsanalyse for innlån.....	98
Tabell 37 - Resultat av inntektsmodellen	100
Tabell 38 – Historiske renteinntekter, utlån og estimert påslag for HSB	100
Tabell 39 - Estimerte renteinntekter til HSB.....	101
Tabell 40 - Estimerte rentekostnader til HSB	101
Tabell 41 - Vekst i provisjonsinntekter og provisjonskostnader for HSB	102
Tabell 42 - Vekst i sum kostnader til HSB.....	103
Tabell 43 - Dekomponering av «sum andre driftskostnader»	104
Tabell 44 - Vekst i tap på utlån	105
Tabell 45 – Skattekostnaden til HSB	106
Tabell 46 – Historisk vekst i balansen til HSB	107

Tabell 47 – Historiske selskapsinvesteringer til HSB	108
Tabell 48 - Sammenhengen mellom utsatt skattefordel og skattekostnaden	109
Tabell 49 - Rentebærende gjeldsposter for HSB.....	109
Tabell 50 – Historisk vekst i egenkapitalpostene.....	110
Tabell 51 - Estimert resultatregnskap (2015 – 2019).....	112
Tabell 52 - Estimert balanseregnskap (2015 – 2019).....	113
Tabell 53 - Kapitalkrav for de estimerte periodene.....	114
Tabell 54 - Estimering av vektet beregningsgrunnlag	114
Tabell 55 - Resultat av FCFE	116
Tabell 56 - Forventet utdelingsgrad til HSB	116
Tabell 57 - Resultat av DDM	117
Tabell 58 - Resultat av RIV.....	117
Tabell 59 – Beregnet P/E og P/B for bransjen	119
Tabell 60 – Beregnet P/E og P/B for de komparative bankene.....	120
Tabell 61 - Resultat av P/E modellen.....	120
Tabell 62 - Resultat av P/B modellen.....	121
Tabell 63 - Ulike tilnæringer til opsjonsbasert verdsettelse med bruk av Black-Scholes...	122
Tabell 64 - Vektet løpetid på utestående rentebærende gjeld i 2014	122
Tabell 65 - Resultat av Deevs tilnærming til opsjonsbasert verdsettelsesmetode.....	123
Tabell 66 - Resultat av Giammarinos tilnærming til opsjonsbasert verdsettelsesmetode.....	123
Tabell 67 - Sensitivitetstabell evig vekst i FCFE og avkastningskrav for HV med FCFE	127
Tabell 68 - Sensitivitetstabell for evig vekst i utbytte og avkastningskrav med DDM	127
Tabell 69 - Sensitivitetstabell for innlånspåslag og utlånspåslag med FCFE	128
Tabell 70 - Sensitivitetstabell for innlånspåslag og utlånspåslag med DDM	129
Tabell 71 - Sensitivitetstabell for innlånspåslag og utlånspåslag med RIV	129
Tabell 72 - Scenarioanalyse for ulike befolkningsvekster på Helgeland og endring i kursmål	130
Tabell 73 – Scenarioanalyse med ulike styringsrenter og endring i kursmål.....	130

Formeloversikt

Formel 1 - Nåverdi av kontantstrøm	12
Formel 2 - WACC	14
Formel 3 - Nåverdien av forventet FCFF	14
Formel 4 - Horisontverdi av kontantstrøm ved bruk av Gordons formel.....	14
Formel 5 - Horisontverdi ved bruk av EV/EBITDA.....	15
Formel 6 - Nåverdien av egenkapital ved bruk av FCFF	15
Formel 7 - Nåverdien av forventet FCFE.....	17
Formel 8 - Nåverdien av egenkapital ved bruk av FCFE.....	17
Formel 9 - Verdi per aksje basert på utbytte	18
Formel 10 - Fullstendig DDM formel for verdi per aksje.....	19
Formel 11 - Verdi på egenkapital ved bruk av residualinntekten	20
Formel 12 - Verdi på egenkapital ved bruk av residualinntekten med horisontverdi	20
Formel 13 - P/E modellen	22
Formel 14 - P/B modellen	23
Formel 15 - Black-Scholes opsjonsprising modell	26
Formel 16 - Black-Scholes inndata	27
Formel 17 - Egenkapital som opsjon.....	28

Formel 18 - Innskuddsdekning	62
Formel 19 - Endring i netto utlån	63
Formel 20 - Likviditetsindikator 1	63
Formel 21 - Kapitaldekning	65
Formel 22 - Kjernekapitaldekning	66
Formel 23 - Tap på netto utlån	68
Formel 24 - Tapsavsetning	69
Formel 25 - Egenkapitalrentabiliteten	73
Formel 26 - Netto rentemargin	75
Formel 27 - Kostnad per inntektskrone	76
Formel 28 - Utlånsmargin	77
Formel 29 - Innlånsmargin	77
Formel 30 - Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapital	78
Formel 31 - Avkastningskravet til egenkapitalen	81
Formel 32 - Forventningshypotesen (Bodie et al., 2014).....	83
Formel 33 - Justert beta (Damodaran, 2012).....	90
Formel 34 - P/E modellen	120
Formel 35 - P/B-modellen.....	121

1.0 Innledning.

1.1 Bakgrunn og motivasjon

Temaet verdsettelse ble valgt på bakgrunn av forfatterne av denne oppgavens interesse for finans, tall og regnskap. Ved å gjennomføre en verdsettelse vil en få tatt i bruk hele økonomiutdanningen, alt fra strategi og statistikk på 1.året til avanserte finansemner gjennomgått på 5.året.

Valg av selskap ble tatt ut fra følgende to kriterier: De skulle være børsnotert og de skulle ha en lokal forankring. Valget falt da naturlig på Helgeland Sparebank (HSB), siden de er det eneste børsnoterte selskapet med hovedsete på Helgeland. Gjennom media hadde en også dannet seg et bilde av banken, og det var derfor et ønske å bli bedre kjent med banken og den verdiskapningen som skjer i regionen.

Verdsettelse av en bank medfører visse utfordringer, og innebærer at verdsettelsesprosessen blir noe mer komplisert og utfordrende. Det var likevel ønskelig med den ekstra faglige utfordringen en bankverdsettelse innebærer. Det er lite faglitteratur rundt emnet verdsettelse av bank, og det er få studenter som tidligere har verdsatt bankbransjen. Det har heller ikke blitt sett noen tidligere masteroppgaver om HSB, samt det er liten analysedekning av HSB. I oppgaven har det også blitt valgt egne fremgangsmåter og tilnærminger, og det hevdes derfor at oppgaven bidrar med noe nytt til fagfeltet.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Problemstillingen som har blitt lagt til grunn i denne oppgaven er:

«Hva er verdien av egenkapitalbeviset til Helgeland Sparebank per. 1.1.15?»

Ved gjennomføringen av oppgaven har det vært behov for å foreta visse avgrensninger og forenklinger underveis. En begrensende faktor i arbeidet med oppgaven er tidshorisonten. Begrenset med tid til rådighet har ført til at det har vært behov for å gjennomføre noen forenklinger og estimeringer. Der hvor det har blitt valgt en slik tilnærming har disse valgene blitt redegjort for, og det er fokusert på transparens i forhold til de forenklinger som har blitt gjennomført.

Det presiseres også at verdsettelse har ingen eksakt fremgangsmåte, og resultatet er estimert ut fra oppgavens forutsetninger og beregninger. Resultatet vil være sensitivt for endringer i noen av de underliggende faktorene, noe følsomhetsanalysen bekrefter.

1.3 Struktur

Ved oppbyggingen av masteroppgaven er det fokusert på struktur, og at alt skal komme i en naturlig rekkefølge.

Med utgangspunkt i en ryddig struktur, ble det naturlig å presentere bedriften, Helgeland Sparebank i det kommende kapitlet. Det er deretter valgt å gi en innføring i den teorien, og de verdsettelsesmodellene som danner basis for hele oppgaven i kapittel 3. I det samme kapitlet beskrives de utfordringene som medfølger ved å verdsette en bank. I kapittel 4 presenteres de ulike metodene og fremgangsmåtene som er benyttet i forbindelse med datainnsamlingen. Det går deretter videre til strategien i kap.5 hvor de interne og eksterne faktorene som vil påvirke konkurransebildet til HSB blir analysert. De viktigste funnene er strukturert og presentert i en SWOT-modell som oppsummering av kapitlet.

I kapittel 6 gjennomføres regnskapsanalysen. Her presenteres og sammenlignes HSB opp mot de komparative bankene innenfor ulike likviditets-, soliditets- og lønnsomhetsmål.

Avkastningskravet til egenkapitalen til HSB gjennomgås i kapittel 7. I kapittel 8 blir resultat- og balansemodellen som ligger til grunn for fremtidsregnskapet presentert. I kapittel 9 utføres verdsettelsene, og det benyttes fundamentale, relative og opsjonsbaserte verdsettelsesmodeller. I kapittel 10 gjennomføres det følsomhetsanalyser hvor kursmålene blir satt under stress, for å vise hvordan små endringer i de underliggende faktorene kan gi store utslag. Konklusjon og forslag til videre forskning skjer i kapittel 11.

2.0 Presentasjon av Helgeland Sparebank

I dette kapittelet vil det bli gitt en generell og innledende presentasjon av Helgeland Sparebank, hvor informasjonen i all hovedsak vil komme fra Helgeland Sparebank og tilhørende datterselskaps egne nettsider, rapporter og presentasjoner.

2.1 Historie

Bankens historie går tilbake til 1860 da Vefsn Sparebank ble etablert, og i 1876 da Mo Sparebank startet i Rana. Helgeland Sparebank ble formelt etablert i 1977 med en sammenslutning av Vefsn Sparebank, Herøy Sparebank, Brønnøysund Sparebank, Velfjord Sparebank og Vevelstad Sparebank. I 1982 ble også Vega Sparebank og Brønnø Sparebank fusjonert inn i Helgeland Sparebank. Den siste fusjonen kom 1. april 2005 og var mellom Helgeland Sparebank og Rana Sparebank.

2.2 Generelt

I dag har HSB totalt 15 kontorer i 13 kommuner på Helgeland og er den 12. største sparebanken i Norge. Det er omtrent 170 årsverk i banken og de har en forvaltningskapital som beløper seg til ca. 24.4 milliarder kroner. Helgeland Sparebank er også den eneste alliansefrie banken i Nord-Norge, og sees derfor på som et uavhengig og børsnotert finanskonsern på Helgeland.

Kjernevirksomheten er tradisjonell bank- og finansieringsvirksomhet på Helgeland, med formidlingssalg av spare-, plassering og forsikringsprodukter, leasing og salgspant. Hovedsakelig betjener banken personmarkedet, næringslivet og den offentlige sektor på Helgeland.

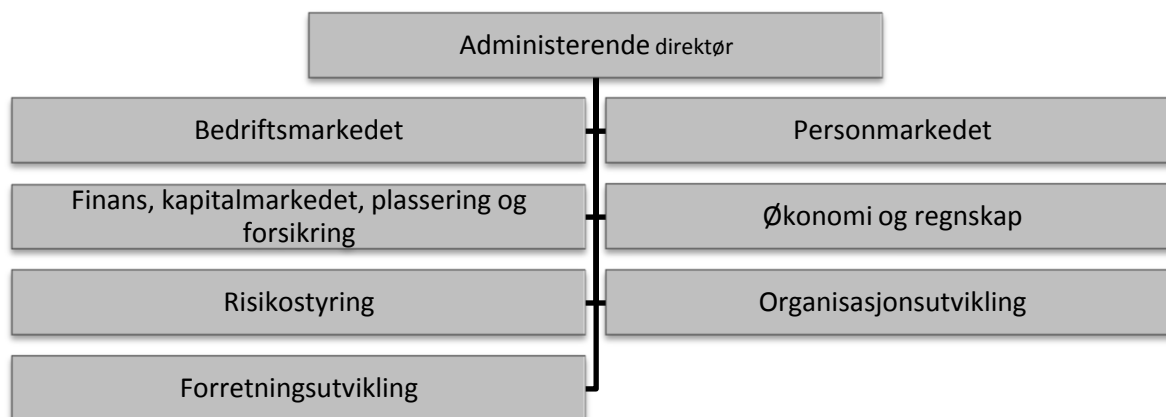
2.3 Organisering

Sparebanken styres gjennom forstanderskapet, styret, kontrollkomiteen og valgkomiteene.

Forstanderskapet består av 25 medlemmer og anses som bankens øverste organ.

Forstanderskapet velger også en kontrollkomité, som skal føre tilsyn og kontroll med styret og administrasjonens arbeid. Kontrollkomiteen skal bestå av tre medlemmer og to varamedlemmer. Styret i banken velges i likhet med kontrollkomiteen av forstanderskapet, og styrets oppgave er å påse at banken har en god eierstyring og selskapsledelse til enhver tid.

Hovedkontoret til banken er lokalisert i Mo i Rana, og ledes av administrerende direktør Lisbeth Flågeng. Banken er i dag organisert hierarkisk med sju avdelinger under administrerende direktør:



Figur 1 – Organisasjonskart

2.4 Strategi

Helgeland Sparebanks visjon er: «*Vår visjon er å være en drivkraft for vekst på Helgeland*» (hsb.no). For å nå sin visjon har banken satt seg mål, hvor deres hovedmål er at de gjennom en balansert vekst skal kunne opprettholde en posisjon som en lønnsom og ledende bank på Helgeland.

Forretningsidéen deres er: «*Helgeland Sparebank skal drive en lønnsom og ledende bank på Helgeland. Banken skal selge finansielle produkter og tjenester til privatkunder, små og mellomstore bedrifter og institusjoner knyttet til Helgelandsregionen*» (hsb.no).

Sparebanken regnes som en av regionens mest betydningsfulle samfunnsaktører. Bankens samfunnsansvar har en vesentlig plass i bankens strategi. De har som mål å være en profesjonell og aktiv støttespiller i utviklingen av Helgeland, spesielt for idrett, kultur og kunnskap hvor banken i lang tid har vært en viktig bidragsyter for regionen. Gjennom Helgeland Sparebanks Gavestiftelse, Helgeland Sparebanks Gavefond og bankens egne sponsorvirksomheter har de utlevert over 100 millioner kroner siden 2007.

I tillegg til de strategiske målene har Helgeland Sparebank også satt seg finansielle mål. Disse er konkrete mål innen lønnsomhet, soliditet, utlån, innskudd, kostnader og er følgende:

- **Lønnsomhet:** En egenkapitalavkastning på minst 10 %, forutsatt normale markedsforhold.
- **Soliditet:** Ren kjernekapitaldekning på minst 12,5 %, forutsatt motsyklisk kapitalbuffer på 2,5 %.
- **Utlån:** Utlånsvekst ned mot 5 %, pga. de økte kapitalkravene

- **Innskudd:** Innskuddsdekning på minst 60 %.
- **Kostnader:** Kostnadsvekst på maksimalt 3,5 %.

2.5 Eierandeler i andre selskap

Ettersom Helgeland Sparebank er en uavhengig og kommersiell bank har banken også interesser i form av datterselskap og eierandeler i andre selskap. De datterselskapene som er 100 % eid av Helgeland Sparebank er i all hovedsak innen sektorene eiendom og finans. Totalt har banken 11 eierandeler i ulike selskaper, hvorav fem av disse er heleide datterselskap. Nedenfor i tabell 1 presenteres datterselskapene og selskapene hvor HSB har eierandeler:

Tabell 1 – Eierandeler i andre selskaper

Navn	Eierandel	Bransje	Årsresultat
Helgeland Boligkreditt AS	100 %	Kredittgivning	50,4 mill
Bankbygg Mo ANS	100 %	Utleie av fast eiendom	0,9 mill
Sparebankbygg AS	100 %	Utleie av fast eiendom	0,6 mill
Helgeland Sparebanks Eiendomsselskap AS	100 %	Utleie av fast eiendom	0,6 mill
Helgeland Utviklingsselskap AS	100 %	Utleie, kjøp og salg av fast eiendom	-6,2 mill
Storgt 73 AS	52,86 %	Eiendomsselskap	0,1 mill
Helgeland Invest AS	48 %	Regionalt investeringselskap	2,4 mill
Eiendomsmegleren Helgeland AS	34 %	Eiendomsmegling	2,65 mill
Brage Finans AS	10 %	Finansieringsselskap – leasing og lån	6,4 mill
Frende Holding AS	8 %	Forsikringsselskap	17,1 mill
Norne Securities AS	7,5 %	Verdipapirforetak	-4,7 mill

2.6 Egenkapitalbevisdata

2.6.1 Direkteavkastning

Tabell 2 viser den direkteavkastningen egenkapitalbevisene har oppnådd ved å eie egenkapitalbevis i HSB. Utbyttet har tradisjonelt blitt utbetalt mot slutten av mars.

Direkteavkastningen er beregnet ved å ta utgangspunkt i utbytte og dividere denne på egenkapitalbeviskursen på utbyttedagen.

Tabell 2 – Direkteavkastning for HSBs egenkapitalbevis

Historisk utbytteoversikt				
Dato	Utbytte	Kurs		Direkte avkastning (%)
26.03.2015	kr 2.50	kr 58.0		4.31 %
27.03.2014	kr 1.80	kr 49.5		3.64 %
21.03.2013	kr 1.30	kr 42.9		3.03 %
29.03.2012	kr 1.90	kr 33.9		5.60 %
29.03.2011	kr 2.75	kr 46.0		5.98 %
26.03.2010	kr 3.50	kr 48.5		7.22 %

Tabell 2 viser at HSB har hatt en synkende direkteavkastning, og denne trenden har skjedd i takt med endringen i utbyttet. Direkteavkastningen har økt fra bunnivået i 2013 frem til i 2015, likevel er denne langt under nivået fra 2010. Reduksjon av utbytte er som følge av de økte kapitalkravene, og vil gjennomgås nærmere senere i oppgaven.

2.6.2 Aksjonæroversikt

Aksjonæroversikten viser de 10 største aksjonærene av egenkapitalbevis i HSB per 31.12.2014. Totalt antall egenkapitalbevis er 18 700 000.

Tabell 3 – De 10 største aksjonærene i HSB

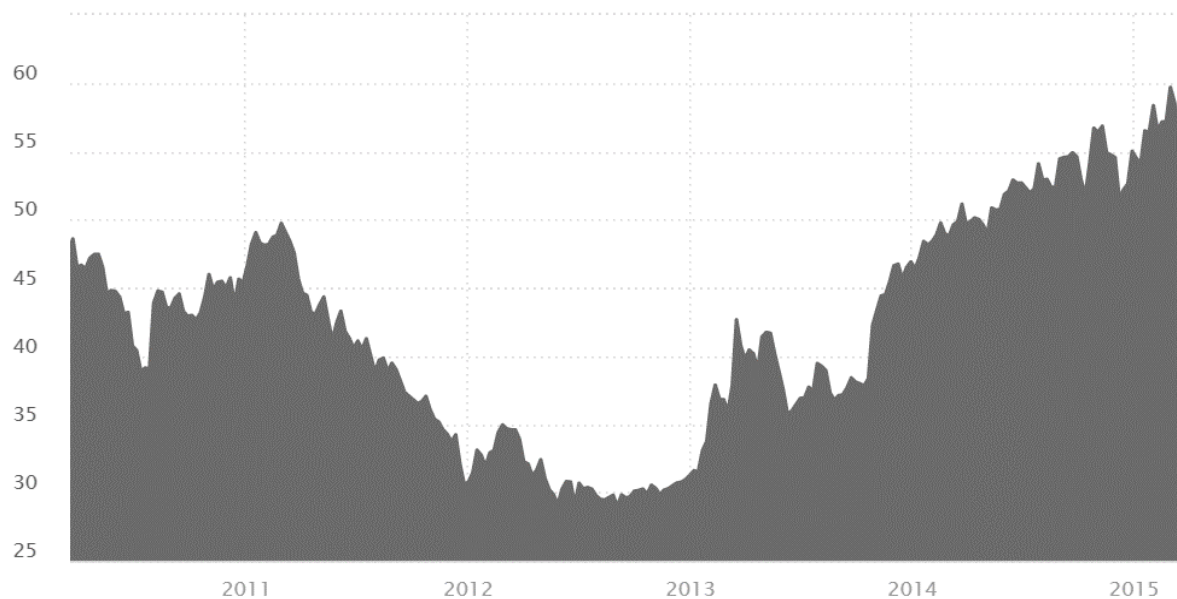
Navn	Andel	Egenkapitalbevis
Sparebankstiftelsen Helgeland	35,3 %	6599598
Pareto AS	5,7 %	1070836
MP Pensjon PK	5,5 %	1032203
UBS AG, London Branch A/C	5,3 %	1000000
Citibank	4,2 %	776441
VPF Nordea Norge	3,1 %	570365
Merill Lynch Prof	2,8 %	530113

Pareto Online AS	2,7 %	500000
Sparebankstiftelsen DNB	2,4 %	442724
Verdipapirfondet Eika Utbytte	2,2 %	415954
Totalt	69,2 %	12938234

10 aksjonærer utgjør totalt 69,2 % av egenkapitalbevisene. Sparebankstiftelsen Helgeland er opprettet med det formål å sikre et langsiktig og stabilt eierskap, og dermed sikre et regionalt sparebanktilbud. Stiftelsen har et fastsatt mål om å ikke redusere eierandelen til under 35 % (sparebankstiftelsen-helgeland.no). HSB oppfordrer også egne ansatte til å eie egenkapitalbevis, og i 2013 ga de alle de faste ansatte 110 egenkapitalbevis hver (Årsrapport-2013).

2.6.3 Kursutvikling

Å studere historisk utvikling av egenkapitalbeviskursen kan være en avgjørende faktor for mange investorer når de vurderer mulige kjøp. De vil da vurdere om egenkapitalbeviset er overkjøpt, eller oversolgt, i tillegg til trender, potensial og mye mer. Det vil ikke bli foretatt en slik teknisk analyse i vår verdsettelse, men heller fokusert på den fundamentale driften til HSB og verdsette de kontantstrømmer som vil tilflyte banken i fremtiden. Det blir likevel presentert den historiske utviklingen av egenkapitalbeviskursen til HSB, siden den viser koblingen mellom verdensøkonomien og HSBs økonomiske prestasjoner. Gjennom å studere kursutviklingen kan en ofte si mye om et selskaps avhengighet til makrobildet, og selv om et selskap ikke blir direkte berørt, vil det ofte bli indirekte berørt av hendelser i verdensøkonomien, noe som i neste runde kan gi utslag på regnskapstallene.



Figur 2 - Kursutvikling i HSBs egenkapitalbevis i perioden 22.03.2010 – 02.03.2015 (oslobors.no)

Figur 2 viser kursutviklingen til egenkapitalbeviset til HSB med ticker «HELG». Grafen viser at kursen er på et historisk høyt nivå og at kursverdien har steget med nær 100 % siden bunnivået i 2012-2013. Grafen viser at kursen blir påvirket av uroligheter i økonomien, og selv om HSB er en regionalbank, så påvirkes også egenkapitalbeviskursen av makrobildet i verden for øvrig. En mulig faktor, og som kan være en av årsaksvariablene til den langvarige nedgangen i kursen i tidsrommet 2011-2012 kan nok delvis tilegnes eurokrisen som pågikk for fullt.

3.0 Teori

3.1 Generelt

«Alle eiendeler, finansielle som reelle har en verdi. [...] Alle eiendeler kan verdsettes, men noen er enklere å verdsette enn andre» (Damodaran, 2012, s. 1).

Det vil være en rekke tilfeller i et selskaps liv som krever en verdsettelse, og de ulike interessenter til et selskap vil ofte ha forskjellige formål med en verdsettelse. Noen hovedgrunner for hvorfor man ønsker å sette en pris på et selskap ser en av Dahl et al. (1997) og Fernandez (2002):

- Kjøp og salg av bedrifter eller deler av bedrifter
- Fusjoner og fisjoner
- Emisjoner
- Kredittvurdering
- Børsnotering

I tillegg til disse overnevnte scenarioene utarbeides det analyser av de ulike finansinstitusjonene som f. eks DNB Markets, Pareto, Artic Securites osv. Verdsettelsene benyttes av meglerhusene for å øyne investeringsmuligheter, og på bakgrunn av disse utarbeider de kjøps- og salg anbefalinger til kundene sine. Det er viktig at verdsettelsene oppdateres jevnlig for å reflektere endringer i markedsforhold. Makroomgivelsene til et selskap endres raskt, og som Kaldestad og Møller (2011) påpeker, er verdsettelse en ferskvare og må behandles deretter. Finansinstitusjonene vil dermed være avhengige av gode verdsettelsel for å oppnå troverdighet og reliabilitet i markedet.

Når man verdsetter et firma, eller benytter seg av en verdsettelse foretatt av andre, er det viktig å være oppmerksom på de subjektive vurderingene som ligger til grunn. Selv om verdsettelse tar utgangspunkt i kvantitative modeller og data, vil de alltid være preget av antakelser og subjektive vurderinger (Kaldestad og Møller, 2011). De samme verdsettelsesmodellene vil i de fleste tilfeller gi ulike utfall når de benyttes av ulike aktører, siden inputdataene i stor grad er skjønnsbaserte.

For å kunne fastsette verdien av et selskap er det en rekke forhold som må redegjøres for. I tillegg til å analysere selve selskapet så viser Dahl et al. (1997) til ulike forhold som må kartlegges:

- Bransje
- Konjunkturutsikter – Både innenfor bransjen, men også i økonomien som helhet
- Produkter og kvaliteten på disse
- Markedsposisjon, konkurranse og markedspotensialet
- Ledelse og organisasjon
- Finansielle forhold

Når disse forholdene er kartlagt vil en ha den nødvendige kunnskapen for å kunne gi et anslag på den fremtidige verdiskapningen. På bakgrunn av denne informasjonen kan man så gi et estimat på de kontantstrømmene som vil tilflyte selskapet.

Etter at disse forholdene er kartlagt vil neste steg i prosessen være å benytte denne informasjonen i verdsettelsesmodeller. Inndelingen i kategorier av verdsettelsesmodeller varierer i stor grad, denne oppgaven baserer seg på Damodaran (2012) som tar for seg tre ulike kategorier av verdsettelsesmodeller:

Tabell 4 - Oversikt over verdsettelsesmodeller

Fundamental verdsettelse	Relativ verdsettelse	Opsjonsbasert verdsettelse
Tar for seg de neddiskonterte kontantstrømmene til en eiendel. Vurderer selskapets evne til å generere kontantstrømmer og nåverdien av disse.	Denne metoden ser på nøkkelverdier og sammenligner disse opp mot sammenlignbare selskaper.	Verdsetter eiendeler som har opsjoner tilknyttet seg. Opsjonsbasert verdsettelse skal få frem at fleksibilitet har en egenverdi og denne skal reflekteres i verdsettelsen av selskapet.

I praksis bruker en som regel flere ulike modeller, og man benytter seg av verdsettelsesmodeller fra alle de ulike kategoriene. I de følgende kapitlene gjennomgå disse metodene i detalj.

3.2 utfordringer ved verdsettelse av bank

En bank er ikke som andre selskap, og man vil i en verdsettelsesprosess støte på visse problemstillinger som man ikke opplever i andre bransjer. I prinsippet brukes de samme verdsettelsesmodellene som benyttes til verdsettelse av ikke-finansielle selskap. Imidlertid vil det være enkelte modeller som vil være mer passende for banker og noen modeller vil kreve

visse forutsetninger og tilpasninger for å kunne anvendes i en bankverdsettelse (Masari et al., 2014). Ifølge Damodaran (2009) er det i hovedsak fem områder hvor en bank skiller seg ut fra mer tradisjonelle selskap:

3.2.1 Gjeld

Riktig klassifisering av gjeld i balansen er en stor utfordring ved verdsettelse av banker. Det meste av verdiskapningen til en bank skjer ved at banken låner inn penger som distribueres ut til kundene i forskjellige produkter og lån. Dette medfører at man finner gjeld på begge sider av balansen. Klassifisering av innskudd og utlån medfører visse utfordringer og gjør at en f. eks ikke kan finne verdien en bank bare ved å ta eiendeler fratrukket gjeld.

3.2.2 Reguleringer

En bank er underlagt strenge reguleringer og krav fra myndighetene. Disse kravene skal sikre at bankene ikke ekspanderer for raskt og ikke setter aksjonærene eller fordringshaverne i fare. Et slikt tiltak er bankenes krav til egenkapitaldekning. Bankene har, som et resultat av finanskrisen, opplevd økte egenkapitalkrav som skal sikre at de er robuste og kan motstå fremtidige konjunktursvingninger i økonomien (finansdepartementet.no). Effekten av slike reguleringer i verdsettelsessammenheng, er at det blir vanskeligere å spå den økonomiske veksten, da nye krav kan føre til endring i utbyttepolitikk, reinvestering osv.

3.2.3 Reinvesteringer

I all hovedsak skjer investeringene til en bank i immaterielle eiendeler som merkevarebygging og menneskelige ressurser. Utgiftene til dette kostnadsføres som oftest under driftskostnader heller enn å balanseføres. Dermed er deres investeringer for fremtidig vekst kategorisert feil, og plassert i resultatregnskapet når det skulle vært i balansen. Damodaran (2012) påpeker at de praktiske problemene som følge av dette er at man ikke kan estimere kontantstrømmene uten å estimere reinvesteringer, og uten å kunne estimere reinvesteringer vil det også være vanskelig å anslå fremtidig vekst.

3.2.4 Forskjeller i regnskapsreglene

Eiendelene til banken består i hovedsak av finansielle instrumenter som verdsettes til virkelig verdi. Bakgrunnen for at disse verdsettes til virkelig verdi er at disse omsettes i et aktivt marked og man har dermed en observerbar verdi. Tradisjonell praksis i regnskapet er bokføring av eiendeler til anskaffelseskost, noe som igjen fører til at egenkapitalen blir verdsatt til anskaffelseskost, i motsetning til en bank som vil ha en balanse som reflekterer virkelig verdi. Bruken av virkelig verdi blir også forsterket gjennom lovpålagt krav til alle børsnoterte selskap om å rapportere i tråd med IFRS som har utstrakt bruk av virkelige

verdivurderinger. Forskjellige regnskapsregler skaper dermed utfordringer ved bruk av multipler, som f. eks avkastning på egenkapitalen, siden man ikke kan sammenligne en bank mot et selskap, som fører regnskap etter tradisjonelle regnskapsregler. Tolkning av disse multiplene kan også by på utfordringer siden de ikke reflekterer den opprinnelig bokførte investeringen, men heller en oppdatert markedsverdi på eiendelen.

3.2.5 Avsetning for tap

En bank ønsker å sikre seg mot misligholdte lån og unngå fall i inntjeningen. Ved å avsette for tap i gode tider og benytte seg av dette fondet i dårlige tider skal banken sikre jevn og stabil inntjening. Problemer oppstår når en bank avsetter for mye over lengre tid. De vil dermed ha bygd opp skjulte reserver, eller i motsatt tilfelle, lide store tap hvis avsetningen har vært for liten. Her kan en oppleve store forskjeller mellom konservative banker med store avsetninger, kontra de mer aggressive bankene som har valgt å rapportere høyere resultat i gode tider og dermed avsatt mindre til fremtidige tap. Denne valgte risikoprofilen må justeres for i verdsettelsen.

3.3 Fundamental verdsettelse

3.3.1 Generelt

I en fundamental verdsettelse tar en for seg virksomhetenes inntjeningsutsikter, framtidige rente og risikoevaluering for å bestemme virksomhetens fundamentale og riktige verdi (Bodie et al., 2014). Dette innebærer at en ser på en virksomhets nåværende kontantstrømmer, og hva man kan forvente av fremtidige kontantstrømmer. Den fundamentale verdsettelsen vektlegger også risikoen knyttet til kontantstrømmene og avspeiler denne i det tilhørende avkastningskravet for selskapet. Avkastningskravet vil variere fra selskap til selskap, og er svært avhengig av selskapets assosierte markedsrisiko og kapitalstruktur. En høy rente vil indikere høy risiko og motsatt ved en lav rente.

Forventet kontantstrøm og avkastningskrav blir så brukt til å finne nåverdien av selskapets fremtidige inntjening og utbytter. Nåverdien finner man som gitt i formel 1 nedenfor. Denne verdsetter selskapets verdi som summen av eiendelenes fremtidig neddiskonterte kontantstrømmer (Larrabee og Voss, 2012):

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

Formel 1 - Nåverdi av kontantstrøm

Selv om fundamental verdsettelse baserer seg på formelen ovenfor, er det mange ulike måter å verdsette på, basert på det fundamentale i selskapet. Verdsettelsesmetodene kan dermed deles inn i en totalkapitalmetode og ulike egenkapitalmetoder. Dette vil være mest hensiktsmessig da metodene tar utgangspunkt i forskjellige kontantstrømmer og avkastningskrav.

3.3.2 Totalkapitalmetoder

I denne typen verdsettelsesmodeller tar man for seg den frie kontantstrømmen til et selskap, FCFF. Dette er den tilgjengelige kontantstrømmen for selskapets aksjonærer og kreditorer. FCFF kan også defineres som den residuale kontantstrømmen etter driftskostnader, investeringer og betalbar skatt er trukket fra. Den gjenværende kontantstrømmen vil være disponibel for utbetaling til aksjonærer og kreditorer.

Tabell 5 - To tilnærminger til fri kontantstrøm til firma (Brealey et al., 2011)

	<i>Fra resultatoppsett</i>		<i>Fra kontantstrøm</i>	
		Driftsresultat		Operasjonell kontantstrøm
+		Netto av- og nedskrivninger	-	Utgifter
-		Skatt	-	Skatt
+		Endring i netto arbeidskapital	+	Endring i netto arbeidskapital
-		Investeringer	+	Endring i investeringer
=		FCFF	=	FCFF

Neddiskontert kontantstrøm til FCFF

I denne metoden verdsetter man selskapet basert på den frie kontantstrømmen til firma. Det er derfor viktig å bruke det rette tilhørende avkastningskravet til totalkapitalen for å kunne neddiskontere de forventede kontantstrømmene. Det er derfor mest hensiktsmessig å bruke WACC, også kalt vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, for å finne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fra selskapet:

$$WACC = \frac{E}{V} \times r_E + \frac{D}{V} \times r_D \times (1 - t)$$

$E =$ Egenkapital (Equity)

$D =$ Gjeld (Debt)

$V =$ Verdi (Value)

$r_E =$ Avkastningskrav for egenkapital

$r_D =$ Rente på gjeld

$t =$ skattesats

Formel 2 - WACC

Etter å ha funnet tilhørende avkastningskrav for totalkapitalen og den forventede frie kontantstrømmen til selskapet, finner man selskapets verdi ved å neddiskontere de forventede kontantstrømmene fra virksomheten ved bruk av formel 3 nedenfor:

$$PV \text{ av } E(FCFF) = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(FCFF)_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 3 - Nåverdien av forventet FCFF

Ved estimering av de forventede frie kontantstrømmene til selskap er det normalt med en periode mellom fem til ti år inn i fremtiden (Goedhart et al., 2010). Når en har beregnet det siste leddet i den estimerte kontantstrømmen kan en benytte seg av Gordons formel, se formel 4, for å beregne nåverdien av den evige veksten som vil skje etter estimeringsperioden og ut i det uendelige. Forutsetningene for å bruke Gordons formel er at man finner et estimat for evig vekst av kontantstrømmen (Brealey et al., 2011).

Resultatet av denne formelen er at man får et estimat for horisontverdien til selskapet. Det vil si verdien på de framtidige kontantstrømmene utenfor estimeringsperiode N år.

$$\text{Horisontverdi} = T_0 = \frac{CF}{r - g}$$

$r =$ Avkastningskrav

$g =$ Evig vekstrate

Formel 4 - Horisontverdi av kontantstrøm ved bruk av Gordons formel

Alternativt kan en benytte seg av EV/EBITDA multiplere for siste estimerte periode. Denne fremgangsmåten estimerer horisontverdien basert på hvilke multipler selskapet forventer å ha i fremtiden. Horisontverdien estimeres ved å multiplisere EV/EBITDA multiplere i siste estimerte periode med estimert EBITDA.

$$Horisontverdi = T_0 = (EV/EBITDA)_{t+1} \times EBITDA_{t+1}$$

Formel 5 - Horisontverdi ved bruk av EV/EBITDA

Uansett hvilken metode en velger å bruke for å finne selskapets horisontverdi, er det viktig at horisontverdien må diskonteres for å finne nåverdien. Horisontverdien må derfor diskonteres med $(1 + WACC)^N$. Ved å kombinere formelen for nåverdien av FCFE og horisontverdien, får man et mer nøyaktig og realistisk estimat for verdien av totalkapitalen i selskapet.

Til slutt finner man selskapets verdi av egenkapital ved å trekke fra virksomhetens netto rentebærende gjeld, som forklart i formel 6:

$$PV \text{ av virksomhetsegenkapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFE)_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{T_0}{(1 + WACC)^n} - V_0^{NIBD}$$

$T_0 = \text{Horisontverdi}$

$V_0^{NIBD} = \text{Netto rentebærende gjeld ved } t = 0$

Formel 6 - Nåverdien av egenkapital ved bruk av FCFE

Utfordringene med denne modellen er at den tar for seg kontantstrømmen før gjeldsforpliktelsene er innkalkulert (Damodaran, 2012). Dette kan gi et feil bilde av hva som er tilgjengelig for eierne i selskapet. Den frie kontantstrømmen gir derfor kun svar på hvor stor kontantstrømmen hadde vært, dersom selskapet hadde vært gjeldsfritt. For selskap med mye gjeld, og finansiering som en del av kjerneaktiviteten, vil dette gi et urealistisk bilde av selskapet, og bør derfor ikke benyttes i verdsettelse av bank. (Masari et al., 2014).

3.3.3 Egenkapitalmetoder

I dette delkapittelet fokuseres det på verdsettelsesmetoder som tar for seg den tilgjengelige kapitalen for eierne av egenkapitalen, altså aksjonærene. Metodene vil derfor enten gi verdien på egenkapitalen og/eller verdien per aksje. Banker opererer med høy gjeldsgrad og har finansiering som en av sine kjerneaktiviteter. Ved verdsettelse av banker bør det derfor fokuseres hovedsakelig på kontantstrøm til egenkapitalen (Masari et al., 2014).

Det vil her bli gjennomgått tre ulike modeller innen egenkapitalmetoder, og disse er:

- Neddiskontert kontantstrøm til FCFE
- Discounted Dividend Model
- Residual Income Valuation

Neddiskontert kontantstrøm til FCFE

I denne modellen tar man utgangspunkt i kontantstrømmene som tilfaller aksjonærene. Disse kontantstrømmene bruker forkortelsen FCFE, som står for «fri kontantstrøm til egenkapital». En kan derfor si at modellen gir verdien av egenkapitalen direkte, og en må ikke trekke fra selskapets gjeldsforpliktelser. FCFE-modellen har også et annet avkastningskrav enn FCFF-modellen, noe som kommer av at gjeldsgraden ikke er en faktor ved bestemmelse av avkastningskravet. I motsetning til FCFF som bruker WACC som diskonteringsrente, bruker denne modellen egenkapitalrentabiliteten (r_E) også kalt egenkapitalkostnaden, for å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen.

Tabell 6 - Fri kontantstrøm til egenkapital

	<i>Fra resultatoppsett</i>
	Netto inntekt
+	Netto av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+	Endring i netto arbeidskapital
-	Endring i netto lån
=	FCFE

Tabell 6 viser at oppsettet for å finne FCFE er noe ulikt oppsettet for å finne FCFF. Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen finnes ved å ta utgangspunkt i netto inntekt, legge til årets ned- og avskrivninger, trekke fra periodens investeringer, legge til periodens endring i arbeidskapital og til slutt trekke fra netto endring i rentebærende gjeld (Damodaran, 2012). Siden denne modellen tar for seg kontantstrømmen til egenkapital, er det viktig at man benytter riktig avkastningskrav når man skal diskontere kontantstrømmene. Avkastningskravet til denne modellen er selvfølgelig egenkapitalkostnaden. Det vil si den avkastningen investorer krever på sin investerte egenkapital i firmaet (Damodaran, 2012). Egenkapitalkostnaden kan beregnes på mange måter, hvorav en er å bruke kapitalverdimodellen. Denne modellen blir ikke presentert her, da den vil gjennomgå i detalj i kap 7 hvor avkastningskravet er estimert. Den forventede egenkapitalkostnaden bør

sammenlignes med den historiske egenkapitalrentabiliteten, for å se om den estimerte egenkapitalkostnaden er omtrent hvor den historisk sett har vært. Den historiske egenkapitalrentabiliteten kalkuleres ved å dividere netto inntekt på tilhørende egenkapital fra tidligere år.

Etter å ha funnet modellens avkastningskrav benyttes formel 7 for å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til egenkapitalen:

$$PV \text{ av } E(FCFE) = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(FCFE)_t}{(1+r_E)^t}$$

Formel 7 - Nåverdien av forventet FCFE

I likhet som ved FCFF-modellen må selskapets kontantstrømmer for perioden utover estimert periode N også verdsettes. Her kan en bruke Gordons formel for å verdsette kontantstrømmene utover estimeringsperioden og fremgangsmåten vil være lik som tidligere forklart.

Som nevnt under neddiskontert kontantstrøm til FCFF, kan det også her benyttes en alternativ måte for å finne horisontverdien av den frie kontantstrømmen gjennom estimering av multiplisatoren EV/EBITDA (Masari et al., 2014). Etter at horisontverdien er estimert må den diskonteres med $(1+r_E)^N$, for å finne den korrekte nåverdien. I motsetning til FCFF modellen skal man ikke trekke fra rentebærende gjeld, da disse forpliktelsene allerede er tatt hensyn til i utregningen av fri kontantstrøm til egenkapital. Formelen for å verdsette selskapets egenkapital blir dermed:

$$PV \text{ av virksomhetens egenkapital} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFE)_t}{(1+r_E)^t} + \frac{T_0}{(1+r_E)^n}$$

$T_0 = \text{Horisontverdien}$

Formel 8 - Nåverdien av egenkapital ved bruk av FCFE

Utfordringene med denne modellen er ved bruk på selskap som opererer med høye investeringer eller perioder med negativ kontantstrøm. Da vil det være vanskelig å estimere de fremtidige kontantstrømmer basert på de historiske kontantstrømmene i selskapet. Dette er ofte tilfelle i selskap som kategoriseres som vekstselskaper eller relativt unge selskap. Vekstselskap har ofte en høyere gjeldsgrad enn typiske verdiselskap, og vil derfor kunne ha

høye finansielle kostnader forbundet med gjelden sin. I tillegg vil investeringskostnadene for vekstselskap sannsynligvis være forholdsvis høye i perioder. Det samme gjelder også unge selskap, som ofte er avhengig av høye investeringer i oppstartsfasen. Felles for slike selskap er at de mest sannsynlig vil ha en varierende kapitalstruktur i de kommende årene, noe som vil påvirke tilgjengelig kontantstrøm til egenkapitalen i fremtiden. I slike tilfeller anbefales det å benytte ulike vekstperioder, med ulike egenkapitalkostnader (Larrabee og Voss, 2012).

Et annet problematisk område i FCFE er beregning av avkastningskravet, spesielt når det kommer til betaestimering. Betaverdien estimeres på bakgrunn av historisk avkastning i aksjen opp mot markedets avkastning (Larrabee og Voss, 2012). En høy beta tilsier at et instrument er mer volatil enn markedet og motsatt ved en lav beta. For eksempel når en aksje er lite likvid på markedet, vil dette kunne medføre perioder med ingen eller svært liten endring i kursen. Dette kan resultere i en betaverdi som er unormalt lav og igjen gi et urealistisk bilde av egenkapitalkostnaden til selskapet.

Discounted Dividend Model

Mange selskaper utbetaler utbytter til sine aksjonærer. Et utbytte er den eneste direkte kontantstrømmen en aksjonær mottar for å besitte aksjer i selskapet. Det mottatte utbytte, sammen med økning i aksjekursen vil være avgjørende for en investors fortjeneste på sin investering. I denne egenkapitalmetoden finner man prisen per aksje basert på virksomhetens fremtidige utbytte neddiskontert med egenkapitalkravet. Modellen tar utgangspunkt i to variabler, forventet utbytte per aksje og egenkapitalkravet (Damodaran, 2012):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + r_E)^t}$$

$E(DPS)_t = \text{Forventet utbytte per aksje}$
 $r_E = \text{Egenkapitalkravet}$

Formel 9 - Verdi per aksje basert på utbytte

For å finne forventet utbytte må virksomhetens forventede vekst i fortjenesten, i tillegg til den fremtidige utbyttegraden estimeres. Dersom man har et godt estimat for disse variablene vil man enkelt kunne finne forventet utbytte som produktet av forventet fortjesten per aksje (E(EPS)) og utbyttegraden (Damodaran, 2012).

I formel 9 er det tatt utgangspunkt i en uendelig geometrisk rekke, noe som kan være problematisk i en praktisk anvendelse av verdsettelsesmetoden. Det må derfor noen forutsetninger til for at modellen skal fungere i praksis. En av disse er at man antar en endelig tidshorison, og normalt settes tidshorisonen for de estimerte frie kontantstrømmene til en periode mellom fem til ti år inn i fremtiden (Goedhart et al., 2010). Perioden etter estimeringsperioden kan da verdsettes ved hjelp Gordons formel. Ved å benytte seg av denne fremgangsmåten finner en da horisontverdien som kan neddiskonteres til dagens verdi. Denne verdien legges så til i formel 10, og en kommer da frem til et estimat på prisen per aksje, basert på fremtidig utbytte:

$$Pris\ per\ aksje = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(DPS_t)}{(1 + r_E)^t} + \frac{T_0}{(1 + r_E)^n}$$

Formel 10 - Fullstendig DDM formel for verdi per aksje

Selv om formel 10 gir et estimat for verdien per aksje, er det viktig å kommentere at denne metoden er svært lik FCFE. Dersom man hadde kommet over et selskap uten finansielle eiendeler eller rentebærende gjeld ville resultatet blitt det samme som man fikk i FCFE. Modellen kan også gi en ufortjent verdi per aksje, siden utbyttene ikke alltid er proporsjonale med den frie kontantstrømmen til egenkapital. Dette kommer av at i perioder vil selskapene ønske å styrke sin soliditet eller øke sine investeringer, og vil dermed holde tilbake mye av kapitalen som kunne vært utbetalt som utbytte. I motsatt tilfelle kan virksomheter betale ut mer utbytte enn de egentlig har kapasitet til. Bakgrunnen for dette kan være at de ønsker å kompensere eierne for eventuelle emisjoner av nye aksjer.

En annen utfordring med DDM er ved bruk på sykliske virksomheter. Sykliske virksomheter er virksomheter som svinger med de økonomiske konjunktorene. Det kan føre til påvirkning av utbyttene i perioder med lavkonjunktur, siden virksomhetene mest sannsynlig ikke har midler nok til å betale utbytte. Dette er typisk for selskap innen shipping og oljeservicebransjen (Bodie et al., 2014).

Residual Income Valuation

En annen verdsettelsesmetode som faller inn under egenkapitalmetoder er residual income valuation metoden. Denne metoden verdsetter virksomheten som summen av investert kapital i dag og nåverdien av den meravkastningen virksomheten forventer å få i fremtiden (Damodaran, 2012). Den investerte kapitalen er dagens bokførte verdi på egenkapitalen

virksomheten besitter, mens meravkastningen, også kalt residualinntekten, er differansen mellom netto inntekt og egenkapitalkostnaden (Dahl, 2010). Metoden kan uttrykkes ved følgende formel:

$$\text{Verdi på egenkapital} = BV_t^{EK} + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E_t - (BV_t^{EK} \times r_E)}{(1 + r_E)^t}$$

$BV_t^{EK} = \text{Bokverdi på egenkapital}$
 $E_t = \text{Netto inntekt}$

Formel 11 - Verdi på egenkapital ved bruk av residualinntekten

I likhet med modellene som allerede er gjennomgått, er det nødvendig med noen forutsetninger for å kunne finne nåverdien av residualinntekten. Siden det praktisk sett ikke er mulig å ta residualinntekten fra år en, til uendelig, må man forutsette en endelig vekstrekke. En benytter da samme tilnærming som i tidligere modeller, der det estimeres med en periode på mellom fem til ti år inn i fremtiden og finner horisontverdien ved hjelp av Gordons formel (Goedhart et al., 2010). Etter at horisontverdien er funnet kan denne verdien benyttes i formel 12 som et siste neddiskontert konstantledd:

$$\text{Verdi på egenkapital} = BV_t^{EK} + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E_t - (BV_t^{EK} \times r_E)}{(1 + r_E)^t} + \frac{T_0}{(1 + r_E)^n}$$

Formel 12 - Verdi på egenkapital ved bruk av residualinntekten med horisontverdi

Et viktig poeng med denne modellen er at den fokuserer på overflødig avkastning. Så en bedrift som investerer sin egenkapital og tjener en markedsmessig rettferdig avkastning på investeringene vil se at markedsverdien av egenkapitalen vil konvergere mot dagens verdi av den investerte egenkapitalen. I motsatt tilfelle vil en bedrift som tjener under markedsavkastning på sine investeringer oppleve at markedsverdien av egenkapitalen blir mindre enn dagens verdi av den investerte egenkapitalen (Damodaran, 2012).

Residualinntektsmodellen passer virksomheter som er modne og har en relativ fast kapitalstruktur og vekst. Siden modellen ser på differansen mellom netto inntekt og egenkapitalkostnad, kan det være tilfelle med en negativ residualinntekt. Det samme gjelder også ved estimering av horisontverdien, der en vekst høyere enn egenkapitalkostnaden vil medføre en negativ horisontverdi. For virksomheter som er i konstant endring og som

forventer å ha svært volatil vekst i fremtiden, vil ikke dette være en passende modell for å verdsette egenkapitalen.

3.4 Relativ verdsettelse

3.4.1 Generelt om relativ verdsettelse

«Relativ prising kan aldri fortelle deg om et selskap er undervurdert eller ikke, kun hvorvidt det er billigere eller dyrere enn sammenlignbare selskaper» (Thoresen, 2007, s.133)

Relativ verdsettelse setter en verdi på et selskap, basert på hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. Relativ verdsettelse er en enkel og tidsbesparende metode i verdsettelsessammenheng, noe som gjør den til en populær metode i praksis. For «ikke-økonomer» vil dette sannsynligvis være en lettere metode å sette seg inn i, kontra kontantstrøm- og nåverdimetoder.

Den relative verdsettelsen baserer seg i utstrakt grad på sammenligning blant komparative selskap. For at et selskap skal være sammenlignbart, kreves det at de har samme forutsetningene når det gjelder risiko, vekstpotensial og forventede kontantstrømmer (Rawley og Gup, 2010). I svært få tilfeller vil man finne selskap som opererer med de samme parameterne som det selskapet man verdsetter, det vil derfor være nødvendig å gjøre visse skjønnsmessige tilpasninger. I tillegg må en være oppmerksom på sammenligning på tvers av landegrenser, siden andre land kan ha andre skattesatser og ulik struktur.

3.4.2 Multiplikatormodeller

Av navnet ser en at dette er modeller som er basert på en multiplikator. Multiplikatoren er det forholdstallet som man multipliserer med ønsket sammenligningsstørrelse, f. eks salgsinntekt, for å komme frem til et sammenligningstall. Dyrnes (2004) viser følgende fremgangsmåte for å estimere multiplikatoren: Ta utgangspunkt i prisen på aksjene eller verdien på selskapet og dividere denne med:

- En resultatstørrelse, eller
- En balansestørrelse, eller
- En kontantstrømstørrelse, eller
- En kritisk ressurs

Det finnes mange ulike typer multiplikatormodeller, og de tre vanligste metodene er ifølge Damodaran (2012): P/E, P/B og P/S. Dette er alle modeller som verdsetter egenkapitalen i selskapet og dette er i tråd med konklusjonen fra tidligere, hvor fokus rettes mot

egenkapitalen. P/S - multiplikatoren blir likevel utelatt siden det er en utfordrende og problematisk prosess å måle salg og inntekter i banksektoren (Damodaran, 2009).

P/E modellen

I finansverdenen fremstår P/E modellen som den mest populære og den som brukes oftest. Bakgrunnen for dens popularitet kan nok skyldes at det er en relativ enkel metode, som gir en god oversikt et selskaps evne til å skape inntjening sett opp mot aksjeprisen. Begrepet P/E står for price/earnings som kan oversettes til: pris /fortjeneste, eventuelt pris per aksje/fortjeneste per aksje, forholdstallet blir det samme uavhengig av fremgangsmåte (Thoresen, 2007). Forholdstallet som en får ved å dividere aksjekursen på fortjeneste per aksje sier noe om hvor mye markedet er villig til å betale for 1 krone av resultatet. En høy P/E ratio kan gi indikasjoner på at markedet forventer en høy vekst i fremtiden, mens selskap som opererer med høy risiko normalt omsettes for lavere ratioer, men ingen regel uten unntak.

Formel 13 viser hvordan man kan benytte seg av P/E-ratioen i verdsettelsessammenheng. Ved å beregne årsresultatet og multiplisere denne med P/E-multiplikatoren, vil en komme frem til et anslag på egenkapitalen i selskapet. P/E multiplikatoren som benyttes her er hentet fra et sammenlignbart selskap, eventuelt et snitt av flere sammenlignbare selskaper.

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = (\text{Årsresultat}) \times \frac{P}{E}$$

$$\frac{P}{E} = \text{Pris /fortjeneste} - \text{multiplikatoren}$$

$$P = \text{Prisen på et sammenlignbart selskap}$$

$$E = \text{Fortjeneste fra sammenlignbart selskap}$$

Formel 13 - P/E modellen

Innledningsvis nevnes at en av utfordringene ved å verdsette bank var å korrigere avsetning for tap opp mot virkelige tap. Denne avsetning vil være utslagsgivende for P/E ratioen til selskapet. De konservative bankene vil rapportere en lavere P/E, mens de mindre konservative bankene vil rapportere et høyere forholdstall (Damodaran, 2012).

P/B modellen

Denne modellen sammenlikner pris per aksje med bokført egenkapital per aksje. I et sterkt effisient marked hvor man har tilgang på all informasjon vil P/B ratioen være 1. I realiteten er ikke dette tilfelle siden all informasjon ikke er tilgjengelig og regnskapet priser immaterielle eiendeler forsiktig (Thoresen, 2007).

Damodaran (2012) trekker frem tre punkter for hvorfor man burde benytte seg av P/B modellen:

- Den gir et relativt stabilt og intuitivt mål på verdien sammenlignet mot markedsprisen
- Gitt at regnskapsreglene er likt anvendt, så vil det være et godt verktøy for sammenligning
- Selskap med negativ inntjening og som ikke kan benytte seg av fortjeneste ratioer kan bli evaluert ved hjelp av denne metoden.

I verdsettelse brukes P/B modellen etter samme fremgangsmåte som P/E modellen og man benytter seg av følgende formel:

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = \text{Bokført verdi egenkapital} \times \frac{P}{B}$$

$\frac{P}{B} = \text{Pris/Bokverdi} - \text{multiplikatoren}$
 $P = \text{Prisen på et sammenlignbart selskap}$
 $E = \text{Fortjeneste fra sammenlignbart selskap}$

Formel 14 - P/B modellen

I verdsettelsessammenheng kan denne metoden fremstå som litt upresis for selskaper med store andeler immaterielle eiendeler. Det vil likevel være hensiktsmessig å benytte seg av denne modellen da den har en komparativ funksjon. De sammenlignbare bankene vil ha tilsvarende andeler av materielle og immaterielle eiendeler. Dahl et al. (1997) løfter frem denne modellen i verdsettelsessammenheng og påstår at den mest sannsynlig er en av de mest anvendte metodene for verdsettelse av bank.

Multiplikatormodellene er avhengige av mange underliggende faktorer som fremtidig vekst, risikoeksponering, utbyttepolitikk etc. En bank opererer normalt innenfor mange forskjellige forretningsområder hvor det vil være ulik grad av risiko knyttet til hvert område. Dette må reflekteres i avkastningskravet og vil også påvirke fremtidig vekst. En endring i disse variablene kan gi store utslag i beregnede estimater og dermed skape utfordringer i

verdsettelsesprosessen. Tidligere er det også nevnt viktigheten av å sammenligne selskaper med hverandre. Er ikke de bankene sammenlignbare, så vil også relevansen av disse metodene falle bort.

3.4.3 Substansverdimodeller

Substansverdi kan defineres som forskjellen mellom markedsverdien av foretakets eiendeler og gjeld (Dahl et al., 1997). Residualverdien vil da være verdien på selskapets egenkapital. Substansverdi blir ofte omtalt som å være en fjerde kategori av verdsettelsesmodeller til de som er omtalt tidligere: Fundamental-, Relativ- og Opsjonsverdsettelse. I denne oppgaven er det fulgt Damodarans fremgangsmåte, og denne tilnærmingen er derfor plassert under den relative verdsettelsen. I praksis er det mange fremgangsmåter en kan bruke for å måle verdien av «innmaten» i et selskap og her presenteres de modellene som gjennomgås av Damodaran (2012):

- Likvidasjonsverdi. Her brytes selskapet opp i bestanddeler og en verdsetter hver eiendel separat ut fra hva de kan selges for. De samlede salgssummene fratrukket gjeld vil da være verdien av egenkapitalen. Dahl et al. (1997, s.19) definerer likvidasjonsverdi slik: «*Det teoretiske laveste beløp eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles*». Denne fremgangsmåten krever at det er et aktiv marked hvor den virkelige verdien av eiendelene er observerbar. Ved denne fremgangsmåten vil en ofte oppleve å måtte selge eiendelene til under den bokførte verdien, siden antakelsen om «going concern» ikke lenger er tilstede og en står overfor et fremtvunget salg (Dahl et al., 1997). En begrensning ved denne metoden er at verdien av egenkapitalen ikke blir påvirket av avviklingskostnadene som påløper i likvidasjonsprosessen.
- Gjenanskaffelsesverdi. Dette er en forholdsvis enkel metode. En tar utgangspunkt i de driftsmidlene selskapet besitter og ser på hva det ville kostet å kjøpe disse eiendelene i dag. Verdien må korrigeres for slitasje.
- Regnskapsført verdi. Denne metoden omtales som den enkleste metoden. For å finne verdien av egenkapitalen i selskapet tar en utgangspunkt i de regnskapsførte verdiene i selskapet og trekker fra gjelden og eventuelle andre fordringer.

Det er flere forhold som kan føre til visse utfordringer ved bruk av substansverdimodellene. En felles svakhet for disse modellene er at de ikke fanger opp den virkelige verdien av de immaterielle eiendelene. Dette vil være problematisk med tanke på hvor omfattende de immaterielle eiendelene er i en bank. I tillegg krever likvidasjonsmodellen og

gjenanskaffelsesmetoden at det finnes markeder hvor en kan finne virkelig verdi av eksisterende og nye eiendeler.

Damodaran (2012) trekker også frem to store begrensninger ved bruk av substansverdimodeller. Den ene er at disse fremgangsmåtene ikke reflekterer selskapets fremtidige inntjeningssevner og vekstpotensialet. Dermed blir et solid selskap med sterk soliditet ikke vurdert annerledes enn et lite selskap med høy risiko. Den andre begrensningen er de utfordringene en støter på ved verdsettelse av bank som opererer innenfor flere forretningsområder. Alle disse forskjellige forretningsområdene må verdsettes separat og ved bruk av forskjellige avkastningskrav som reflekterer ulike eksponering av risiko. Dette vil være en omfattende og tidskrevende prosess.

3.5 Opsjonsbasert verdsettelse

3.5.1 Generelt

En opsjon er en rett, men ikke en forpliktelse til å gjennomføre en handling til en gitt pris innenfor en viss tidsperiode. Opsjoner deles inn i to ulike typer; finansiellopsjon og realopsjon. En finansiellopsjon er knyttet opp mot verdipapirer eller markedsbaserte eiendeler. En opsjon vil kunne gi en mulighet til å kjøpe eller selge verdipapiret til en fastsatt kurs innenfor et visst tidsrom. En realopsjon er mer direkte knyttet til materielle eiendeler, og inngår i selskapers investeringsportefølje. Typisk eksempel her er når et shippingselskap får en kontrakt på et av skipene sine, hvor det medfølger en opsjon for forlenget kontrakt med to år. Denne opsjonen er en realopsjon og verdsettes basert på den økte kontantstrømmen som opsjonen kan gi selskapet.

Ved en opsjonsbasert verdsettelse kan man verdsette selskapets aktiviteter og eiendeler, så lenge aktivitetene har samme egenskaper som en opsjon har. Opsjonsbasert verdsettelse benyttes i hovedsak for å verdsette fleksibiliteten til en virksomhet og prosjektene de har. Dette fordi fleksibiliteten til en virksomhet er nært knyttet opp mot detaljerte beslutninger knyttet til produksjon, kapasitetsinvestering, markedsføringer og forskning og utvikling (Goedhart et al., 2010).

I tillegg til verdsettelse av selskapets realopsjoner er det innen opsjonsbasert verdsettelse to andre metoder for prising av opsjoner; Binomial opsjonsprising og Black-Scholes opsjonsprising modell.

3.5.2 Binomial

Binomial opsjonsprising passer eiendeler eller aktiviteter som er avhengig av å inntreffe, og forutsetter at det er ulike utfall i form av eiendel og aktivitet. Det knyttes så sannsynligheter og kontantstrømmer til de ulike utfall, som igjen må gjøres for alle selskapets aktiviteter og eiendeler. Utfallene må deretter neddiskonteres til korrekt nåverdi, for så å summeres sammen med alle de andre nåverdiene. Avhengig av selskapet man verdsetter, kan denne metoden fort bli en komplisert og uoversiktlig verdsettelse. Metoden egnet seg derfor best for mindre selskaper innen teknologi eller farmasibransjen (Damodaran, 2012).

3.5.3 Black-Scholes

Black-Scholes opsjonspringsmodell passer best for eiendeler eller aktiviteter som er knyttet til en annen faktor. Den baserer seg på at eiendeler og aktiviteter med lik kontantstrøm skal være verdsatt til samme verdi. Den største utfordringen med denne modellen ligger i forutsetningene om at aktivitetene og eiendelene skal ha samme karakteristikk som en opsjon. Det kan dermed være vanskelig å benytte denne metoden for verdsettelse av selskap som ikke har mulighet til denne tilnærmingen for sine aktiviteter og eiendeler. Black-Scholes metoden passer derfor selskap som operer i bransjer med sterk avhengighet til en utenforliggende faktor, som f. eks råvaretilgang eller oljefelt.

I anvendelse tar metoden inn seks faktorer for å avgjøre prisen på opsjonen, som vist av i formel 15:

$$P = S \times N(d_1) - X e_f^{-Dt} \times N(d_2)$$

$S = \text{dagens aksjekurs}$
 $D = \text{utbytte}$
 $X = \text{innløsningskurs}$
 $f = \text{risikofri rente}$
 $t = \text{forfallsdato}$
 $\sigma = \text{prisvolatiliteten}$

Formel 15 - Black-Scholes opsjonsprising modell

Verdien av $N(d_1)$ og $N(d_2)$ ved å finne den normalfordelte verdien av d_1 og d_2 , der man finner verdien av d_1 og d_2 ved å bruke formlene:

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + \frac{(r_f + \sigma^2/2)t}{t}}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

Formel 16 - Black-Scholes inndata

Opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder brukes normalt til verdsettelse av selskapets fleksibilitet innen operasjoner og prosjekter, men har vist seg å være vanskelig å gjennomføre i praksis. Deev (2011) argumenterer for at man kan bruke opsjonsprisingsmodellen Black-Scholes i verdsettelse av bankvirksomhet. Argumentet baserer seg på at en banks forretningsstruktur tilsier at drift forekommer både på eiendelssiden og på gjeld- og egenkapitalsiden i balansen. Deev (2011) modifiserer Black-Scholes metoden slik at den passer verdsettelse av bank på denne måten:

1. Risikofri rente er den samme som brukt i verdsettelses basert på totalkapitalen
2. Prisvolatiliteten (σ) kalkuleres ut fra en passende markedsindeks.
3. Som erstatning for forfallsdato, brukes den vektet gjennomsnittlige varigheten på gjelden som varighet(t).
4. S og X variablene bestemmes ved eiendelsbasert tilnærming.

Denne modellen har noen svakheter siden den ikke tar hensyn til skatt, krav til reserver, krav til minimumskapital og andre regulatorisk krav. Den inkluderer heller ikke avskrivninger, nedskrivninger og andre typer «non-cash». Med andre ord er det mange forutsetninger som ligger til grunn for denne verdsettelsesmetoden.

Det å bruke en modifisert utgave av Black-Scholes metoden til å verdsette selskap ble også gjort av Giammarino et al. (1989). De tok utgangspunkt i at egenkapitalen kunne bli modellert som en kjøpsopsjon til selskapets virksomhetsverdi, der gjelden til selskapet ble sett på som innløsningskurs, jf. formel 17.

$$C = \max(0, S - X) \leftrightarrow E = \max(0, V - B)$$

E = Egenkapital

V = Virksomhetsverdi

B = Gjeld

Formel 17 - Egenkapital som opsjon

Modellen tar utgangspunkt i at forfallsdatoene, T , er satt til bankens neste revisjon. Dermed har opsjonen kun verdi så lenge virksomhetsverdien overstiger gjeldsverdiene, noe som blir evaluert neste gang selskapet blir revidert. Modellen tar deretter for seg markedsdata på pris og volatilitet til selskapet, slik at prisvolatiliteten kan hentes direkte ut fra aksjekursens bevegelse i markedet (Giammarino et al., 1989). En av fordelene med denne modellen er at all informasjon som fanges opp av aksjemarkedet er oversatt til misligholdsestimatene. Ulempen med modellen er at den er baserer seg mye på markedsdata, og lite på fundamental analyse av selskapets operasjonelle drift og økonomiske situasjon (Giammarino et al., 1989).

3.6 Valg av verdsettelsesmetoder

Det konkluderes med følgende verdsettelsesmodeller som vil bli benyttet for å verdsette HSB:

- Fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE)
- Dividend Discount Model (DDM)
- Residual inntektsmodell (RIV)
- P/E-modellen
- P/B-modellen
- Opsjonsbasert – Black Scholes modellen

4.0 Metode

4.1 Forskningsdesign

Forskningsdesignet er den planlagte prosessen for gjennomføringen av undersøkelsen, og skal redegjøre for hvordan problemstillingen skal løses (Johannesen et al., 2011).

Forskningsdesignet skal dermed inneholde hvilken tilnærming man har til forskningen, hvordan dataene skal samles inn og analyseres, tidshorisont for forskningen samt vurdering av innsamlet data.

I utgangspunktet er det to ulike tilnærminger til forskningsdesign: kvalitativ og kvantitativ metode. En grov inndeling kan gis ved at *«det kvalitative designet gir tekstlige beskrivelser av virkeligheten, mens den kvantitative tilnærmingen beskriver virkeligheten i form av tall og tabeller»* (Johannesen et al., 2011, s. 24).

Kvalitativ metode søker å oppnå en dypere forståelse for et tema eller fenomen. Kvalitativ metode tar utgangspunkt i at verden ikke kan studeres objektivt, men må forstås og tolkes ut fra den konteksten som en befinner seg i (Easterby-Smith et al., 2012). Det kvalitative forskningsdesignet innebærer at en oppnår en nærhet og relasjon til de studieobjektene som det forskes på (Ringdal, 2013). Den mest benyttede fremgangsmåten vil være dybdeintervju hvor en søker å sette seg inn i informantens situasjon og med dette utgangspunktet oppnå en bedre forståelse for informantens adferd og holdninger.

«Kvantitativ metode har til hensikt å samle systematiserbar informasjon som kan standardiseres og analyseres» (Jacobsen, 2010, s. 235). Denne formen for forskningsmetode legger stor vekt på det objektive og muligheten for generalisering. I motsetning til kvalitativ metode hvor det benyttes få enheter, så er fokuset på store representative utvalg hvor man fra en populasjon trekker et utvalg som skal undersøkes. Den kvantitative metoden er som regel teoristyrkt og søker ofte å bekrefte eller avkrefte en hypotese (Ringdal, 2013).

Valg av hvilken metode en ønsker å bruke avhenger av problemstillingen og hva man ønsker å undersøke. I mange tilfeller vil en ikke utelukket bare benytte seg av én tilnærming, men det vil være behov for å bruke fremgangsmåter fra både kvantitativ og kvalitativ forskningsmetode. En slik tilnærming kan være tids- og kostnadskrevende, men kan også bidra med verdifull innsikt i forskningsprosessen og styrke resultatet av forskningen. I oppgaven har det derfor blitt benyttet både kvantitativ og kvalitativ metode.

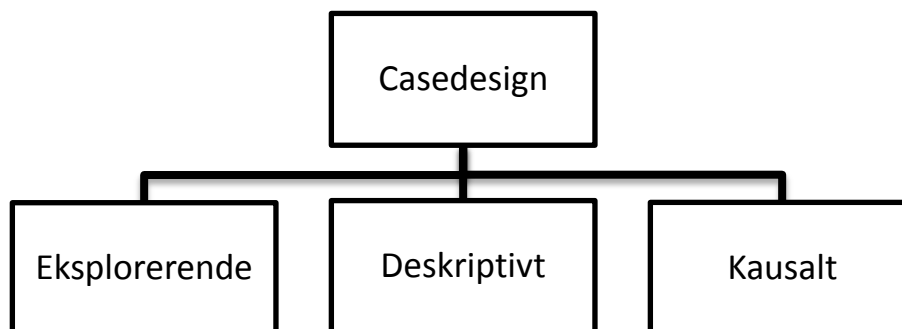
4.1.1 Casedesign

Casedesignet benyttes når det er en eller få studieobjekter som studeres i detalj.

Studieobjekter kan innebære alt fra enkeltpersoner og organisasjoner til bestemte hendelser og fenomener. I denne oppgaven er det kun benyttet ett studieobjekt: Helgeland Sparebank.

Oppgaven blir derfor et enkeltcase, i motsetning til flercasestudier som tar for seg flere studieobjekter.

Figur 3 viser Yins (2012) tre ulike tilnærminger til casedesign, uavhengig av om det velges et enkelt- eller flercasedesign.



Figur 3 - Oversikt av ulike casedesign (Yin, 2012)

Det eksplorerende designet brukes der hvor en har en uklar problemstilling og lite bakgrunnskunnskap. Designet brukes i hovedsak når en ønsker seg mer informasjon om et tema (Jacobsen, 2010). Det deskriptive designet, kan også bli kalt det beskrivende designet, og i denne fremgangsmåten står teorien sentralt. Ved å benytte seg av en deskriptiv tilnærming er det viktig at forskeren har inngående kunnskap til tidligere teori og foretar forskningen på bakgrunn av denne kunnskapen (Yin, 2012). Forklarende, eller kausale design er opptatt av å avdekke årsakssammenhenger. Et slikt design ønsker å undersøke om det finnes noen sammenheng mellom ulike variabler, og på bakgrunn av forskningen kan en så bekrefte eller avkrefte samvariasjon mellom variabler (Johannesen et al., 2011).

På bakgrunn av oppgavens problemstilling er det valgt et deskriptiv forskningsdesign. En verdsettelse opererer innenfor et klart definert rammeverk hvor verdsettelsesteori danner grunnlaget for oppgaven. Et kjent rammeverk, samt at det ikke søkes å avdekke årsakssammenhenger mellom variabler, leder til et deskriptivt forskningsdesign. Kritikken ved bruk av et deskriptivt forskningsdesign relaterer seg til den eksisterende teorien og kvaliteten på denne. Hvis teorien er mangelfull vil dette påvirke studien. Verdsettelsesteori er et fagfelt hvor det har vært mye tidligere forskning og hvor forskerne i stor grad har kommet til en felles forståelse. Ved å gjennomføre et grundig litteratursøk og basere oppgaven på anerkjent teori bør det ikke være fare for at det deskriptive designet svekker resultatet.

4.2 Metodetriangulering

Metodetriangulering defineres som: «*kombinere kvalitative og kvantitative tilnæringer slik at vi oppveier for de svakhetene som er forbundet med å bare benytte en metode*» (Jacobsen, 2010, s.124). Det vil i flere sammenhenger være fordelaktig å benytte seg av en kombinasjon av både kvantitative og kvalitative metoder for å styrke forskningen. Den kvantitative fremgangsmåten kan med sitt ensidige tallfokus levne ubesvarte spørsmål som besvares best ved å supplere med en kvalitativ metode. I motsatt tilfelle kan en bruke kvalitativ metode i form av intervju før man starter det kvantitative arbeidet, f. eks med en spørreundersøkelse (Johannesen et al., 2011). Kombinasjon av metoder er idealet, men metodetriangulering vil som oftest kreve mer tid og kan være kostnadskrevenende å få gjennomført (Jacobsen, 2010).

I all hovedsak er oppgaven basert på kvantitative data, sekundærdata. Selv om det er utstrakt bruk av sekundærdata er det også valgt å benytte en kvalitativ metode for å innhente primærdata. Primærdataen skal støtte opp om, og utfylle sekundærdataen.

4.3 Tidsdesign

Tidsdimensjonen som legges til grunn for forskningen vil være en viktig faktor for forskningsprosessen og ikke minst for de resultatene som fremkommer. Ved spørsmål om tidsaspekt står valget mellom å gjennomføre en tverrsnittsundersøkelse eller en longitudinell undersøkelse. Tverrsnittsundersøkelsen gir et bilde av studieobjektet på et gitt tidspunkt. Den longitudinelle fremgangsmåten har som formål å produsere resultater basert på data som er innhentet over flere perioder (Johannesen et al., 2011).

Denne oppgaven er basert på en tverrsnittsundersøkelse. Det er benyttet historiske regnskapsdata som er supplert med primærdata for å kunne estimere verdien av HSB på det gitte tidspunktet som er den 01.01.2015. Svakheter ved denne fremgangsmåten vil være at den ikke fanger opp kausale forhold som et longitudinell design ville avdekket. Likevel har valget falt på dette designet på bakgrunn av begrenset tid og ressurser. En tverrsnittsundersøkelse vil i tillegg være et godt valg for å gi svar på den valgte problemstillingen.

4.4 Innsamling av data

Primærdata er data som forskeren selv har samlet inn, eller har planlagt hvordan innsamlingen skal gjennomføres (Ringdal, 2013). Sekundærdata er data som ikke er samlet inn av forskeren selv.

De vanligste formene for innsamling av primærdata skjer gjennom intervju, spørreundersøkelser og observasjoner. Når forskeren selv er ansvarlig for innsamlingen av forskningsdataene vil han ha bedre oversikt over de dataene som samles inn. Forskeren vil også kunne kontrollere at de innsamlede dataene er relevante for forskningen og at de oppfyller formålet sitt ved at de bidrar til å gi svar på problemstillingen. Ulemper ved å benytte seg av primærdata er at det er en tidskrevende prosess og kostnadskrevende sammenlignet med å benytte seg av sekundærdata. Tilgang til intervjuobjekter kan også være en begrensende faktor. Ved gjennomføring av intervju bør forskeren være oppmerksom på at intervjuobjektene kan ha interesse av å fremstille seg selv og organisasjonen bedre enn hva som egentlig er tilfelle. Det anbefales derfor å gjennomføre intervjuet med et kritisk blikk til det som blir sagt (Ringdal, 2013). Forskereffekter, samt tid og kontekst kan også ha innvirkninger på intervjuet.

Primærdataene kjennetegnes i denne oppgaven ved at de er innhentet via kvalitative metoder og samlet inn gjennom samtaleintervju med nøkkelinformanter i HSB. Samtaleintervju kjennetegnes ved at det har en lavere grad av struktur enn det strukturerte intervjuet, og gir forskeren mer frihet til å improvisere (Ringdal, 2013). I forkant av intervjuet ble det sendt inn stikkordslister for å forberede intervjuobjektene på de temaene det var ønskelig å gå i dybden på. Finansdirektør Sverre Klausen og direktør for organisasjonsutvikling Ann Karin Krogli har vært informanter for denne oppgaven. Gjennom intervjuer har de gitt inngående kjennskap til organisasjonen og informasjon om strategier for fremtiden. Denne kunnskapen har dermed vært et viktig supplement til de kvantitative data og gjort det mulig å estimere fremtidige kontantstrømmer og dermed deres anslåtte fremtidige vekst.

Sekundærdata struktureres og klassifiseres jf. Ringdal (2013) i tre ulike kategorier:

- Prosessdata – Dette er data som skapes daglig i samfunnet gjennom f. eks blogger, aviser, bøker etc.
- Bokholderidata – data som blir registrert i et administrativt apparat (Ringdal, 2013). Eksempler er regnskaper, likningsdata og andre registre.
- Forskningsdata – data produsert gjennom forskning. F. eks: intervjuer og spørreundersøkelser.

Begrepet sekundærdata favner dermed vidt og inkluderer en rekke kilder. I forskningsøyemed vil det å benytte sekundærdata være tids- og ressursbesparende siden dataene allerede er samlet inn. Likevel vil det ikke være uproblematisk å benytte seg av sekundærdata og en må

være oppmerksom på de begrensningene som eksisterer. Fellesnevneren for alle sekundærdata er at de i utgangspunktet er samlet inn for et annet formål noe som kan begrense deres relevans. Andre feilkilder relaterer seg til hvordan disse dataene er samlet inn, og hvilke kilder de stammer fra (Jacobsen, 2010).

Sekundærdataene er i denne oppgaven basert på bokholderidata i form av offentlige tilgjengelige regnskaper og andre statistiske opplysninger. Når en benytter seg av sekundærdata må en være oppmerksom på den iboende risikoen som foreligger for at regnskapet kan være beheftet med feil eller at regnskapsposter kan være utsatt for manipulasjon. Imidlertid bør denne risikoen reduseres betydelig ved at det tas utgangspunkt i reviderte årsregnskaper utarbeidet og signert av revisor ved PwC. Mulige feil knyttet til regnskapspostene skal derfor ikke være avgjørende for denne verdsettelsen av HSB.

4.5 Dataanalyse

Intervjuene ble gjennomført med bruk av lydopptaker, i tillegg til at det ble tatt notater. Disse primærdataene har ikke blitt transkribert, men har blitt gjennomgått flere ganger og blitt benyttet som supplerende informasjon til sekundærdataene. Bakgrunnene for at disse dataene ikke har blitt transkribert er at tyngden i denne oppgaven hviler på regnskapsdataene og ikke på de gjennomførte intervjuene.

Sekundærdataene er som tidligere nevnt samlet inn til et annet formål enn det gitte formålet til denne oppgaven. Det har dermed vært nødvendig å foreta en omarbeidelse av regnskapene for å tilpasse de til denne oppgaven. Denne omarbeidelsen omtales nærmere under punkt 6.2.3.

4.6 Vurdering av datamaterialet

I vurdering av datamaterialet må en bedømme reliabiliteten og validiteten av de innsamlede forskningsdataene. Reliabilitet kommer av det engelske ordet «reliability» og kan forstås som pålitelighet. Validiteten har til hensikt å si noe om forskningsresultatene gir nøyaktige beskrivelser av det de er ment å skulle beskrive (Easterby-Smith et al., 2012). Validiteten av forskningen drøftes i tre ulike former: Begrepsvaliditet, intern validitet og ekstern validitet.

4.6.1 Reliabilitet

Reliabilitet i forskningssammenheng dreier seg om nøyaktighet og om forskningen faktisk beskriver virkeligheten (Ringdal, 2013). Reliabilitet handler om nøyaktigheten av forskningsdataene, hvilke data som er samlet og hvordan de er samlet inn (Johannesen et al., 2011). Kriterier for å oppnå reliabel forskning krever at en har dokumentert og kvalitetssikret forskningsprosessen etter hvert som den løper fremover. Høy reliabilitet ved forskningen

handler om hvorvidt en annen forsker kan følge den samme fremgangsmåten og få det samme resultatet (Yin, 2012).

Sekundærdataene som har blitt lagt til grunn for denne oppgaven er i utstrakt grad offisielle regnskaper som har blitt publisert av HSB. Disse regnskapene har blitt utarbeidet i tråd med god regnskapsskikk og IFRS, i tillegg til å være revidert av PwC som er en uavhengig og ekstern tredjepart. Det vil alltid være en viss risiko for feil og manipulasjon i regnskaper, men ved å ta utgangspunkt i de offisielle og reviderte årsregnskapene bør det være oppnådd en høy reliabilitet for sekundærdataene benyttet i denne oppgaven.

Primærdataene preges av at de er samlet inn via samtaler og ikke gjennom en standardisert prosess og struktur. En slik fremgangsmåte gjør det vanskelig for andre forskere å etterprøve reliabiliteten av forskningen og de funnene som har blitt gjort. I et forsøk på å heve reliabiliteten av primærdataene er det gjennomført en grundig gjennomgang av lydfilene fra intervjuene som ble gjennomført. Dette har bidratt til å heve kvaliteten og det anses dermed at det likevel er oppnådd god reliabilitet for primærdataene.

4.6.2 Begrepsvaliditet

Begrepsvaliditet handler om samsvar mellom forskningsdataene og det som ønskes forsket på. For å oppnå en god begrepsvaliditet er det dermed viktig at de innsamlede dataene representerer undersøkelsesenheten (Johannesen et al., 2011). For denne oppgaven vil god begrepsvaliditet innebære at nødvendig kunnskap ble opparbeidet gjennom litteraturstudiet slik at relevant data kan samles inn. I tillegg kreves kunnskap om hvordan dataene kan benyttes til å gjennomføre en verdsettelse. Resultatet av litteraturstudiet er gjengitt i teorikapittelet og viser gode kunnskaper om verdsettelse generelt og verdsettelse av bank spesielt. På grunnlag av disse kunnskapene er relevante regnskaper innhentet og omarbeidet slik at de passer oppgavens formål. Begrepsvaliditeten er også ivarettatt gjennom samtaler med informantene som har bidratt med supplerende informasjon til regnskapene.

4.6.3 Intern validitet

«En undersøkelses interne validitet dreier seg om hvorvidt undersøkelsen er egnet til å påvise årsakssammenhenger eller ikke» (Johannesen et al., 2011, s. 365). Dersom undersøkelsen har god intern validitet kan den konkludere med at det finnes, eller ikke finnes kausale sammenhenger mellom variabler. For å oppnå god intern validitet kreves det at undersøkelsen er gjennomført slik at andre konkurrerende forklaringer er eliminert (Johannesen et al., 2011). Intern validitet vil være viktigst der hvor man benytter et kausalt design, f. eks eksperimenter

(Yin, 2012). Som beskrevet i pkt. 4.1.1, er det valgt et deskriptiv design og den interne validiteten er dermed ikke like vesentlig for denne oppgaven.

4.6.4 Ekstern validitet

Ekstern validitet handler om hvorvidt resultatet av forskningen kan generaliseres til andre områder (Easterby-Smith et al., 2012). Hensikten med kvalitative studier er som regel å fordype seg i et tema eller fenomen og generalisering er ikke i fokus, i motsetning til kvantitative studier hvor generalisering i de aller fleste tilfeller er målet (Jacobsen, 2010). De forskningsdataene som er lagt til grunn for denne oppgaven er innhentet med hensyn på å kunne estimere en verdi av egenkapitalbeviset til HSB pr 01.01.2015, og resultatet vil dermed ikke være generaliserbart til andre settinger. Det vil likevel være enkelte momenter fra oppgaven som kan overføres til andre områder, f. eks analysen av banksektoren, men selve resultatet og formålet med oppgaven vil ikke ha overførbarhet.

5.0 Strategisk analyse

5.1 Generelt

Roos et al definerer strategisk analyse som vist i følgende sitat: «*Strategisk analyse er en kontinuerlig prosess som skal gi bedrifter et grunnlag for å bedre kunne forholde seg til aktuelle strategiske utfordringer, og hele tiden forsøke å være i balanse med omgivelsene*» (Roos et al., 2010, s. 55)

Å studere omgivelsene vil være en viktig del av prosessen når et selskap verdsettes. Den strategiske analysen skal gi svar på hvilke omgivelser og krefter som påvirker selskapet og hvilke følger dette kan få for fremtiden. Omgivelsene til et selskap kan ofte være svært komplekse og det er først når disse er kartlagt en vil være oppmerksom på eventuelle konkurransefortrinn, styrker og svakheter. Basert på dette kan en så predikere fremtidige kontantstrømmer (Roos et al., 2010).

5.2 Ekstern analyse

I dagens moderne samfunn vil omgivelsene et selskap må forholde seg til være nærmest uendelige. Fremvoksende teknologi og økt globalisering fører til at det stadig dukker opp nye utfordringer, men også muligheter. I kartleggelse av ytre faktorer er det valgt å gå nærmere inn på PESTEL og Porter's five forces. Disse to modellene gir et oversiktlig bilde av de eksterne omgivelsene og de vil også være anvendbare i verdsettelsen av Helgeland Sparebank.

5.2.1 PESTEL

Ordet PESTEL er sammensatt av forbokstavene til de faktorene som inngår i modellen og står for: Politisk, Economical (økonomisk), Sosiokulturell, Teknologisk, Environmental (miljømessig) og Legal (juridisk). Formålet bak PESTEL-analysen er å bli oppmerksom på faktorer i makromiljøet, utover konkurranse fra konkurrenter, som en bedrift må forholde seg til (Warner, 2010). Johnson et al. (2011) gir eksempler på hva de ulike kategoriene kan innebære, men listen er ikke uttømmende:

Politiske forhold	•regjering, skatter, avgifter, reguleringer etc
Økonomiske forhold	•rentesykluser, inntekter, arbeidsledighet
Sosikulturelle forhold	•livsstilsendringer, konsum, moter og trender
Teknologiske forhold	•nye oppdagelser, teknologiske utviklinger, FoU
Miljømessige forhold	•global oppvarming, resirkulering etc.
Juridiske forhold	•helse, miljø og sikkerhet, arbeidsmiljølover, lisenser

Figur 4 - PESTEL-modellen

Roos et al. (2010) anbefaler at en ved bruk av modellen først tar en gjennomgang av de forholdene som historisk sett har spilt en sentral rolle for selskapet, og analyserer i hvilken grad en endring i disse forholdene vil påvirke selskapet. PESTEL–analysen vil med få tilpasninger være svært anvendbar i å få frem de strenge krav og reguleringer som en bank må operere under. I denne oppgaven er det valgt å se de politiske og juridiske forhold under ett, da det sees som mest hensiktsmessig. De miljømessige forholdene utelates fra analysen da de anses å ha en ubetydelig påvirkning på verdsettelsen.

Politiske og juridiske forhold.

Regelverket banknæringen må forholde seg til er omfattende og komplekst og er under stadig endring og revidering. Siste tilskudd til lovverket for banksektoren er innføringen av Basel III. Basel III regelverket inneholder krav til bankens kapitaldekning og skal innføres stegvis i perioden fra 2013 til 2019 (finanstilsynet.no).

Bakgrunnen for innføringen av de nye Basel-standardene er et resultat av finanskrisen hvor det ble oppdaget at de tidligere Basel-standardene ikke fungerte tilstrekkelig. Basel III standardene stiller blant annet strengere krav til bankens kapitalkrav og likviditetskrav, samt finansiering og skal dermed bidra til å sikre finansiell stabilitet. De nye kravene innebærer i korte trekk at bankene må oppnå en høyere egenkapitalandel for sine inn- og utlån. I tillegg kreves det at bankene oppretter bevaringsbuffer og motsyklisk kapitalbuffer. Disse skal sikre stabilitet i de perioder bankene opplever sterk kredittvekst (finanstilsynet.no). Basel-standardene begrenser også det man tidligere har kalt egenkapital og hva man nå kan kalle egenkapital, samt de legger strengere føringer for stabil finansiering (finanstilsynet.no). Hvis

bankene ikke møter disse nye minimumskravene innen utgangen av den fastsatte tidsperioden vil det innføres sanksjoner som vil påvirke bankenes muligheter til utbetaling av utbytter, bonusutbetalinger og tilbakekjøp av egne aksjer (finanstilsynet.no). I verdsettelsessammenheng er innføringen av Basel-standardene interessant med tanke på at de medfører lavere avkastning. Bankene må avsette den opptjente egenkapitalen i henhold til de økte egenkapitalkravene, kontra å bruke de til f. eks utbytteutbetalinger. Finansdirektør Sverre Klausen opplyser at denne kapitaloppsparingen er et spleiselag hvor banken reduserer sin avkastning, grunnfondsbeveierne tar til takke med lavere utbyttebetalinger og kundene oppnår dårligere betingelser på sine innskudd og lån. Hvordan dette spleiselaget gjennomføres i praksis, med tanke på eksakt fordeling av hvem som tar til takke med hva, vil kunne påvirke verdsettelsen av banken.

Andre makroøkonomiske faktorer som kan påvirke bransjen og som i aller høyeste grad er dagsaktuell tematikk er den nye skattestrukturen som har blitt presentert av Scheel-utvalget. Scheel-utvalget er en arbeidsgruppe som ble gitt mandat av Stoltenberg-regjeringen til å utarbeide et forslag til en ny skattestruktur som skal gjøre Norge bedre rustet for internasjonal konkurranse, men samtidig opprettholde velferdsnivået (revisorforeningen.no). Bakgrunnen for opprettelsen av utvalget er å oppnå konvergens mot den internasjonale utviklingen og å være konkurransedyktig mot sammenlignbare land. Den mest direkte effekten av den nye strukturen for næringslivet vil være reduisering av selskapsskatten fra 27 % til 20 %. Den nye skattesatsen er på linje med sammenlignbare land, som f. eks Sverige og Finland, og skal forhindre utflagging av selskap og styrke konkurranseevnen til norske selskap og Norge (finansdepartementet.no). Finansnæringen skal også beskattes hardere i det nye forslaget. Det er lagt opp til innføring av merverdiavgift på finansielle tjenester, samt innføring av avgift på margininntekter i finanssektoren. Innføringen av disse avgiftene skal bidra med økt proveny til staten på 3,5 mrd (ey.com). Hvorvidt det er bankene som vil ta kostnaden ved disse avgiftene i form av redusert avkastning, eller om det er kundene som må betale gjennom økte lånekostnader og gebyrer vites ikke.

Indirekte effekter for banknæringen ved innføring av ny skattestruktur, er de effekter det vil ha på deres utlån. I forslaget som er lagt frem er det forslått avvikling av BSU-ordningen. En slik avvikling, kombinert med de allerede forhøyede egenkapitalkravene ved kjøp av bolig kan ha en negativ effekt på andelen utlån som går til boligformål. Med avvikling av BSU, som har vært et viktig insentiv for å få unge mennesker til å spare, forventes det også at innskuddsandelen går ned. Tiltaket kan også tenkes å ramme spesielt unge låntakere, da det

vil gjøre det vanskeligere å komme inn i boligmarkedet. På generell basis foreslås det hardere beskatning av bolig og eiendom, og som effekt av dette kan en oppleve at fast eiendom vil fremstå som mindre attraktive investeringsobjekter, med tilsvarende lavere utlån til slikt formål (revisorforeningen.no). En mulig tidsperiode for innføring av den nye skattestrukturen er ikke kjent og status for forslaget er at det er satt ut til høring med høringsfrist den 05.04.2015 (finansdepartementet.no).

Økonomiske forhold

Konjunktursvingninger dukker oftest opp uforutsett og har potensiale til å ramme hardt. I senere tid har det vært flere svingninger i økonomien, anledet av finanskrisen, etterfulgt av eurokrisen, frem til nå med den pågående «oljekrisen». Den senere tids nedgang i oljeprisen har allerede medført betydelig redusert aktivitet i oljesektoren, og bransjen omstiller og effektiviserer for å overleve i markedet. SSB har publisert følgende prognoser for de kommende årene hvor bakgrunnen for de noe svake tallene er til fallet i oljeprisene og den medfølgende lavere aktiviteten i sektoren:

Tabell 7 – Makroøkonomiske prognoser (ssb.no)

Prognoser (tall i %)	2014	2015	2016	2017
Vekst i BNP Fastlands-Norge	2.6	1.0	2.2	2.7
Arbeidsledighet	3.5	3.9	4.0	3.7
KPI-vekst	2.1	2.6	2.0	1.7

Prognosene gjelder for Norge som helhet. Konsekvenser og ringvirkninger for Helgeland forventes ikke å være like dramatiske som der hvor næringslivet er mer avhengig av høy aktivitet i oljesektoren. Finansdirektøren i HSB opplyser om at de har registrert en lavere aktivitet i Sandnessjøen og det er knyttet lavere forventninger til den fremtidige utviklingen i byen. Han forteller videre at de ikke har noe direkte engasjement i oljesektoren, så de vil kun bli indirekte berørt ved eventuelle nedgangstider. Den delen av næringslivet på Helgeland som er eksponert mot oljesektoren har også inngått langvarige kontrakter, som f. eks levering til Aasta Hansteen-feltet og vil dermed være bedre rustet for å motstå konjunktursvingninger (Indeks-Nordland, 2015). Indeks Nordland som skal ta temperaturen på næringslivet og utviklingen i Nordland gir positive signaler for Nordland og mener sannsynligheten er stor for at økonomien i Nordland vil styrke seg i det kommende året.

SSB har også gitt ut prognoser på fremtidig renteutvikling. De utelukker ikke fremtidige rentekutt som følge av forventet lav vekst, og de anslår først en svak økning i pengemarkedsrenten mot slutten av 2016 eller ved begynnelsen av 2017, som følge av konjunkturutviklingen (ssb.no). Lav pengemarkedsrente medfører lave renter til publikum med tilhørende lav risiko for bankene for at kundene skal misligholde sine lån. Imidlertid, hvis prognosene fra tabell 7 slår til kan den økende arbeidsledigheten medføre en svak økning i risiko for tap på utlån.

Andre makroøkonomiske faktorer og et dagsaktuelt tema som banksektoren må forholde seg til er valutalån og risikoen knyttet opp mot denne finansieringsformen. Det har i senere tid vært økt fokus på valutalån og den risikoen utsteder og låntaker løper ved å ta opp et lån i en utenlandsk valuta. Økt fokus har blitt rettet mot denne låneformen på grunn av den senere tids svekkelse av den norske kronen. Valutalån har tidligere vært populært for utvalgte kundegrupper som en alternativ finansieringsform eller for spekulasjonsformål, da man har oppnådd lavere renter i utlandet samt har hatt forventninger om endring av valutakurser i egen favør. Signaler om lav aktivitet i oljesektoren kombinert med lave renter har svekket kronen og når det i tillegg ble bestemt at sveitserfrancen ikke skulle ha et fastsatt kursmål mot euroen, har det medført ekstreme kursbevegelser (aftenposten.no). Resultatet av dette har vært store økninger av lån for mange lånekunder hvor flere har opplevd at lånet deres har steget med flere hundretusener til millioner (dn.no). Bankene risikerer misligholdte lån som følge av at verdien på lån overstiger verdien av eventuelle panteobjekter. De første bankene har allerede begynt å ta tap som følge valutalån. Senest ute var Sparebank 1 Buskerud og Vestfold, som fortok regnskapsmessige nedskrivninger på 50 millioner som følge av uroen i valutamarkedet (oslobors.no).

Sosiokulturelle forhold

I SSBs prognoser for fremtidig befolkningsutvikling viser selv de mest pessimistiske anslagene at Norge vil oppleve en befolkningsvekst i de kommende årene. I hovedsak er befolkningsveksten forventet å finne sted i byer med omkringliggende områder (ssb.no). På Helgeland er den forventede veksten i de kommende 10 årene estimert til å være rett i overkant av 4 %. Denne forventede veksten for Norge i samme tidsperiode er estimert til å være i overkant av 10 % (Indeks-Nordland, 2015). Ved befolkningsvekst kommer det også forventninger om flere kunder som etterspør boliglån og dermed en potensiell økt kundemasse for HSB. Flere innbyggere i regionen vil også gi positive ringvirkninger for næringslivet i form av flere kunder, som igjen vil gi HSB lavere risiko for sine utlån til næringslivet.

En viktig makroøkonomisk faktor hele regionen må forholde seg til er tilgangen på kvalifiserte arbeidstakere. «*Nordlands mest verdifulle eksportartikkel er arbeidstakere*» (Indeks-Nordland, 2015, s. 13). Dette er en realitet regionen og HSB må forholde seg til. I denne sammenhengen kan HSB oppleve utfordringer i nær fremtid, da de har en forholdsvis høy gjennomsnittsalder blant sine ansatte. De har tidligere uttalt at de har et ønske om å rekruttere unge arbeidstakere med den rette kompetansen, for å stå robuste når flere av de ansatte går mot pensjonsalderen. Nordland og Helgeland-regionen kan oppleve positive ringvirkninger som følge av effektivisering i oljesektoren, hvor det kan bli lettere å rekruttere ingeniører og annen dyktig arbeidskraft som følge av færre jobber i oljebransjen.

Teknologiske forhold

Teknologien i dagens samfunn er i rivende utvikling og endrer stadig hvordan vi lever våre liv. Bankbransjen er intet unntak og må stadig tilpasse seg den nye teknologien for å henge med og tilby de tjenester som markedet etterspør. I «Dagligbankundersøkelsen 2014», gjennomført på vegne av Finans Norge var det ifølge undersøkelsen 3,5 millioner nordmenn som brukte nettbank i 2014 og 1,6 millioner som benyttet seg av mobilbank. Mobilbank har blitt en stadig viktigere arena å være tilstede på, og andelen mobilbankbrukere har steget til 39 %, en økning på 20 % fra 2012 (fno.no). Tidligere har filialer vært utgangspunktet for kundekontakt, men med utviklingen kommer endrede forventninger og kundene er nå opptatt av gode og effektive løsninger. Tilgjengelighet er dermed stadig viktigere, og det forventes nå at banken er tilgjengelig via personlig kontakt, chattetjenester, telefon og selvhjelpsløsninger i nettbanken eller mobilbank (fno.no). Dagligbankundersøkelsen har dermed vist at nordmenn er åpne for nye løsninger og er rask med å ta ny teknologi i bruk. Det vil dermed være viktig for bankbransjen å være oppdatert på ny teknologi som kan forenkle bankkunders hverdag og gi de et godt tilbud. Det utelukkes ikke at ny teknologi kan revolusjonere bransjen ytterligere.

Oppsummering PESTEL-analysen

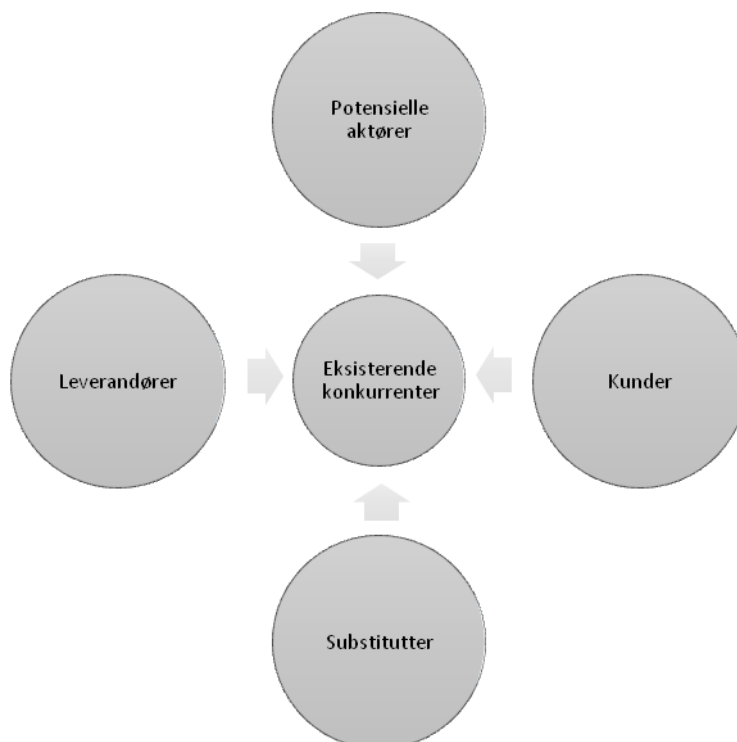
Gjennom PESTEL-analysen er de viktigste utfordringene knyttet til de makroøkonomiske faktorene som kan påvirke bankbransjen og hvilke muligheter og utfordringer disse kan medføre gjennomgått. Analysen har avdekket at bransjen står overfor lovpålagte krav fra myndighetene som vil påvirke driften dersom disse kravene ikke møtes innenfor tidsfristen. Næringslivet og bankbransjen står også overfor nye muligheter og forbedrede konkurransevilkår mot utlandet hvis den nye skattestrukturen fra Scheel-utvalget blir vedtatt.

SSB estimerer lav rente og lav arbeidsledighet i årene som kommer og kundenes gjeldsbetjeningsevne anslås dermed å være høy, noe som igjen vil resultere i lave tap på utlån.

I følge prognosene fra SSB vil det i de kommende årene være en befolkningsvekst i Norge og på Helgeland. Dette gir muligheter for flere kunder og økt inntjening. For å kunne oppnå økt vekst vil det være nødvendig for HSB å besitte den riktige arbeidskraften. Dagens situasjon er en aldrende arbeidsstokk og de vil være avhengig av å rekruttere yngre krefter for å møte morgendagens utfordringer. PESTEL-analysen avsluttes med en gjennomgang av teknologiske faktorer. Her ble det sett på nye teknologiske løsninger og viktigheten av å være tidlig ute med å adoptere nye tekniske løsninger. Ny teknologi er en arena hvor det også i fremtiden vil være viktig å være tilstede for å ivareta sin konkurransekraft.

5.2.2 Porter's five forces

Porters fem konkurransekrefter er ment å være til hjelp når man kartlegger attraktiviteten til en bransje (Johnson et al., 2011). Rammeverket til Porter skal bidra til å skape en forståelse av dynamikken i bransjen hvor selskapet opererer. Av figur 5 ser en de ulike konkurransekreftene.



Figur 5 - Porter's five forces

Ved å analysere konkurransekreftene vil en avdekke følgende forhold: Trusselen fra nye aktører som ønsker å etablere seg i bransjen, kundenes forhandlingsmakt, trusselen fra substituerbare produkt og tjenester, leverandørers forhandlingsmakt og rivalisering blant de

eksisterende aktørene i bransjen (Roos et al., 2010). Når konkurransekraftene så er identifisert kan en avgjøre konkurranseintensiteten i bransjen. Porter mente at dersom konkurransen var for høy og for intens ville ikke bransjen være interessant å konkurrere i, da det ikke ville være rom for lønnsom drift (Løwendahl og Wenstøp, 2008).

Eksisterende konkurrenter, intern rivalisering

Den geografiske plasseringen til Helgeland Sparebank avgjør også hvem som vil være deres primærkonkurrenter. Det uttalte satsningsområdet til HSB er Helgeland, det vil derfor være mest nærliggende å se på konkurrenter med samme geografiske lokalisering.

Primærkonkurrentene anses dermed å være: DNB, Sparebank 1 Nord-Norge og Handelsbanken. Disse konkurrentene er allerede tilstede i regionen og skaper hard kamp om kundene, men i dagens moderne samfunn må HSB også forholde seg til andre konkurrenter, sekundærkonkurrenter. Sekundærkonkurrentene er typiske nettbanker som opererer uten noen fysiske filialer og tilbyr all kundekontakt via internett. Typiske sekundærkonkurrenter er Skandiabanken, Bank2 etc. Bransjen preges i tillegg av lav grad av differensiering, og dette medfører i praksis at alle aktører som tilbyr de samme tjenester som HSB også vil anses å være en konkurrent og utgjør dermed en trussel. Dersom differensiering var mulig, i form av produkt, pris eller strategi kunne noen av aktørene i bankbransjen potensielt oppnådd et konkurransefortrinn. Det anses derimot at banktjenestene som leveres er forholdsvis like og det vil være relativt få muligheter til å benytte seg av differensiering for å oppnå noen fortrinn i markedet.

Det er allerede konkludert med at bankbransjen er en bransje med høy grad av konkurranse. Høy grad av konkurranse mellom aktørene sammenfaller med at bankbransjen karakteriseres som en modnet bransje. Bakgrunnen for å kalle bankbransjen en modnet bransje er at den har eksistert i en årrekke og det faktum at de aller fleste har et forhold til en bank i en eller annen form. Når en bransje har vært gjennom sine innledende vekstfaser og når modningsstadiet, vil konkurransen dreie seg om å ta markedsandeler fra hverandre (Roos et al., 2010). Bransjen forventes ikke å oppleve noen ny umiddelbar vekst og fremtidig vekst antas å komme gjennom økt befolkningsantall med tilhørende ringvirkninger, eller gjennom oppkjøp og fusjoner mellom ulike banker. I senere tid hvor det har vært stadige rentenedsettelse fra Norges Bank har en sett at konkurransen mellom bankene har hardnet til. Det har kommet stadige rentenedsettelse som svar på at konkurrenter har satt ned sine renter. Markedslederne er gjerne de som bestemmer rentenivået ved at de endrer sine renter slik at de andre aktørene i markedet må følge deres bevegelser for å være konkurransedyktige. Det forventes at kampen

om kundene og markedsandeler vil holde seg konstant og at konkurransesituasjonen vil være uendret i fremtiden.

På bakgrunn av at det er få muligheter til differensiering og at bankbransjen er en modnet bransje, så konkluderes det med at trusselen fra de eksisterende konkurrenter er høy.

Trusselen fra potensielle inntrengere

Historisk sett kan bransjen karakteriseres som en bransje med god lønnsomhet. I enhver bransje med god lønnsomhet vil det være trusler fra nye aktører som vil inn i markedet og ta del i denne lønnsomheten. Antall aktører i markedet avhenger i stor grad av hvilke inngangsbarrierer som eksisterer. Høye inngangsbarrierer betyr færre aktører i markedet og vice versa. Typiske faktorer som avgjør disse etableringshindringene, og som må overkommes for å konkurrere i bransjen, dreier seg i stor grad om: stordriftsfordeler, produkt differensiering, kapitalbehov og myndighetens politikk (Roos et al., 2010). Nedenfor gjennomgås de forholdene som finnes mest relevante for å avgjøre trusselen fra nye aktører i bankbransjen generelt og for bankbransjen på Helgeland.

En av de mest utfordrende inngangsbarrierene for å komme inn i bransjen er å klare myndighetenes krav til, og reguleringer av bransjen. For å kunne drive bankvirksomhet i Norge må en ha fått innvilget en konsesjon. Et av minstekravene for å oppnå denne konsesjonen er at banken er stiftet med et minimumsbeløp som tilsvarer 5 millioner euro (finanstilsynet.no). I tillegg til de formelle kravene ved oppstart er det også knyttet en rekke krav til kapitaldekning, soliditet, tilsyn og rapportering. Strenge krav gjør det vanskeligere for nye bedrifter å starte opp i bransjen, men skal sikre seriøse aktører i bransjen og skape stabile og trygge økonomiske rammer for privatmarkedet og næringslivet.

Tidligere har inngangsbarrierer i enhver bransje dreid seg mye om tilgangen til lokaler. I dagens samfunn ser man en dreining bort fra det tradisjonelle fokuset på lokaler og fysisk tilstedeværelse, til fordel for økt aktivitet på internett. Konkurransarenaen for å tilby banktjenester har gått fra å være lokal til å bli både nasjonal og internasjonal, og nå konkurrerer stadig flere aktører om å få levere sine tjenester til lokale bedrifter. Nettbaserte banker gir muligheten for fremvekst av internasjonale aktører som ønsker å etablere seg i det norske markedet. Typiske for disse aktørene er at de er små nisjebanker som opererer i visse segmenter, f. eks med å tilby forbrukslån av ulike størrelser og uten sikkerhet.

De bankene som ønsker å etablere seg i markedet med filialer må være forberedt på å gjennomføre store investeringer. Hvis man ser bort fra selve kontorbyggene vil de største investeringene skje innenfor de menneskelige ressursene. Det er tidligere nevnt at bankbransjen preges av lav grad av differensiering, det vil dermed være essensielt for enhver bank å rekruttere dyktige ansatte som kan sørge for en effektiv og lønnsom drift. Det kan by på utfordringer å sikre seg den riktige arbeidskraften for de som ønsker å etablere seg på Helgeland. Utdanningsnivået i Nordland ligger 5 % under landsgjennomsnittet (Indeks-Nordland, 2015), og det kan tenkes at det vil være større forskjeller ute i distriktene, der hvor HSB allerede er etablert med kontorer. Siden tilgangen på menneskelige ressurser kan være av begrenset art og er kapitalintensivt, og kan dermed fungere som en inngangsbarriere til bransjen.

Som tidligere påpekt er bankbransjen en modnet bransje. Dette fører til hardere kamp om eksisterende kunder for å oppnå høyere markedsandeler. Et resultat av at bransjen har oppnådd et modent stadium er at mange banker har blitt tvunget til å gjennomføre en rekke fusjoner for å opprettholde lønnsomheten. I tillegg ble 251 ekspedisjonssteder innenfor sparebanksektoren lagt ned i perioden 2005 – 2013 (fno.no). Disse nedleggelsene kan også tenkes å være et ledd i en effektiviseringsprosess som et direkte resultat av en moden bransje. En annen konsekvens av at bransjen har oppnådd et modent stadium er at det kan virke avskrekkende for nye aktører å etablere seg, da de vet at bransjen preges av hard konkurranse.

På bakgrunn av det som er gjennomgått her ansees den totale trusselen fra potensielle inntrengere anses å være lav.

Trusselen fra substitutter

Trusselen fra substitutter handler om at andre bransjer erstatter kundenes behov, og den opprinnelige bransjens produkter eller tjenester blir overflødige. Bankbransjen er intet unntak, og må forholde seg til denne trusselen på lik linje med de fleste andre bransjer. Bankbransjen vil ikke oppleve at bransjen blir substituert som helhet, men kan oppleve press fra andre bransjer innenfor visse enkeltområder. Videre vurderes de to primærtjenestene til Helgeland Sparebank, som går på å betjene innskudd og tilby utlån, og se hvilke substitutter disse områdene må forholde seg til.

Innskuddsrentene som bankene nå tilbyr er på et historisk lavt nivå. En konsekvens av dette er at bankbransjen har mistet sin attraktive posisjon for å ta imot kundens sparing. Kundene har derfor begynt å se seg om etter alternative sparingsformer i håp om å oppnå økt avkastning.

Alternative sparingsformer er gjerne aksje-, fond- og obligasjonssparing. Figur 6 viser et innskudd på 100 000 kr og utviklingen over de siste 5 år ved investering i hovedindeksen til Oslo Børs og i banksparing. I banksparingen er det 3 mnd NIBOR som er lagt til grunn (odinfond.no).



Figur 6 - Utviklingen av hovedindeksen til Oslo Børs i perioden 2010-2015

Figur 6 viser hva en potensielt kunne oppnådd ved en alternativ sparingsform til banksparing. Denne muligheten for høyere avkastning har ikke gått ubemerket forbi hos kundene og som resultat har det vært en enorm vekst av meglerhus som ønsker å kapre disse kundene fra banksektoren. Bankbransjen har til en viss grad tilpasset seg dette nye konkurransebildet og stadig flere tilbyr nå forskjellige former for aksjesparing. HSB tilbyr denne tjenesten gjennom Norne Securities hvor de også har eierinteresser. Med de signaler som er gitt av Norges Bank om at dagens lave renter skal holde seg lave også i de kommende årene, vil trolig aksjemarkedet være en viktig arena å være tilstede på, og kan fremstå som et høyaktuelt substitutt til den tradisjonelle banksparingen. Det er viktig å påpeke at dette ikke er et alternativ for risikoaverse kunder, og banksparing vil fortsatt være det beste alternativet for denne kundegruppen.

Tradisjonelt sett har bankene hatt tilnærmet monopol på å tilby lån, hvis man ser bort fra statlige låneordninger. Dette monopolet har blitt utfordret i de senere år, hvor det har skjedd en eksplosjon av kredittilbydere som tilbyr ulike typer forbrukslån. Forbrukslån kan virke som et substitutt for vanlige banklån for enkeltsegmenter av bankkundene. Forbrukslånene tilbys gjerne med kort behandlingstid og uten krav til sikkerhet i form av pant, og kan dermed være aktuelle for de kundene som ikke oppfyller de ordinære lånevilkårene hos bankene.

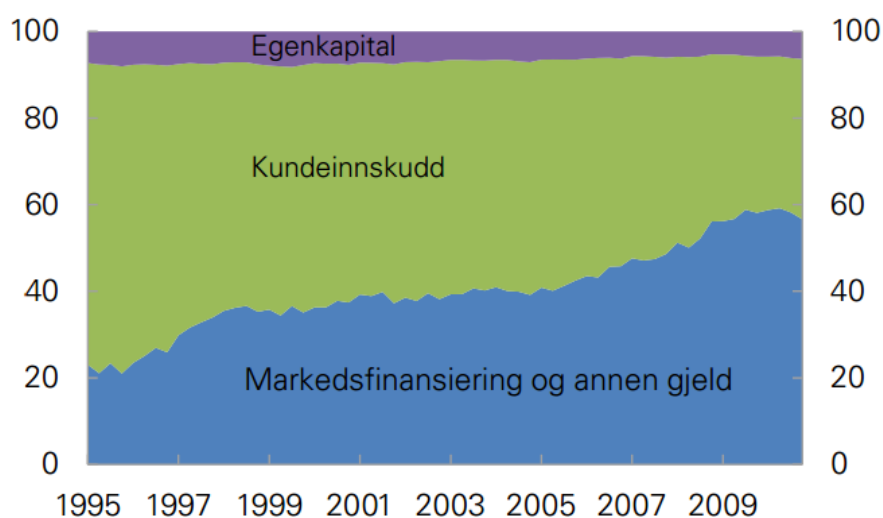
Forbrukslånene benyttes ofte til, nettopp, forbruk. Det brukes til det daglige forbruket og til kjøp av varer som bankene ikke vil gi lån til. De som benytter seg av forbrukslån er normalt sett ikke den største kundegruppen hos bankene, og forbrukslån som substitutt for banklån er ikke særlig relevant pga de høye rentene på forbrukslån.

Totalt sett ansees trusselen fra substitutter å være lav til moderat.

Leverandørenes forhandlingsmakt

I den grad leverandørene har forhandlingsmakt, vil det påvirke lønnsomheten i en bransje. Forhandlingsmakten til leverandørene dreier seg om maktforholdet mellom leverandører og kunder, og konsekvenser av eventuelle trusler og pressmidler. I den grad leverandørene har forhandlingsmakt avgjøres av faktorer som: antall tilbydere, byttekostnader og muligheter for vertikal integrasjon (Johnson et al., 2011). En bransje har normalt mange leverandører, det vil derfor være viktig å fokusere på kjerneområdene. I bankbransjen ansees leverandørene av kapital for å være de viktigste leverandørene og de med mest potensiale for å påvirke lønnsomheten i bransjen.

De viktigste finansieringsformene for bankene er innskudd fra kunder og ulike typer markedsfinansiering (norges-bank.no). Bankkundene er i en spesiell situasjon når det gjelder bankbransjen, sammenlignet med kunder i andre bransjer. De er både leverandører av kapital, i form av innskudd, og de er kunder av banken, ved at de låner penger. Figur 7 viser forholdet mellom bankenes ulike typer finansiering (norges-bank.no).



Figur 7 - Bankenes finansieringsstruktur

Figur 7 dekker bare tidsperioden fra 1995-2010, men det kan antas at markedsfinansiering og egenkapital nå utgjør en større andel av bankenes finansiering. Dette begrunnes med lavere renter som gjør det mindre attraktivt med bankinnskudd, samt Basel-kravene som setter strengere krav til andel egenkapital. Fra bankbransjens side er det ønskelig å øke andelen kundeinnskudd, siden denne formen for finansiering er billigere sammenlignet med pengemarkedet. HSB ser også viktigheten av kundeinnskuddene, og har uttalt at de jobber aktivt for å øke andelen kundeinnskudd (hsb.no).

Markedsfinansieringen til bankene hentes inn via innlån fra markedet. Disse innlånene består av innskudd og innlån fra andre kredittinstitusjoner og Norges Bank, i tillegg til utstedelse av banksertifikater og bankobligasjoner (norges-bank.no). De norske bankene deponerer store mengder av sine verdipapirer i Norges Bank for å sikre låneadgang på kort varsel. For å få lån fra Norges Bank stilles blant annet krav til bankenes kredittverdighet. Kredittverdigheten til bankene avgjør til hvilke marginer bankene får låne (norges-bank.no). Helgeland Sparebank er en solid og lønnsom bank, med tilhørende god kredittverdighet. Kredittgiverne vil dermed ikke ha noen økt forhandlingsmakt overfor HSB, enn hva som er normalen for resten av bransjen. Bankbransjen i Norge preges av de strenge reguleringene som de må operere innenfor. Det er derfor å anta at bransjen generelt har god kredittverdighet, noe som medfører lav forhandlingsmakt fra leverandørens side.

Leverandørens forhandlingsmakt anses dermed å være lav til moderat. Bakgrunnen for konklusjonen er den pågående trenden med fallende kundeinnskudd, dermed blir kampen om kundene hardere, og kundenes forhandlingsmakt øker som følge av dette.

Kundenes forhandlingsmakt

Det er velkjent at de fleste kunder ønsker å betale et minimum for en vare eller tjeneste. Lønnsomheten i en bransje kan påvirkes av kundenes forhandlingsposisjon og kan gi styrken på posisjonen, enten øke eller senke lønnsomheten til bransjen. Forhandlingsmakten til kundene påvirkes av forhold som total kundemasse, i hvilken grad produkt eller tjeneste er differensiert og informasjonstilgangen (Roos et al., 2010).

Bankbransjen preges av at den er transparent og gjennom forbrukersider som Finansportalen.no får man enkelt oversikt over de beste tilbyderne av innskudd- og utlånsrenter. Tjenestene og produktene som tilbys av bankene preges av lav grad av differensiering og høy grad av sammenlignbarhet. Forbrukersidene oppfordrer til hyppige bankskifter, og en enkel fremgangsmåte kombinert med lave byttekostnader skal stimulere til

nettopp dette. Det er i denne forbindelse mange enkeltkunder erfarer at de har en forholdsvis høy forhandlingsmakt. De opplever gjerne at bankene strekker seg langt for å gi tilsvarende betingelser som de billigste aktørene i markedet.

I bankbransjen ser en tydelig at det er en åpen informasjonsflyt mellom bankene og kundene og som resultat kan den lokale sparebanken nå oppleve å få kunder spredt over hele Norge. Mange bankkunder har, som følge av prisveksten i eiendomsmarkedet, opparbeidet seg en høy gjeldsgrad. De vil derfor være svært prissensitive når det gjelder hvilke rentetilbud de kan få på sine boliglån, noe som medfører at lojaliteten til «lokalbanken» blir svekket til fordel for lavere renter og dermed økt kjøpekraft. Bankene har prøvd å skape en «lock-in» med kundene ved å kreve at de må være total kunder, eller visse kriterier må være oppfylt for at de skal få deres beste betingelser. Likevel ser en at kundenes forhandlingsmakt har ført til at bankene har måtte lempe på disse kravene. Nå er det ikke uvanlig at en kunde har kontoer i flere ulike banker og på denne måten oppnår markedets beste betingelser både på innskudd og lån.

Totalt sett vurderes kundenes forhandlingsmakt å være høy.

Oppsummering Porters five forces

Det er valgt å strukturere konklusjonene fra analysen i følgende tabell:

Tabell 8 - Oppsummering Porters five forces

Konkurranskrefter Trusselnivå	Eksisterende konkurrenter	Potensielle aktører	Substitutter	Leverandørens forhandlingsmakt	Kundenes forhandlingsmakt
Lav		X	X	X	
Moderat			X	X	
Høy	X				X

Gjennom analysen er det kommet frem til at samlet sett har bankbransjen en moderat til høy konkurranseintensitet. Begrunnelsen for denne konklusjonen stammer i hovedsak fra to forhold, og dreier seg om konkurransesituasjonen mellom de eksisterende aktørene i markedet og kundenes forhandlingsmakt. Blant aktørene i bransjen er det hard kamp om kundene og marginene presses stadig for å kunne tilby de beste betingelsene i markedet. Bransjen har oppnådd et modent stadium, og kampen dreier seg dermed om å kapre markedsandeler fra hverandre, foran å rekruttere flere kunder inn i bransjen. Dagens teknologiske verden gir også bankkundene oversikt over hvem som tilbyr de beste betingelsene til enhver tid, noe som gir bankkundene et viktig forhandlingskort overfor bankene. Homogene produkter og tjenester

bidrar også til et transparent marked og økt forhandlingsposisjon for kundene. Trusselen fra potensielle aktører, substitutter og leverandørenes forhandlingsmakt anslås å være lav til moderat og bidrar til å senke den totale konkurranseintensiviteten i bransjen fra høy til moderat til høy

5.3 Intern analyse

Den interne analysen tar sikte på å avdekke et selskaps interne prosesser og organisering, samt undersøke om selskapet har noen konkurransemessige fortrinn overfor sine konkurrenter.

Analysen skal også forsøke å avsløre de styrker og svakheter som eksisterer internt i selskapet. Det vil være mange forskjellige tilnærminger til denne analysen og en kan ta i bruk ulike verktøy. For intern analyse innenfor banksektoren vil VRIO-rammeverket være anvendelig og relevant.

5.3.1 VRIO

VRIO står for Verdifull, Rare (sjelden), Imiterbar og Organisering. Modellen forsøker å anslå i hvilken grad selskapets ressurser er verdifulle og i hvilken grad de kan gi selskapet varige konkurransefortrinn. VRIO kan oppsummeres i følgende matrise (fritt etter Johnson et al., 2011):

Tabell 9 – VRIO – overordnet oversikt

V	Er ressursene som eksisterer verdsatt av kundene og gir de potensielt et konkurransemessig fortrinn?	<div style="border: 1px solid black; padding: 10px; text-align: center;"> Økende grad av varig konkurransemessig fortrinn </div>
R	Er ressursene til selskapet sjeldne og har ingen eller få av konkurrentene tilgang til samme ressurs?	
I	Er ressursene vanskelig for konkurrenter å imitere?	
O	Er selskapet organisert på en slik måte at de effektivt kan utnytte ressursen?	

I analysen forsøker en å anslå hvilke ressurser selskapet har og hvilke verdier de gir kundene. Neste steg blir å vurdere hvor sjeldne de er. Ressursene kan være reelle eiendeler eller immaterielle eiendeler. Når ressursene og sjeldenheten av disse er kartlagt blir neste trinn å vurdere hvor vanskelige de er å imitere. Er det f. eks en verdifull ressurs som er lett å imitere må selskapet forvente konkurranse i markedet. Siste trinn er å se hvordan selskapet er

organisert. Hvis organiseringen er for dårlig vil de ikke kunne klare å utnytte ressursen og uavhengig av hvor sjelden og lite imiterbar ressursen er, vil de ikke få et varig, konkurransemessig fortrinn. Videre vil de fysiske, finansielle, menneskelige og de organisatoriske ressursene analyseres videre.

5.3.2 Fysiske ressurser

De fysiske ressursene til en bedrift består av bygninger, maskiner og inventar. Ved en analyse av en bedrifts fysiske ressurser vil det også være relevant å innhente informasjon om hvor disse ressursene er lokalisert (Roos et al., 2010).

De fysiske ressursene til Helgeland Sparebank består i hovedsak av kontorlokaler, fordelt som 15 kontorer i 13 kommuner over hele Helgeland. Den strategiske viktigheten av å være tilstede der hvor kundene er kan diskuteres. Bankbransjen preges som tidligere nevnt av en dreining mot rene nettbaserte banker hvor kommunikasjonen mellom bank og kunde skjer via internett og telefon. Endringer i kunders atferdsmønstre og vaner endrer deres behov og fører til et skifte i bransjen. Resultater fra Dagligbankundersøkelsen 2014 viser at andelen av kundene som kun benytter seg av den fysiske banken er redusert til 6 %, ned fra 24 % i løpet av de 10 siste årene. Undersøkelsen viser videre at 72 % av bankkundene benytter en kombinasjon av bankbesøk og digitale kanaler for å utføre sine banktjenester. Kundene oppgir at formålet deres med å besøke banken er å foreta innskudd, få økonomisk rådgivning og søke om lån, og når de store avgjørelsene skal tas kombineres dette ofte med en tur innom banken. Undersøkelsen trekker fram at det ikke bare er pris som er avgjørende, og at personlig service og rådgivning kan være en viktig faktor for mange kunder (fno.no). Det kan dermed synes viktig å være tilstede der hvor kundene er, og at den fysiske tilstedeværelsen er en av grunnene til den store markedsandelen HSB har på Helgeland.

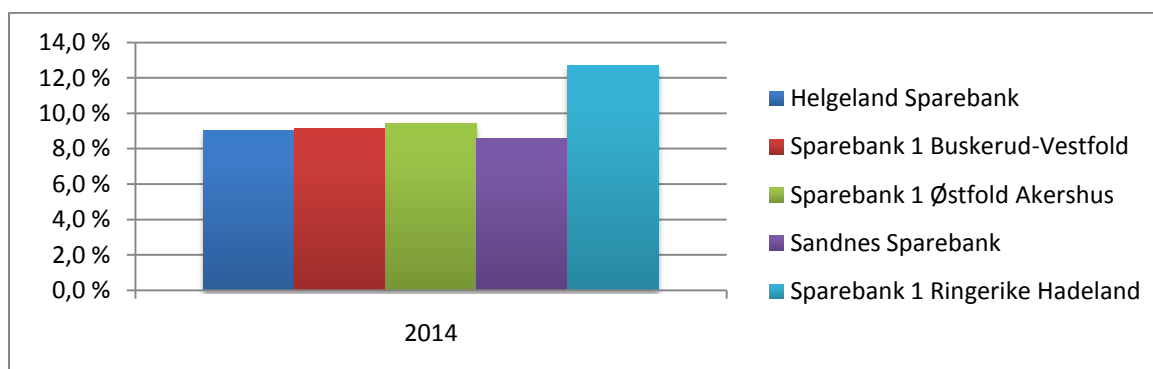
Kontorbygg kan imiteres, og er ei noe unikt som kun HSB har tilgang til. De fleste av konkurrentene til HSB er tilstede i de største byene og tettstedene på Helgeland, og der de ikke er tilstede kan de alltid få tilgang til egnede lokaler og tomter. Det som imidlertid er unikt med de fysiske ressursene til HSB er den geografiske dekningen de har. Deres tilstedeværelse i selv de mest avsidesliggende strøk, avskrekker muligens andre konkurrenter fra å entre området da det ikke vil være stor nok potensiell kundemasse for at to eller flere aktører skal kunne oppnå lønnsom drift. Verdien av eiendomsmassen som HSB besitter krever vedlikehold og medfører kostnader i den daglige driften. På den andre siden er det også betydelige verdier knyttet opp i eiendomsmassen, noe som vil tilføre banken kapital ved eventuelle salg.

Konklusjonen er at de fysiske ressursene til HSB ikke er sjeldne og kan imiteres. Fysiske ressurser er heller ikke en avgjørende faktor i dagens samfunn, for å lykkes i bankbransjen. Likevel er det fortsatt en betydelig andel av bankkundene som fortsatt etterspør den personlige kontakten i sitt møte med banken og dermed kan de fysiske ressursene til HSB gi de et midlertidig konkurransefortrinn.

5.3.3 Finansielle ressurser

De finansielle ressursene er selve kjernen i bankvirksomhet, og tilstedeværelsen av kapital er en forutsetning for å operere i bransjen. De finansielle ressursene til en bank består hovedsakelig av innskudd, innlånt kapital og investeringer i verdipapirer. Rentenettoen mellom utlånt og innlånt kapital er inntekten til bankene, og uten tilgjengelig kapital å låne ut vil de heller ikke tjene penger.

Egenkapitalandelen er en avgjørende faktor for utlånsgraden til bankene. Egenkapitalandelen til bankene er, som tidligere omtalt, et minimumskrav fra regulatoriske myndigheter som bankene må forholde seg til. Figuren nedenfor viser egenkapitalen i prosent av forvaltningskapital for HSB og for et utvalg sammenlignbare banker.



Figur 8 – Bankenes egenkapitalandeler

Figur 8 viser at bankbransjen har en lav egenkapitalandel, hvor snittet ligger i underkant av 10 %. Høyere egenkapitalandel gir bedre soliditet og øker dermed bankenes evne til å overleve ved konjunktursvingninger. HSB skiller seg ikke ut, verken i positiv eller negativ retning, og ligger rundt gjennomsnittet blant de sammenlignbare bankene. Egenkapitalandelen er innenfor minimumskravene, men dersom de hadde hatt en høyere andel egenkapital, som f. eks Sparebank 1 Ringerike-Hadeland, kunne de økt sitt utlånsvolum og dermed opplevd økt vekst. Vekstprognosene for HSB på utlån vil dermed ligge innenfor normalen til bransjen. Regnskapstallene, som gjennomgås nærmere i påfølgende kapitler, viser at banken utnytter de

finansielle ressursene godt ved at de har lønnsom drift og i tillegg har oppnådd en høy rating hos kredittselskapene. Samlet fører dette til at HSB kan oppnå gode betingelser på innlån.

Tilgangen til kapital er imidlertid hverken sjelden eller ikke imiterbar, og de fleste som driver i bransjen vil ha lik eller tilsvarende tilgang på kapital ved normale forhold i bransjen.

Konjunkturer og svingninger i økonomien kan endre situasjonen, men de lovpålagte minimumskravene skal sikre at bankene er robuste i sykliske tider. De finansielle ressursene til HSB fører til konkurransemessig paritet.

5.3.4 Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene omtales også som intellektuell kapital og med en gjennomgang av denne ressursen ønsker en å fastslå hvordan de ansatte skaper verdi og hva de betyr for bedriften. De menneskelige ressursene omhandler de ansattes kompetanse, ferdigheter, intellekt og evne til å tilpasse seg (Roos et al., 2010).

En bank er en kunnskapsbedrift hvor det er de ansatte som står for verdiskapningen. De ansatte kan regnes som HSB viktigste ressurs og det er deres kompetanse og intelligens som skaper lønnsom drift. Videreutvikling er viktig for HSB, derfor gjennomfører de jevnlig kurs og opplæring av sine ansatte. De tilbyr også videreutdanning for sine ansatte, mot at de inngår bindingstid. Disse tilbudene sørger for personlig utvikling og bidrar til at banken er konkurransedyktig ved at de opprettholder og videreutvikler kunnskap. Direktør for organisasjonsutvikling, Ann Karin Krogli opplyser at det jevnlig gjennomføres tilfredshetsundersøkelser blant de ansatte i banken. På bakgrunn av disse undersøkelsene jobber banken aktivt for å styrke de områdene de allerede er gode på, samtidig som de forsøker å utvikle de områder hvor de ser at det er rom for forbedringspotensial.

Ved nyansettelser er det viktig å rekruttere ansatte som kan videreføre den gode kulturen og mentaliteten, og slik opprettholde og forhåpentligvis videreutvikle kunnskapsbasen til banken. Bankene har et eget opplæringsprogram for nye medarbeidere hvor de gjennomgår en skreddersydd og målrettet opplæring. Sparebanken er også tilknyttet trainee-programmet «Kandidat Helgeland», hvis formål er å få høyt utdannede tilbake til regionen etter endt utdanning, ved å tilby relevante og attraktive jobber. Bransjens tilgang til kompetanse forventes også å være god i årene som kommer, da andelen som gjennomfører høyere utdanning i Norge er økende (ssb.no).

HSB gjennomfører altså en del tiltak som skal sikre at de oppnår den nødvendige kompetansen. Sparebanken er ikke i en særposisjon, og det er helt essensielt for alle i bransjen

å tilknytte seg dyktige medarbeidere for å drive lønnsomt. Å bygge opp en kunnskapsbedrift krever tid og ressurser, men det er verken sjelden eller ikke-imiterbart. De ansatte bestemmer selv hvor de vil jobbe, og forhold som lønn og andre betingelser medfører ofte gjennomtrekk i en bedrift. Blant annet er bransjen underlagt autorisasjonskrav for de finansielle rådgiverne, som medfører at de ansatte i bransjen får en lik kunnskapsbase. Dermed blir det noe enklere å skifte jobb mellom de ulike finansinstitusjonene. Det antas at alle i bransjen organiserer de ansatte slik at potensialet utnyttes fullt ut. Dette er det imidlertid vanskelig å fastslå, da de ansatte inkluderes i immaterielle eiendeler, som er en vanskelig post å verdsette i regnskapet. HSB har ingen konkurransefortrinn når det kommer til de menneskelige ressursene og de oppnår derfor konkurransemessig paritet til sine konkurrenter.

5.3.5 Organisatoriske ressurser

De organisatoriske ressursene dreier seg om interne prosesser, struktur, kultur, renommé og kundelojalitet. De organisatoriske ressursene er ofte unike for hver enkelt bedrift, og vil derfor være vanskelige for andre å imitere (Roos et al., 2010). Nedenfor sees det derfor nærmere på renommé og kundelojalitet både for bankbransjen generelt og HSB spesielt.

I en bransje hvor det er liten grad av differensiering er det viktig å skille seg ut i mengden og kunne tilby kundene noe ekstra. HSB har fokus på å utvise samfunnsansvar i Helgelandregionen. De har siden 2007 delt ut over 100 millioner til samfunnsnyttige formål og i sponsoraktiviteter. Det kan gi kundene en merverdi ved å være kunde hos den eneste lokale sparebanken som bidrar i lokalsamfunnet, kontra en sentralisert bank hvor overskuddet går til et hovedkontor utenfor regionen. Samfunnsansvaret HSB utviser har bidratt til å skape et godt renommé i regionen og deres gode omdømme kan potensielt skape kundelojalitet. Tilsvarende, som nevnt under de fysiske ressursene, kan deres tilstedeværelse i regionen og som muligens eneste bankkontor i visse områder, bidra til økt kundelojalitet.

Det kan diskuteres hvor avgjørende et godt renommé og omdømme er når kundene skal forhandle om vilkår og betingelser. Bankbransjen er transparent og sammenligning av hvor man får de beste betingelser vil for mange være avgjørende når de skal bestemme hvor de skal være bankkunde. Å oppnå et godt renommé og kundelojalitet er ikke noe HSB har monopol på i regionen. Alle de andre bankene som opererer i regionen utøver også sine former for samfunnsansvar, selv om dette ikke skjer i like stor grad lokalt, så legges det ned betydelige ressurser nasjonalt.

HSB oppnår en potensiell kundelojalitet som følge av geografisk beliggenhet, som resulterer i et midlertidig konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter.

5.3.6 Oppsummering VRIO-analyse

Konklusjonene fra analysen er oppsummert i følgende tabell:

Tabell 10 - VRIO - konklusjon

Egenskaper Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke -imiterbar	Organisering	Konkurransefortrinn
Fysiske	X			X	Midlertidig
Finansielle	X			X	Paritet
Menneskelige	X			X	Paritet
Organisatoriske	X			X	Midlertidig

VRIO-en viser at HSB har et midlertidig konkurransefortrinn innenfor sine fysiske og organisatoriske ressurser. Konklusjonen baseres på deres geografiske lokalisering av sine lokalkontorer og den medfølgende kundelojaliteten det skaper. Ressursene som leder til konkurransefortrinnene er imidlertid verken av sjelden eller ikke-imiterbar art. Konkurrenter kan kopiere deres fortrinn ved å etablere seg i de samme områdene og utvise samme grad av samfunnsansvar, og derfor anses disse konkurransefortrinnene som midlertidige. De øvrige ressursene til sparebanken gir konkurransemessig paritet overfor konkurrentene.

5.4 Oppsummering av den interne og eksterne analysen

Når de interne og eksterne faktorene er kartlagt, er det ønskelig å oppsummere disse i en SWOT-modell. SWOT er akronymet for Styrker, Weaknesses (svakheter), Opportunities (muligheter) og Trusler. SWOT-analysen er bindeleddet mellom den eksterne og den interne analysen. Muligheter og trusler relateres til de ytre forhold, mens styrker og svakheter handler om de interne forholdene (Roos et al., 2010). Analysen vil avdekke svakheter og trusler og hvilken fare disse representerer. I tillegg vil analysen gjøre en oppmerksom på de mulighetene som eksisterer, og de interne ressursene bedriften besitter som best kan utnytte disse mulighetene (Miller, 2010). SWOT-analysen oppsummerer og avslutter den strategiske analysen.

5.4.1 Interne styrker og svakheter

Den interne analysen viser tydelig at Helgeland Sparebank har oppnådd en unik posisjon på Helgeland. De er den eneste lokale sparebanken i regionen og de er representert med kontorer i de fleste av kommunene på Helgeland. Sparebanken er også sitt ansvar bevisst, og de gir

årlig store midler som skal bidra til utvikling og vekst på Helgeland. Tilstedeværelse i distriktene, kombinert med samfunnsansvar og lønnsom drift har bidratt til å skape Helgeland Sparebanks gode renommé og omdømme, samt kundelojalitet.

Svakheter ved driften til HSB er at de er en kunnskapsbedrift og den samlede kunnskapen som HSB består av «ies» av de ansatte. Det vil dermed være risiko ved at ansatte slutter eller at de ikke får rekruttert den riktige kompetansen. Andre utfordringer som HSB må forholde seg til er lav grad av differensiering på sine produkter og lave byttekostnader. Det er dermed avgjørende å være konkurransedyktig for å beholde og oppnå nye markedsandeler.

5.4.2 Eksterne muligheter og trusler

Helgelandsregionen kan forvente seg befolkningsvekst i de kommende år. Økt befolkning skaper ringvirkninger i lokalsamfunnene og gir muligheter for en økt kundebase og dermed vekst for HSB. Scheel-utvalget nevnes også, og de potensielle mulighetene forslaget medfører dersom det vedtas. Scheel-utvalgets innstilling til en ny skattereform vil gi næringslivet bedre rammevilkår for å konkurrere mot utlandet, og dermed gjøre det mer attraktivt å drive næring i Norge.

Bankbransjen er en sektor som er strengt regulert og det innføres stadig nye krav og reguleringer som må følges med påfølgende sanksjoner dersom disse ikke etterleves. I analysen er det sett nærmere på innføringen av Basel III-standardene og hvilke konsekvenser dette har medført. Det utelukkes ikke at disse kravene vil skjerpes ytterligere i fremtiden. Lave renter medfører også en trussel for bransjen, ved at det blir mindre populært å foreta innskudd i bankene og kundene benytter seg heller av alternative sparingsformer. Det igjen vil medføre færre kunder og fører til at bankene må bruke pengemarkedet mer aktivt.

Tabell 11 - SWOT – oppsummering

<p style="text-align: center;"><u>Styrker:</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Godt omdømme og renommé• Kundelojalitet• Eneste lokale sparebanken	<p style="text-align: center;"><u>Svakheter:</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Kunnskapsbedrift – sårbar overfor at ansatte slutter• Liten grad av differensiering• Lave byttekostnader
<p style="text-align: center;"><u>Muligheter:</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Befolkningsvekst på Helgeland• Scheel-utvalget – ny skattereform	<p style="text-align: center;"><u>Trusler:</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Skjerpede krav fra regulatoriske myndigheter• Alternative sparingsformer

6.0 Regnskapsanalyse

6.1 Generelt om regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen har til formål å kartlegge den historiske økonomiske utviklingen. Analysen legger til grunn parametere som: likviditet, soliditet og lønnsomhet. Disse nøkkeltallene beregnes ut fra offentlig, tilgjengelige årsrapporter som er publisert av selskapene selv. Årsrapportene har blitt revidert og attestert av revisor før publisering, og anses derfor å ha høy validitet og reliabilitet og benyttes derfor.

I regnskapsanalysen vil et sentralt moment være å sammenligne HSBs økonomiske prestasjoner opp mot sammenlignbare selskapers resultater. Det er ved sammenligning en vil få bedre oversikt over effektiviteten og lønnsomheten til HSB og en vil være i stand til å konkludere om deres resultater og vekst er i samsvar med utviklingen i bransjen. Nærmere omtalelse av de sammenlignbare selskapene skjer under pkt. 6.2.2. De tidligere økonomiske prestasjonene, kombinert med de funnene og konklusjonene som har blitt gjort i den strategiske analysen danner grunnlaget for å estimere den forventede fremtidige utviklingen til HSB.

6.2 Analyseramme

6.2.1 Periode

Det er tatt utgangspunkt i års- og kvartalsrapporter fra tidsperioden 2010 frem til 2014. Ved å inkludere tall fra de siste fem år blir det lettere å se trender og utvikling for HSB, samt bransjen, representert ved de komparative selskapene. Tidsperioden vil også være representativ for økonomien som helhet, ved at den inkluderer opphenting etter finanskrisen, eurokrisen og den nylige inntrufne «oljekrisen», som inntraff sensommeren 2014. Tidsperioden vil dermed inkludere både høy- og lavkonjunkturer. En annen begrunnelse for å ikke gå lengre tilbake i tid, er at regelverket som bankene må forholde seg til er i stadig endring. Ved å ta utgangspunkt i eldre årsrapporter kan en risikere at dataene ikke er direkte sammenlignbare mot dagens data og dermed mister de noe relevans.

6.2.2 Valg av komparative selskap

De sammenlignbare selskapene, også kalt «Peers», er valgt på bakgrunn av størrelse på utlån, forvaltningskapital og prosentandelen tap på utlån. Kriteriene er valgt med bakgrunn i likhetstrekk i drift, størrelse og risikonivå. Geografisk plassering er ikke brukt som et kriterium fordi bankene som har tilhold i Helgelandsregionen ikke er sammenlignbare på bakgrunn av de valgte kriteriene. En mulighet kunne vært å benytte et bransjesnitt, men

bransjen domineres av noen få store banker og et stort utvalg av små sparebanker (sparebankforeningen.no). Det vil dermed ikke være hensiktsmessig å benytte et slikt gjennomsnitt av bransjen. De valgte sammenlignbare selskapene er alle børsnoterte på Oslo Børs i likhet med Helgeland Sparebank. Det er videre valgt å bruke regnskapsdataene fra morbankene og ikke konsernregnskapet, siden bankenes egenkapitalbevis kun representerer eierskap til morbanken. Tabell 12 presenterer de komparative selskapene med de nøkkeltallene som danner grunnlaget sammenligningen. I tillegg er de samme nøkkeltallene for HSB presentert, slik at leseren får dannet en egen oppfatning om hvor komparative de andre selskapene er. Selskapene vil i de kommende modellene omtales ved bruk av «Ticker-navn».

Tabell 12 - Komparative banker for HSB

Komparative selskap (tall fra 2014)				
Selskap	Ticker	Utlån	% tap på utlån	Forvaltningskapital
SpareBank 1 Buskerud- Vestfold	SBVG	18210,4	0,39 %	22735,32
SpareBank 1 Østfold Akershus	SOAG	15594,3	0,26 %	17836,77
Sandnes Sparebank	SADG	17322,3	0,27 %	23667,0
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	RING	16882,0	0,002 %	19044,02
Helgeland Sparebank	HELG	17934,8	0,27 %	22863,8

6.2.3 Presentasjon av regnskapsdata

Nedenfor vil resultatet og balansen til Helgeland Sparebank, gjennom de siste fem årene, bli presentert. Resultatet og balansen inkluderes slik at leseren skal få et innblikk i datamaterialet som danner grunnlaget for det videre arbeidet i analysen. Av plasshensyn og lesbarhet er visse forenklinger og omgrupperinger av resultat og balanse gjennomført. Forenklingene er gjennomført for å gjøre dataene mer oversiktlig, og i denne prosessen har enkelte poster blitt slått sammen. Det er dog ikke fjernet noen tall fra de opprinnelige regnskapene. De forenklinger som har blitt gjennomført forklares nærmere under henholdsvis resultatet og balansen. Det er valgt å ikke normalisere de historiske regnskapstallene til HSB da det kan gi

et urealistisk bilde av faktisk likviditet, soliditet og lønnsomhet. Ved å normalisere regnskapet risikerer en å havne i en fallgrube, ved at en har malt et glansbilde av selskapet. I kapittel 8, estimering, er det likevel valgt å normalisere enkelte poster i fremtidsregnskapet, da disse vanskelig lar seg forklare av noen underliggende faktorer. Det er også valgt å se bort fra proformaregnskap, da det ikke viser den faktiske finansielle situasjonen til selskapet, siden en da ekskluderer og justerer regnskapstallene til hva som ville vært normal drift i selskapet.

Resultat

Tabell 13 - Resultatoversikt for HSB i perioden 2010-2014

Resultat	2010	2011	2012	2013	2014
Renteinntekter	748	831	876	911	930
Rentekostnader	455	532	571	554	549
Netto renteinntekter	293	299	305	357	381
Provisjonsinntekter	79	72	81	87	92
Provisjonskostnader	12	12	9	10	10
Netto provisjonsinntekter	67	60	72	77	82
Andre driftsinntekter	1	3	3	3	13
Sum inntekter	361	362	380	437	476
Utbytte/Innskudd andre selskap	7	11	13	37	68
Gevinst/Tap på finansielle instrumenter	21	-6	-7	0	0
Andre driftskostnader	-211	-209	-215	-217	-252
Engangskostnader	30	0	0	0	0
Sum kostnader	-153	-204	-209	-180	-184
Driftsresultat før tap på utlån	208	158	171	257	292
Tap på utlån	-23	-27	-27	-28	-44
Resultat før skatt	185	131	144	229	248
Skatt	-46	-37	-41	-54	-52
Årsresultat	139	94	103	175	196

Bankens hovedinntekter kommer fra rente- og provisjonsinntekter. Disse nettoinntektene i tillegg til andre driftsinntekter er valgt summert som «sum inntekter». Sum inntekter kan sees på som driftsresultatet til banken. Negative tall representerer kostnader. «Utbytte/innskudd» er både en inntektspost og en kostnadspost, dette kommer av at utbytte fra tilknyttede selskap og datterselskap blir inntektsført mens innskudd til, blir regnskapsført som kostnad. Den samme tankegangen gjelder for «tap/gevinst» på finansielle instrumenter. Andre driftskostnader representerer personalkostnader og andre kostnader, og sees på som kostnader

som er indirekte knyttet til driften i selskapet. «Engangskostnader» er ekstraordinære poster som også holdes utenfor driften i selskapet.

Balanse

Tabell 14 - Balanseoversikt for HSB i perioden 2010-2014

Balansen	2010	2011	2012	2013	2014
Utlån til kredittinstitusjoner	635	742	985	1273	1358
Utlån til PM	7634	7833	7705	8850	9815
Utlån til BM	5930	6554	7042	7013	6761
Sum utlån	14199	15129	15732	17136	17935
Finansielle derivater	145	179	261	213	161
Investeringer i tilknyttede selskap	156	163	163	164	181
Investeringer i datterselskap	204	246	347	346	348
Sum finansielle eiendeler	505	588	771	723	690
Sertifk. Obligasj. og aksjer for salg	3654	4655	4753	4851	4003
Utsatt skattefordel	40	49	66	53	51
Varige driftsmidler	86	70	90	71	76
Andre eiendeler	69	20	13	53	6
Kontanter og fordringer(NB)	273	118	92	98	103
Sum andre eiendeler	4122	4912	5014	5126	4239
Sum eiendeler	18826	20629	21517	22985	22864
Gjeld til kredittinstitusjoner	1237	1237	830	647	0
Innskudd fra kunder	10075	10655	11511	13248	13971
Gjeld v/utstedelse av verdipapir	5675	6843	6958	6361	6015
Finansielle derivater	18	25	45	41	60
Andre forpliktelser	179	200	192	235	237
Ansvarlig lånekapital	0	0	219	519	519
Sum gjeld	17184	18960	19755	21051	20802
Egenkapitalbeviskapital	935	935	935	187	187
Overkursfond	97	97	97	845	845
Egne egenkapitalbevis	-1	-1	-1	-1	-4
Innskutt egenkapital	1031	1031	1031	1031	1028
Grunnfond	352	364	382	415	438
Fond for urealisert gevinster	96	95	134	162	183
Gavefond	23	21	22	23	28
Gavefond stiftelse	10	5	0	0	0
Utjevningsfond	82	117	169	269	338
Utbytte avsatt til utdeling	51	36	24	34	47
Annen egenkapital	0	0	0	0	0
Opptjent egenkapital	614	638	731	903	1034
Sum egenkapital	1645	1669	1762	1934	2062
Sum gjeld og egenkapital	18829	20629	21517	22985	22864

Eiendelene er delt opp i tre kategorier: utlån, finansielle eiendeler og andre eiendeler. I årsrapportene består utlån opprinnelig av utlån til kredittinstitusjoner og utlån til kunder. Her er det tatt utgangspunkt i notene og utlån kunder er inndelt i henholdsvis personmarkedet og bedriftsmarkedet. Finansielle eiendeler er holdt uendret. Alle andre eiendeler, inkludert fordringer til Norges Bank, er plassert under «andre eiendeler». I gjelds og egenkapitalpostene er det ikke foretatt noen endringer eller sammenslåinger av poster i forhold til hva som er rapportert av HSB.

6.3 Analyse av nøkkel- og forholdstall

Nedenfor presenteres ulike nøkkel- og forholdstall for mål på likviditet, soliditet og lønnsomhet. Tallene vil kunne gi en relativ forståelse av hvor likvid banken har vært, samt hvor kapitalsterk og lønnsomt selskapet har blitt drevet sammenlignet med sine komparative banker. Analysen tar også for seg trender og utvikling i den samme tidsperioden. Forholdstallene struktureres i ulike grafer og tabeller, alt etter hva som er mest hensiktsmessig. I enkelte grafer er det valgt å presentere de komparative selskapene i form av max og min, dvs. de to selskapene som skiller seg mest ut i positiv og negativ retning. I disse grafene presenteres også HSB, samt et gjennomsnitt av forholdstallene til de komparative bankene.

6.3.1 Likviditet

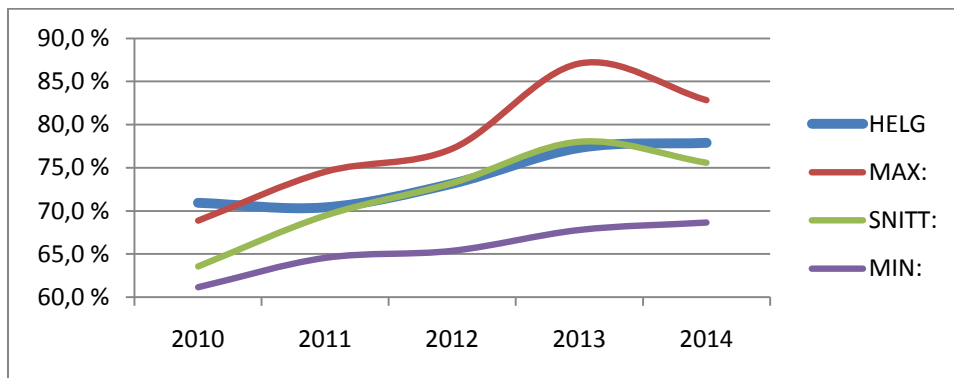
Likviditet omhandler bedriftens betalingssituasjon. Enhver bedrift må ha tilstrekkelig med kapital for å kunne betale sine forpliktelser ved forfall, for å kunne overleve. Likviditeten viser dermed bedriftens betalingsevne (Kristoffersen, 2012). I bankbransjen, hvor hele forretningsmodellen er basert på mottak og distribusjon av penger, er det helt avgjørende å ha kontroll på likviditeten. Problemet bransjen møter er kundenes forventninger om å ha full tilgang til sine penger, samtidig som de samme kundene ønsker langsiktige lån. En slik situasjon er, normalt sett en utfordring og kan skape en likviditetskrise. Bankene møter denne utfordringen gjennom å oppfylle regulatoriske krav til likviditet, som samtidig skaper tillit til banksystemet. Denne tilliten er helt essensiell for bransjen for å kunne opprettholde likviditet, ved at kundene har tiltro til at innskuddene er likvide og tilgjengelige og dermed lar pengene sine stå i banken (Dahl et al., 1997). Tilliten opprettholdes også ved at bransjen preges av få konkurser, samt at bankene er medlemmer i bankenes sikringsfond, som garanterer for kundenes bankinnskudd med opptil to millioner per kunde (bankenessikringsfond.no). Videre er det valgt å se nærmere på følgende likviditetsmål: Innskuddsdekning, vekst i netto utlån og likviditetsindikator 1.

Innskuddsdekning

$$\text{Innskuddsdekning} = \frac{\text{Innskudd fra kunder}}{\text{Netto utlån}}$$

Formel 18 - Innskuddsdekning

Innskuddsdekning er et forholdstall mellom bankens totale innskudd fra kunder og netto utlån. Forholdstallet beregnes ut fra formel 18 ovenfor og beskriver hvor mye av bankens utlån som finansieres av kundeinnskudd. Den delen som ikke finansieres av kundene må hentes inn via andre finansieringsformer. I bransjen er det ønskelig med et høyest mulig forholdstall for å gjøre seg mindre avhengig av andre finansieringsformer, og den risikoen og kostnaden som det medfører.



Figur 9 – Utvikling i innskuddsdekning

Figur 9 viser at HSB historisk sett ligger omtrent ved gjennomsnittet sammenliknet med sine komparative selskap. Figuren viser også at trenden er en positiv utvikling med stadig høyere andel innskudd i forhold til utlån. Innskuddsdekningen for HSB har siden 2010 vokst fra 71 % til dagens innskuddsdekning på 77,9 %. Anbefalt normtall for bankbransjen ligger i intervallet 70 % til 110 % (Dahl et al., 1997). HSB ligger dermed innenfor det anbefalte intervallet, dog i nedre enden. HSB har i sine fremtidsprognoser uttalt bekymring rundt det lave rentenivået, og den medfølgende påvirkningen det kan innebære for innskuddsdekningen som følge av at alternative sparingsformer blir mer populære. De frykter for negativ utvikling i innskuddsdekningen, og har, nettopp derfor, vekst i innskuddsdekningen som et av sine prioriteringsområder for fremtiden (hsb.no).

Vekst i netto utlån

$$\Delta \text{ utlån} = \frac{\text{Netto utlån}_{t=2}}{\text{Netto utlån}_{t=1}} - 1$$

Formel 19 - Endring i netto utlån

Vekst i netto utlån beregnes ut fra formel 19 og er et sentralt mål å evaluere i en likviditetsanalyse. Veksten burde ikke være for høy, men heller ikke for lav, eller enda verre, negativ. En for høy vekst vil kunne utløse en likviditetsklemme og resultere i et banken ikke har nok kapital til utlån. I motsatt tilfelle vil en lav eller negativ vekst medføre tap av inntekter, som igjen er negativt for likviditeten.

Tabell 15 - Vekst i netto utlån

	2011	2012	2013	2014
HELG	6.5 %	4.0 %	8.9 %	4.7 %
SBVG	1.4 %	2.4 %	-6.2 %	11.2 %
SOAG	28.7 %	-3.1 %	4.3 %	2.8 %
SADG	-9.1 %	-0.7 %	-0.3 %	2.5 %
RING	4.1 %	4.7 %	5.2 %	7.8 %
MAX:	28.7 %	4.7 %	5.2 %	11.2 %
SNITT:	6.3 %	0.8 %	0.7 %	6.1 %
MIN:	-9.1 %	-3.1 %	-6.2 %	2.5 %

Tabell 15 viser HSBs utvikling sammenliknet med de komparative bankene. For HSBs del ser en at veksten har ligget i intervallet 4-9 % i de siste fire årene, og at de i 2013 opplevde nesten 9 % vekst i sine utlån. De historiske tallene viser også at HSB har hatt en høyere vekst enn de komparative selskapenes, hvis man ser bort fra 2014. Av tabell 15 ser en også at utlånsveksten i HSB er mindre volatil enn hva de komparative selskapene har opplevd i samme periode. Det er f. eks bare Sparebank 1 Ringerike-Hadeland, i tillegg til HSB som har opplevd vekst i netto utlån hvert år de siste fem årene.

Likviditetsindikator 1

$$\text{Likviditetsindikator 1} = \frac{(\text{Finansiering m/gjenstående løpetid} > 1 \text{ år})}{\text{Illikvide eiendeler}}$$

Formel 20 - Likviditetsindikator 1

Likviditetsindikator 1 er et forholdstall som forklarer hvor stor andel av bankens illikvide eiendeler som er finansiert med langsiktig gjeld. Med andre ord vil det si hvor stor andel av bankens lite likvide eiendeler som er langsiktig finansiert (finanstilsynet.no). Dette blir brukt

som et mål på bankens likviditetsrisiko. I kategorien finansiering med gjenstående løpetid over 1 år inngår: kundeinnskudd, obligasjonslån, gjeld til kredittinstitusjoner, samt innskutt og opptjent egenkapital. De illikvide eiendelene omfatter i hovedsak brutto utlån, øvrige fordringer og anleggsmidler, og er eiendeler som ikke kan omgjøres til likvider på kort sikt (finanstilsynet.no).

Tabell 16 – Utvikling i likviditetsindikator 1

	2010	2011	2012	2013	2014
HELG	129 %	134 %	134 %	131 %	125 %
MAX:	127 %	131 %	133 %	129 %	120 %
SNITT:	117 %	119 %	120 %	120 %	115 %
MIN:	109 %	109 %	110 %	110 %	109 %

Tabell 16 viser HSBs likviditetsindikator 1 og gjennomsnittet for de komparative bankene. Et høyere tall indikerer lavere risiko. Likviditetsindikator 1 er et viktig mål på likviditeten for HSB og er et likviditetsmål som styret jobber aktivt for å holde på et visst nivå.

Finanstilsynets anbefaling til likviditetsindikator 1 er et forholdstall lik eller over 105 % (finanstilsynet.no). I de nye Basel-direktivene ligger det et forslag om å innføre et minimumskrav til likviditetsindikator 1 på 110 %, dette er imidlertid fortsatt på høringsstadiet og dermed ikke vedtatt (norges-bank.no). Tabell 16 viser at HSB har gode marginer på likviditetsindikator 1, og ligger langt over anbefalt nivå, samt at de er betydelig over gjennomsnittet til de komparative bankene.

Oppsummering av likviditeten

Likviditetsanalysen viser at HSB har hatt vekst hvert år i netto utlån gjennom perioden 2010 – 2014. I samme periode har også innskuddsdekningen økt, noe som innebærer at innskudd har økt mer enn utlån, noe som har påvirket likviditeten i positiv retning. HSB har ikke måttet ty til pengemarkedet for å finansiere den økte utlånsveksten. Likviditetsindikator 1 avslører også at HSB har god kontroll på likviditeten, og dersom de nye Basel-kravene skulle bli vedtatt vil de allerede ha oppfylt disse. Det kan dermed konkluderes med at den økte veksten til HSB ikke har gått på bekostning av likviditeten, og de er ikke i faresonen for å ikke kunne møte sine forpliktelser på kort sikt.

6.3.2 Soliditet

Soliditet handler om en bedrifts evne til å tåle tap. Soliditet uttrykkes ofte gjennom ulike mål på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen (Kristoffersen, 2012). Soliditet er et viktig mål på

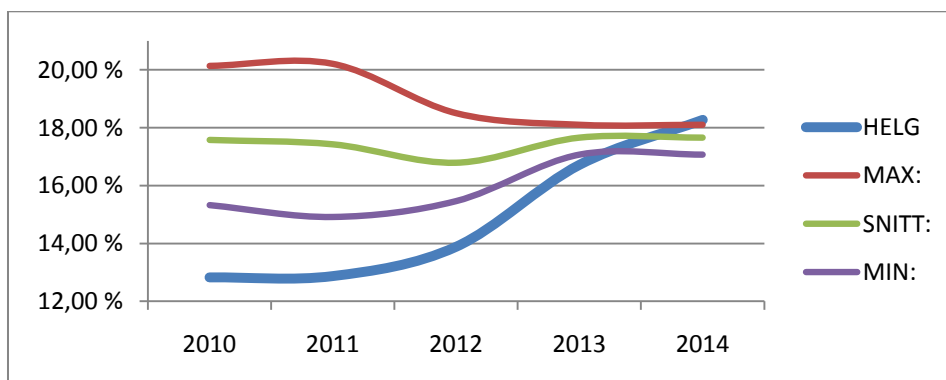
hvor robuste bankene er, og kan si noe om hvordan de vil klare seg ved konjunktursvingninger. De regulatoriske myndighetene stiller strenge krav til bankenes soliditet og disse har blitt ytterligere skjerpet i senere tid gjennom innføringen av Basel III-standardene. For bankene er det viktig å ha god soliditet, både for å oppfylle myndighetenes krav, men også for å få gode soliditetsmål fra eksterne kredittgivere, for dermed å kunne oppnå gunstige betingelser i pengemarkedet. I denne delen av analysen sees det nærmere på følgende mål for å vurdere soliditeten til HSB: kapitaldekning og kjernekapitaldekning. I tillegg vurderes kredittkvaliteten hvor følgende nøkkeltall vurderes: bankens utlånsportefølje, tap på utlån, tapsavsetning, utlånsrisiko, intern kredittkvalitet og ekstern kredittkvalitet.

Kapitaldekning

$$\text{Kapitaldekning} = \frac{(\text{Kjernekapital} + \text{Tilleggs kapital})}{\text{Vektet beregningsgrunnlag}}$$

Formel 21 - Kapitaldekning

Kapitaldekningskravet er et minimumskrav som bankene må oppfylle. Kravet var lenge på 8 % men har blitt hevet gjennom innføringen av Basel III. Det nye kravet er 13,5 % og skal ytterligere heves til 16 % innen utgangen av 2016 (kpmg.no). Formel 21 viser hvordan man regner ut kapitaldekningskravet. Kjernekapitalen består i hovedsak av innskutt og opptjent egenkapital. Tilleggs kapitalen inkluderer den ansvarlige lånekapitalen, urealiserte verdiendringer, samt eierandeler i finansinstitusjoner. Kjernekapital og tilleggs kapital utgjør sammen den ansvarlige kapitalen. I det risikovektede beregningsgrunnlaget inngår en vektet vurdering av risikoen tilknyttet bankens utlån og eiendeler.



Figur 10 – Utvikling i kapitaldekning

Figur 10 viser at HSB har hatt en relativ lav kapitaldekningsgrad de siste fem årene. De har imidlertid økt kapitaldekningen vesentlig de siste årene, og ligger nå over gjennomsnittet

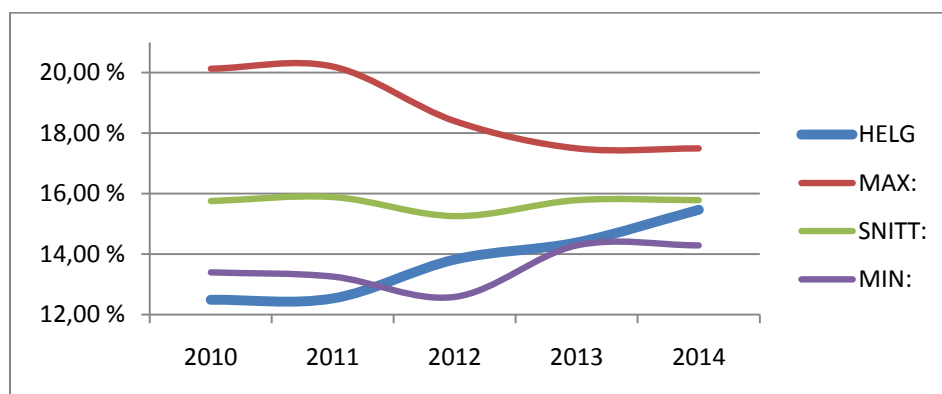
blant de komparative bankene. I 2014 hadde HSB en kapitaldekning på 18.26 % mens gjennomsnittet ligger på rundt 17.66 %. De innfrir dermed sine egne krav, satt av styret i HSB, hvor de har satt seg som mål å ligge opp mot 18 % kapitaldekning (Årsrapport-2013). De innfrir også Basel-kravene, både dagens krav, og de kommende kravene. Figur 10 viser også at det tidligere har vært store svingninger på nivået i kapitaldekningen, men fra 2013 har de fleste bankene samlet seg rundt intervallet 17-18 %. De vil alle dermed innfri kapitaldekningskravene.

Kjernekapitaldekning

$$\text{Kjernekapitaldekning} = \frac{\text{Kjernekapital}}{\text{Vektet beregningsgrunnlag}}$$

Formel 22 - Kjernekapitaldekning

Kjernekapitaldekning viser hvor stor andelen «ren» egenkapital er i forhold til de risikovektede eiendelene. Forskjellen mellom kapitaldekning og kjernekapitaldekning, er at kapitaldekning også tar med tilleggs kapital i teller. Tilleggs kapital består i hovedsak av ansvarlig lånekapital, som er lånekapital som betraktes som både gjeld og egenkapital, såkalt hybridkapital. Kjernekapitaldekning viser dermed hvilken grad av dekning banken har på sine eiendeler, sett bort i fra den ansvarlige lånekapitalen. De nye Basel-kravene setter også høyere krav til kjernekapitaldekningen enn tidligere, og det nye minimumskravet er nå på 10 % (kpmg.no).



Figur 11 – Utvikling i kjernekapitaldekning

Figur 11 viser at også spredningen i kjernekapitaldekning har vært stor i tidligere år. Samme figur viser samtidig at HSB har hatt, og har en kjernekapitaldekningsgrad som ligger omtrent rundt gjennomsnittet. Alle bankene ligger innenfor det fastsatte minimumskravet på 10 %.

Figur 11 viser også at HSB har hatt en oppbygging av kjernekapitalen i løpet av de siste fem

årene. Forskjellen mellom kapitaldekningen og kjernekapitaldekningen kommer av HSBs opptak av ansvarlig lån på 300 millioner i 2013.

Kredittkvalitet

Denne delen av regnskapsanalysen er ment å belyse Helgeland Sparebanks kredittkvalitet.

Kredittkvalitet handler om bankens utlånsportefølje og hvordan denne er satt sammen.

Utlånsporteføljen bør ha en sammensetning som sikrer høyest mulig kredittkvalitet. En høy kredittkvalitet oppnås gjennom en fornuftig og edruelig utlånspraksis. Kvaliteten på utlånspraksisen avsløres gjennom en analyse av faktiske tap og avsetning til tap. Det er derfor naturlig å starte med en gjennomgang av utlånsporteføljen til HSB for å gi en oversikt over fordelingen av utlån til de ulike forretningsområdene.

Bankens utlånsportefølje

Tabell 17 - Fordeling av segmenter i utlånsporteføljen til HSB fra 2010 til 2014

	2010		2011		2012		2013		2014	
	Beløp	(%)	Beløp	(%)	Beløp	(%)	Beløp	(%)	Beløp	(%)
Personmarked	7696	56.7 %	7887	54.8 %	7750	52.6 %	8910	56.2 %	9860	59.5 %
Eiendomsdrift	2146	35.9 %	2291	34.7 %	2471	34.9 %	2628	37.2 %	2769	40.7 %
Jord- og skogbruk	1084	18.1 %	1163	17.6 %	1278	18.0 %	1329	18.8 %	1313	19.3 %
Bygg, anlegg og kraft	757	12.7 %	809	12.3 %	795	11.2 %	852	12.1 %	792	11.6 %
Transport og tjenesteytende næring	673	11.3 %	690	10.5 %	621	8.8 %	599	8.5 %	618	9.1 %
Fiske- og havbruk	568	9.5 %	801	12.1 %	900	12.7 %	645	9.1 %	642	9.4 %
Industri og bergverk	444	7.4 %	515	7.8 %	613	8.7 %	595	8.4 %	353	5.2 %
Handel, hotell og restaurant	295	4.9 %	312	4.7 %	366	5.2 %	376	5.3 %	314	4.6 %
Kommuner og kommuneforetak	1	0.0 %	1	0.0 %	0	0.0 %	1	0.0 %	1	0.0 %
Forsikring og finansforetak	11	0.2 %	18	0.3 %	39	0.6 %	35	0.5 %	7	0.1 %
Bedriftsmarkedet	5979	44.1 %	6600	45.9 %	7083	48.0 %	7060	44.5 %	6809	41.1 %
Nedskrivninger	111	0.8 %	100	0.7 %	86	0.6 %	107	0.7 %	92	0.6 %
Sum netto utlån	13564		14387		14747		15863		16577	

De historiske tallene til utlånsporteføljen er presentert i tabell 17, for å bedre illustrere utviklingen innenfor de ulike segmentene. Tabell 17 viser at HSB har hatt en stabil andel utlån til personmarkedet de siste fem årene, og at denne andelen har utgjort 50-60 % av den totale utlånsporteføljen. Personmarkedet var på et historisk høyt nivå i 2014, og utgjorde alene nesten 60 % av det totale utlånsvolumet. Majoriteten av utlånene i personmarkedet går til bolig- og eiendomsformål. På bedriftsmarkedet har segmentene «eiendomsdrift», «jord- og skogbruk» og «bygg, anlegg og kraft» vært de største postene i HSBs utlånsportefølje. Disse

segmentene har tradisjonelt sett vært de mest stabile i utlånsporteføljen, og omtales av HSB som lavrisikosegment (Årsrapport-2013). I siste årsperiode er «industri og bergverk» og «forsikring og finansforetak» segmentene som har blitt kraftigst redusert. Industri og bergverk har falt med 242 mill, mens forsikring og finansforetak segmentet har gått fra 35 mill til 7 mill i perioden 2013-2014.

Gjennomgangen av utlånsporteføljen viser at sparebanken har en forholdsvis høy konsentrasjonsrisiko. Det er få segmenter som står for en stor andel av utlånene, noe som kan gjøre HSB sårbar ved konjunktursvingninger. Innenfor personmarkedet er i tillegg utlånene i stor grad knyttet opp mot eiendom- og boligformål, noe som fører til at dette segmentet vil være sårbart overfor utviklingen i boligmarkedet. Dersom utlånsporteføljen hadde vært preget av en større grad av diversifisering blant segmentene så ville også konsentrasjonsrisikoen vært lavere. Finansdirektøren i HSB hevder likevel at konsentrasjonsrisikoen ikke er så høy som den fremstår. De hevder at ved å være tett på sine kunder og med god kjennskap til markedet, så vil de være i stand til å gi en god risikovurdering, som resulterer i lavere risiko for utlånsporteføljen.

Tap på utlån

$$\text{Tap på netto utlån} = \frac{\text{Resultatført tap på utlån}}{\text{Netto utlån}}$$

Formel 23 - Tap på netto utlån

Tabell 18 – Utvikling i tap på utlån i forhold til netto utlån

Tap på utlån i % av netto utlån	2010	2011	2012	2013	2014
Helgeland Sparebank	0.16 %	0.18 %	0.17 %	0.16 %	0.25 %
SpareBank 1 Buskerud-Vestfold	0.07 %	0.19 %	0.04 %	0.02 %	0.39 %
SpareBank 1 Østfold Akershus	0.31 %	0.20 %	0.22 %	0.34 %	0.26 %
Sandnes Sparebank	0.90 %	0.02 %	0.03 %	0.16 %	0.27 %
SpareBank 1 Ringerike Hadeland	0.11 %	0.07 %	0.08 %	0.11 %	0.00 %
<i>SNITT:</i>	<i>0.35 %</i>	<i>0.12 %</i>	<i>0.09 %</i>	<i>0.16 %</i>	<i>0.23 %</i>

Tabell 18 viser at for de to siste årene ligger HSB svært nært gjennomsnittet. Dahl et al. (1997) anslår et tapsnivå blant forretningsbankene på 0,5 % og et noe lavere tapsnivå for sparebankene. Hvis denne anbefalingen legges til grunn, ligger HSB innenfor det anbefalte nivået. HSB har nøye kontroll på sin kredittrisiko både på person- og bedriftsmarkedet. I bedriftsmarkedet opererer de med begrensninger på bankens eksponering innenfor bransjer og geografisk område, i tillegg til nøye oppfølging og overvåking. Økning i tap på utlån for

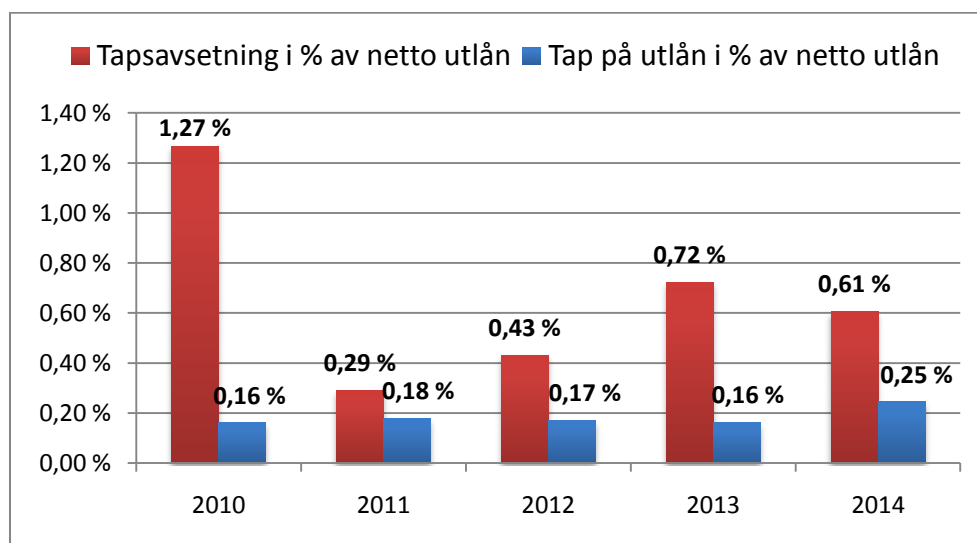
HSB i 2014 skyldes nedskrivning av et engasjement på Træna på 13 millioner som ble nedskrevet for å sikre utviklingen av lokalsamfunnet (an.no). Utlån til personmarkedet består for det meste av sikrede boliglån og som tidligere nevnt så klassifiserer banken disse utlånene innenfor kategorien lavrisiko.

Tapsavsetning

$$\text{Tapsavsetning} = \frac{(\text{Brutto mislighold} - \text{Nett mislighold})}{\text{Netto utlån}}$$

Formel 24 - Tapsavsetning

Tapsavsetning sees i forhold til størrelsen på netto utlån, og viser hvor mye banken setter av i forventning til tap på sine utlån. Tapsavsetning kan også tolkes som nedskrivning av utlån. Tapsavsetningen bør sees i sammenheng med resultatført tap på utlån og utlånsrisiko. Nivået på tapsavsetningen bør være nærmest mulig det resultatførte tapet på utlån, siden det indikerer at banken har kontroll på risikoen på sine utlån. Nøkkeltallene til HSB presenteres i figur 12 nedenfor, før tapsavsetningsnivået til HSB og komparative bankene presenteres.



Figur 12 – Utvikling i tapsavsetning og tap på utlån for HSB

Figur 12 viser forholdet mellom tapsavsetningen til HSB og faktiske tap på utlån i samme periode. Figuren ovenfor viser at det avsatte nivået har vært betydelig over de faktiske tapene i hele analyseperioden, og hvor 2010-tallene viser et veldig stort misforhold mellom forventede og faktiske tall. Figuren kan indikere at HSB har skjulte reserver i sin balanse, ved at de har bygd opp såkalt bufferkapital. Dahl et al. (1997) påpeker at forskjellig regnskapsmessig skjønn bidrar til at bankene kan bygge opp skjult egenkapital.

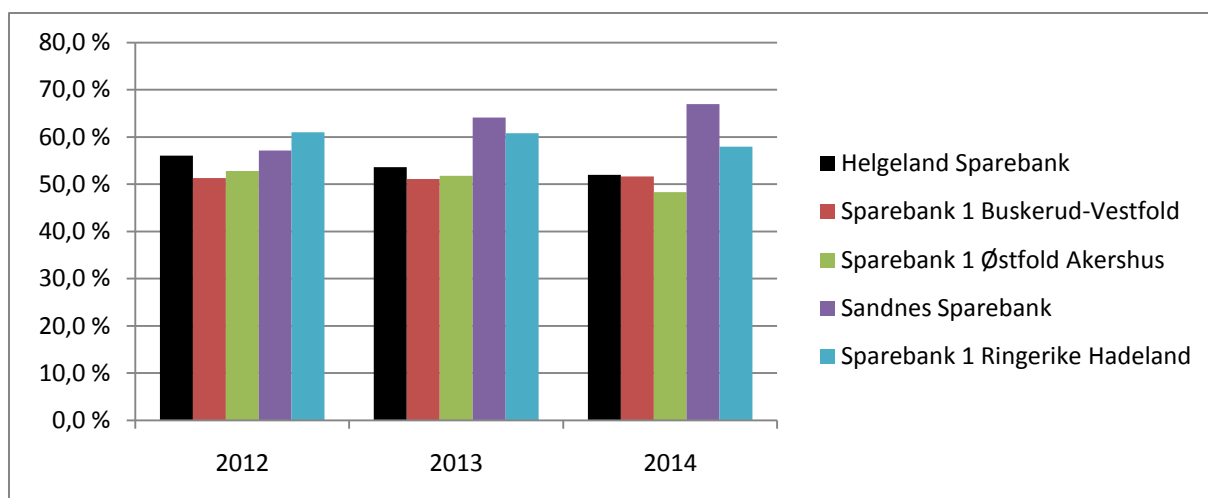
Tabell 19 - Tapsavsetning i % av netto utlån

Tapsavsetning i % av netto utlån	2010	2011	2012	2013	2014
Helgeland Sparebank	1.32 %	0.30 %	0.46 %	0.78 %	0.66 %
SpareBank 1 Buskerud-Vestfold	0.26 %	0.33 %	0.24 %	0.29 %	0.16 %
SpareBank 1 Østfold Akershus	0.08 %	0.26 %	0.55 %	0.16 %	0.18 %
Sandnes Sparebank	1.46 %	1.84 %	1.46 %	0.80 %	0.96 %
SpareBank 1 Ringerike Hadeland	0.09 %	0.14 %	0.16 %	0.06 %	0.05 %
<i>SNITT:</i>	<i>0.47 %</i>	<i>0.65 %</i>	<i>0.60 %</i>	<i>0.33 %</i>	<i>0.34 %</i>

Tabell 19 viser tapsavsetningen til HSB, sammenlignet med tapsavsetningen til de komparative bankene i samme periode. HSB ligger jevnt over ganske langt fra gjennomsnittet, og spesielt i de siste to årene har tapsavsetningen vært betydelig høyere enn hos de andre bankene. De faktiske tapene som ble presentert i «Tap på utlån» over viser at HSB ikke har opplevd unormalt høye tap i analyseperioden, og det er derfor ingen grunn til at tapsavsetningsnivået skal være så markant forskjellig fra de komparative bankene. Bankene bør etterstrebe en mest mulig korrekt avsetning til tap, slik at regnskapet i størst mulig grad reflekterer dagens økonomiske situasjon.

Utlånsrisiko

Utlånsrisiko definerer hvor mye av forvaltningskapitalen som bærer kredittrisiko. Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at kunder eller motparter ikke har evne eller vilje til å oppfylle sine forpliktelser. Den delen av forvaltningskapitalen som ikke bærer kredittrisiko er visse eiendeler som finansielle eiendeler, og andre eiendeler som varige driftsmidler og utsatt skattefordel. Disse eiendelene inngår i forvaltningskapitalen, samt de bærer risiko, men de bærer ikke kredittrisiko. Baselregelverket tilrettelegger for at bankene kan bruke sine egne beregninger for risikoparametere, som de så kan benytte i sine kalkulasjoner av sin totale kredittrisiko. Beregningsgrunnlaget for kredittrisiko er estimert som en risikovektet balanse basert på Basel II og III, som er fastsatt og kontrollert av Finanstilsynet (lovdata.no). HSB har siden 2009 benyttet et klassifiseringssystem for hele sin kundemasse, både på utlån til person- og bedriftsmarkedet. For bedriftskundene beregner systemet en misligholdssannsynlighet basert på parametere som bransje, betalingsanmerkninger og revisjonsanmerkninger. For personkundene beregnes misligholdssannsynligheten basert på purringer, overtrekk m.v. Systemet gir kundene en poengsum, der A er lavest risiko og K er høyest risiko.



Figur 13 - Beregningsgrunnlag for kredittrisiko i forhold til forvaltningskapital blant bankene

Figur 13 viser at HSBs kredittrisiko ligger omtrent på gjennomsnittet blant komparative bankene, med en risikovektet balanse på litt i overkant av 50 % av forvaltningskapitalen. Sett opp mot HSBs tapsavsetning er bankens risikovekting av balansen fornuftig sammenlignet med de komparative selskapenes vekting og tapsavsetning. Figur 13 viser også at HSB har redusert risikoen i sin utlånsportefølje i tidsrommet 2012 – 2014. Utlånsporteføljen har dermed blitt mindre risikoutsatt og dette bidrar til økt soliditet for HSB.

Intern kredittkvalitet

For å evaluere bankens utlånsportefølje og hva banken kan forvente i fremtidige tap, kan bankens risikoklassifisering analyseres. Risikoklassifiseringen skjer ut fra bankens subjektive vurdering av utlånsporteføljen. Risikoklassifiseringen er hentet fra årsrapportene for de aktuelle årene.

Tabell 20 - Risikoklassifisering av utlånsporteføljen til HSB

	2010	2011	2012	2013	2014
Lav risiko	65 %	66 %	60 %	62 %	65 %
Middels risiko	20 %	20 %	22 %	24 %	21 %
Høy risiko	10 %	8 %	9 %	10 %	11 %
Mislighold	2 %	2 %	4 %	1 %	1 %
Ikke klassifisert	3 %	4 %	5 %	3 %	4 %

86 % av utlånsporteføljen til HSB er, ifølge dem selv, i gruppen lav til middels risiko. Tabell 20 viser at utviklingen til HSB har vært relativt stabil gjennom hele analyseperioden. 2014-tallene viser en utvikling mot hvor stadig en større andel av utlånsporteføljen nå inngår i «lav risiko» segmentet. Økning i gruppene «høyrisiko» og «mislighold» vil kunne medføre store tap på utlån i fremtiden. Motsatt vil en økning i kategoriene «lav risiko» og «middels risiko»

kunne gi lavere tap i fremtiden. For internt bruk vil denne klassifiseringen av utlånsporteføljen være et viktig bidrag i arbeidet med å estimere den korrekte tapsavsetningen.

Ekstern kredittvurdering

Ratingbyrået Moody's har gjennomført en kredittvurdering av Helgeland Sparebank og nyeste versjon ble gjennomført i 29.10.2014. Byrået evaluerer HSB som en sterk og lokal virksomhet, med en solid kapitalposisjon og lav andel av problemlån. Rapporten påpeker HSB begrensede geografiske rekkevidde og konsentrerte utlånsportefølje. De mener også at HSB er sterkt avhengig av markedsfinansiering og har noe lav, men økende lønnsomhet. Nedenfor presenteres et kortfattet sammendrag av rapporten fra Moody's (01.03.2015):

- Solid virksomhet i den sørlige delen av Nordland, men med konsentrerte operasjoner som gjør banken sårbar for lokale økonomiske sjokk.
- God innskuddsbase, men sterkt avhengig av markedsfinansiering.
- Mulig nedsiderisiko fra eksponering i sektorer som er volatile og har høye kredittkonsentrasjoner.
- Kapitaltilgangen er på linje med de komparative selskapene og tiltak for å øke kapitalnivået er positivt.
- Lønnsomhetsmålene er relativt svake selv om privatmarkedets operasjoner hjelper på stabiliteten.

Rapporten viser at ratingbyrået generelt er positive til banken og hvordan de driver. De har konkludert med å rangere banken med Baa2, i et rankesystem hvor AAA er høyest. Hovedårsaken til at banken ikke rangeres høyere er at banken er begrenset til Helgeland, og dermed vil være svært utsatt ved eventuelle tilbakeslag i økonomien, som rammer Helgeland spesielt hardt. De uttrykker også sin bekymring for at Norge som helhet er rammet av en boligboble. De frykter for at bankene vil oppleve tap på sine utlån som følge av et krakk i boligmarkedet. Hovedtrekkene i rapporten er at det er de eksterne faktorene som setter begrensninger for HSB, og ikke hvordan banken selv drives. Samlet sett indikerer kredittvurderingen fra Moodys at HSB er en bank med god soliditet.

Oppsummering av soliditeten

Soliditetsanalysen viser at HSB har oppfylt både kommende, og eksisterende minimumskrav til kapital- og kjernekapitaldekning, noe som har bidratt til økt soliditet for banken. De nye retningslinjene som er kommet gjennom Basel-standardene skal også bidra til å heve egenkapitalandelen, som igjen skal bidra til at hele bankbransjen får høyere soliditet. Analysen av kredittkvaliteten bekrefter at HSB er en lokal/region-bank og dermed er sårbare overfor konjunktursvingninger som gir negative effekter for Helgelandsregionen. Sagt på en annen måte, er de svært avhengige av lokaløkonomien på Helgeland. Likevel viser analysen at sparebanken har god risikokontroll på sine utlån. De har et noe høyere tap på sine utlån enn de komparative bankene, dog kan noe av tapene tilegnes bankens samfunnsansvar. Analysen avdekket også at HSB har hatt betydelige høyere tapsavsetninger, enn faktiske tap i analyseperioden. Dette kan indikere skjulte reserver i balansen, som vil føre til at de står bedre rustet til å tåle nedgangstider enn hva balansen vitner om. På bakgrunn av soliditetsanalysen fremstår HSB som en robust bank med god soliditet.

6.3.3 Lønnsomhet

Ved analyse av en bedrifts lønnsomhet vil en vurdere hvorvidt en bedrift evner å tjene penger på sin virksomhet, altså om inntektene er større enn kostnadene (Kristoffersen, 2012). For å kunne utføre en verdsettelse av HSB må fremtidig lønnsomhet estimeres. Kartlegging av tidligere års lønnsomhet gir et grunnlag å ta utgangspunkt i når den fremtidige lønnsomheten skal projiseres. Lønnsomhet som et absolutt måltall sier lite om den økonomiske situasjonen i en bedrift, og det er derfor viktig å se lønnsomhet som et nøkkel- og forholdstall (Kristoffersen, 2012). Videre vurderes følgende lønnsomhetsmål nærmere: egenkapitalrentabilitet, netto rentemargin, kostnad per inntektskrone, innlånsmargin, utlånsmargin og provisjonsinntekter og andre inntekter.

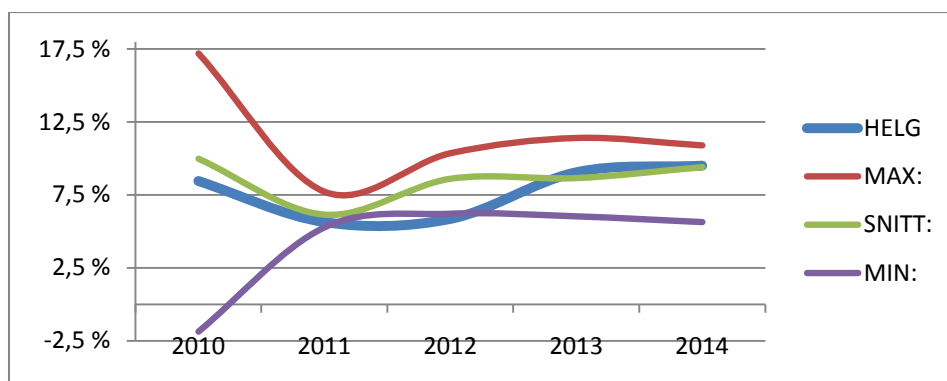
Egenkapitalrentabilitet

$$\text{Egenkapitalrentabiliteten} = \frac{\text{Årsresultatet}}{\text{Sum egenkapital}}$$

Formel 25 - Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser den avkastningen som eierne kan forvente å få på den investerte kapitalen. Den delen av overskuddet som tilfaller egenkapitalen blir enten utbetalt som utbytte eller så øker den bedriftens egenkapital. Egenkapitalrentabilitet er et av de viktigste lønnsomhetsmålene for potensielle investorer, da den viser bedriftens evne til å

skape meravkastning. Høy egenkapitalrentabilitet er ofte forbundet med høyere risiko (Dahl et al., 1997). Egenkapitalrentabiliteten beregnes ut fra formel 25 ovenfor, som viser at egenkapitalrentabiliteten beregnes ved å se på årsresultatet over den balanseførte egenkapitalen per 31.12 i det samme året.



Figur 14 – Utvikling i egenkapitalrentabilitet

Figur 14 viser at gjennomsnittet for egenkapitalrentabiliteten de siste fem årene blant de komparative bankene har ligget stabilt rundt 7,5 %. HSBs egenkapitalrentabilitet har historisk sett ligget noe under gjennomsnittet, men dette har endret seg de siste årene. HSB hadde i 2013 en egenkapitalrentabilitet på 9,0 % mot gjennomsnittet lå på 8,6 %. Det siste året har HSB forbedret egenkapitalrentabiliteten til 9,5 %, hvor gjennomsnittet blant de sammenlignbare bankene var på 9,4 %.

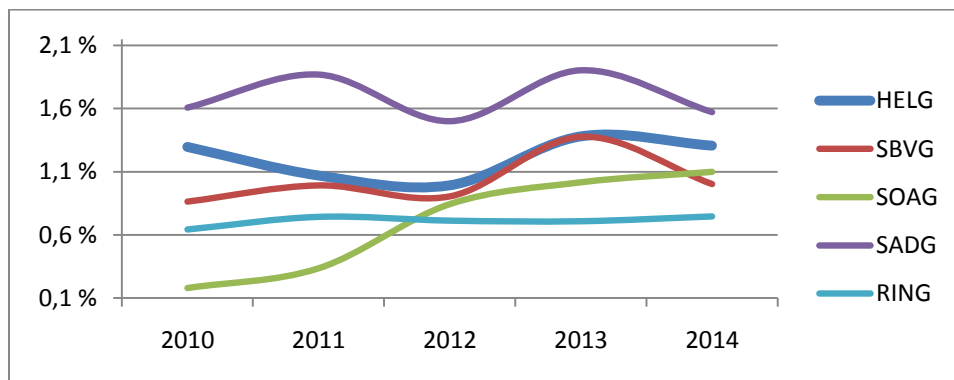
Egenkapitalrentabiliteten vil være svært avhengig av hvor stor andel av bankens resultat som brukes for å bygge opp egenkapitalen og hvor stor andel som utbetales i utbytte. Dersom banken har en høy egenkapitalandel vil årsresultatet bli forholdsvis lite, som igjen vil medføre en lav egenkapitalrentabilitet. Det motsatte vil skje dersom banken har lite egenkapital, den vil da rapportere en forholdsvis høy egenkapitalrentabilitet. Ved vurdering av egenkapitalrentabilitet er det derfor viktig å se denne i sammenheng med bankens egenkapitalandel. Økte krav til egenkapitalen kan også redusere egenkapitalrentabiliteten, siden banken må spare opp mer kapital enn tidligere. Egenkapitalrentabiliteten kan delvis forklares gjennom en analyse av egenkapitalandelen. HSB har sammenlignet med de komparative bankene en noe lavere egenkapitalandel, som igjen kan gi illusjonen av en høyere egenkapitalrentabilitet.

Netto rentemargin

$$\text{Netto rentemargin} = \text{Utlånsrente} - \text{Innlånsrente}$$

Formel 26 - Netto rentemargin

Primærinntekten til bankene er rentenettoen, og består av forskjellen mellom renteinntektene og rentekostnadene. Netto rentemargin er et lønnsomhetsmål for bankens drift, og er et av de viktigste lønnsomhetsmål i bankvirksomheter. Utlånsrenten beregnes ved å se på forholdet mellom rapporterte renteinntekter og sum utlån. Rentekostnaden er kostnaden banken har for å få tilgang til kapitalen, og kan sees på som bankens varekostnad. Det ble valgt å ikke se netto rentemargin i forhold til forvaltningskapitalen, siden forvaltningskapital består av både rentebærende og ikke rentebærende balanseposter. Det vil dermed bli mest hensiktsmessig å skille mellom rentebærende og ikke-rentebærende balanseposter.



Figur 15 – Utvikling i netto rentemargin

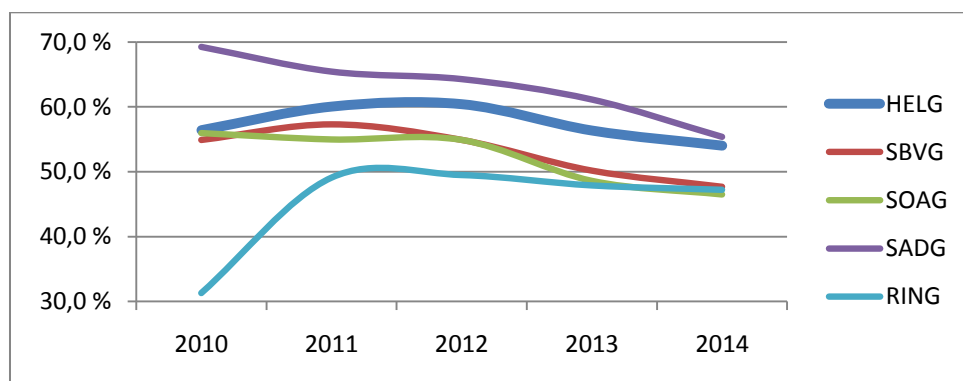
I 2014 var netto rentemargin blant de komparative selskapene i gjennomsnitt rundt 1,1 %, mens HSB hadde i samme periode 1,3 %. Figur 15 viser også at HSB har ligget på, eller litt over gjennomsnittet sammenlignet med de komparative bankene. Netto rentemargin bør sees i sammenheng med tilhørende banks utlånsrisiko. HSB har en lav utlånsrisiko sammenlignet med de komparative bankene. Det medfører at oppnådd netto rentemargin bør sees som positivt for HSB, da de har klart å oppnå en høyere netto rentemargin uten at risikoen på utlån har økt.

Kostnad per inntektskrone

$$\text{Kostnad per inntektskrone} = \frac{\text{Sum driftskostnader}}{\text{Sum driftsinntekter}}$$

Formel 27 - Kostnad per inntektskrone

Kostnad per inntektskrone er et lønnsomhetsmål som forteller hvor stor del av driftsinntektene som går til driftskostnader. Kostnader per inntektskrone er et sentralt nøkkeltall for å vurdere hvor effektivt bankene driver (Dahl et al., 1997). En effektiv bank vil ha en lav verdi, mens en ineffektiv bank vil ha en høyere verdi. I motsetning til driftsmargin, hvor man ønsker en høyest muligst verdi, ønsker man her en lavest mulig verdi. Det er viktig å påpeke at kostnad per inntektskrone ikke forteller om banken har en lønnsom eller ulønnsom drift, men at det i større grad er et mål på effektiviteten til banken. Dahl et al. (1997) påpeker problemer ved å måle effektiviteten til en bank ved å analysere kostnad per inntektskrone, ved at ulik struktur i bankene kan gi forskjellige utslag på effektivitetsmålet. En skal derfor ikke se seg «blind» på en banks effektivitet på bakgrunn av dette lønnsomhetsmålet alene.



Figur 16 – Utviklingen i kostnad per inntektskrone

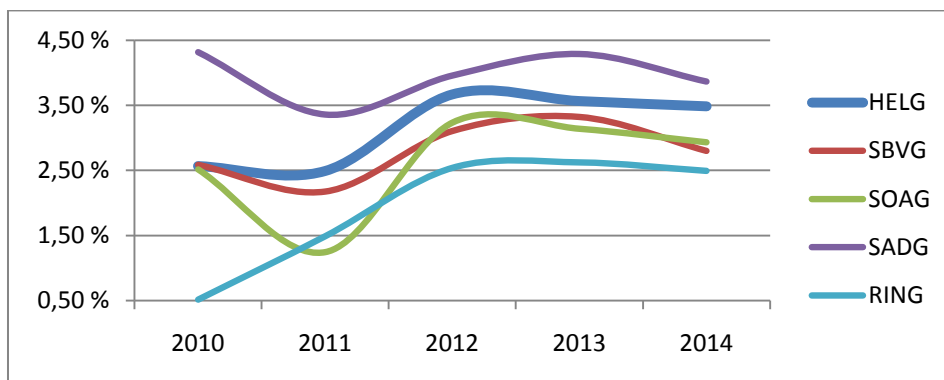
Som figur 16 viser har bankene historiske sett hatt en kostnad per inntektskrone i intervallet 40 – 70 %, noe som indikerer store forskjeller mellom bankene. Blant de komparative bankene er det kun Sandnes Sparebank som har en høyere verdi enn HSB på kostnad per inntektskrone. Størrelsen på banken kan være en forklarende faktor. Sandnes (SADG), Helgeland Sparebank (sparebankstiftelsen-helgeland.no) og Sparebank 1 Buskerud-Vestfold (SBVG) er de største bankene, basert på forvaltningskapital, og er også de som har de høyeste kostnad per inntektskrone. HSB har siden 2012 redusert kostnad per inntektskrone fra 60,4 % ned til 54,0 % i 2014. Den samme trenden vises blant de komparative bankene hvor gjennomsnittet har gått ned fra 55,9 % til 49,2 % i 2014, noe som tyder på at bankene har hatt et høyt fokus på å bli mer effektive.

Utlånsmarginen

$$\text{Utlånsmargin} = \text{Utlånsrente (Snitt)} - \text{NIBOR 3MND (Snitt)}$$

Formel 28 - Utlånsmargin

Utlånsmarginen er påslaget bankene tar på sine utlån. Marginen skal dekke finansieringen av bankens utlånsvirksomhet, tapsavsetning og gi aksjonærene en avkastning på sin innskutte kapital. Utlånsmarginen vil være avhengig av pengemarkedsrenten, økonomiske konjunkturer og utlånsrisiko. For å kunne sammenligne HSB med de komparative bankenes utlånsmarginer er det valgt å se på differansen mellom utlånsrenten, og gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR for samme periode. Dette fører til at det ikke skilles mellom marginen på person- og bedriftsmarkedet, selv om det ville vært en forskjell pga. ulikt risikonivå.



Figur 17 – Endring i utlånsmargin

Som figur 17 viser har samtlige banker siden 2010 oppjustert sine utlånsmarginer betydelig. HSB har gått fra å ha en utlånsmargin på ca. 2,5 % til 3,5 % i dag. Utviklingen er nok sterkt påvirket av de økte kravene til tapsavsetning i Basel II og III. Sammenlignet med de andre bankene ligger HSB noe høyt på utlånsmarginene, noe som kan indikere at de generelt sett er dyrere på utlån enn de andre bankene. Det er kun Sandnes Sparebank som har hatt en høyere utlånsmargin enn HSB, men så har de også en betydelig høyere utlånsrisiko.

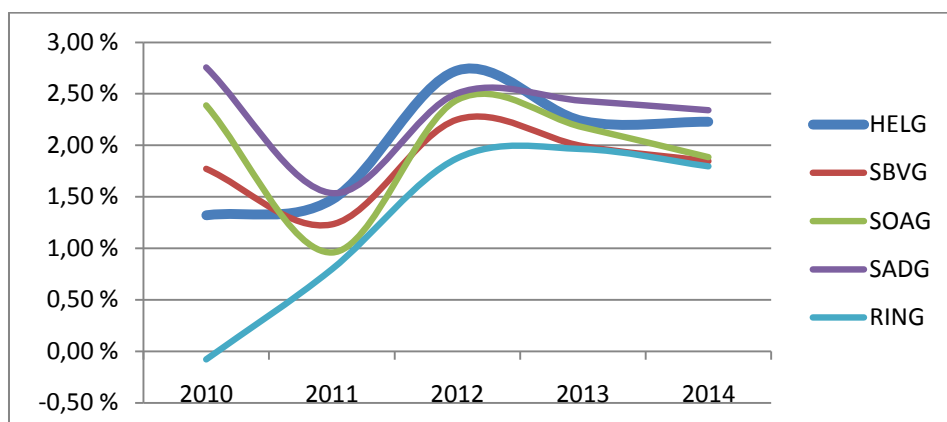
Innlånsmargin

$$\text{Innlånsmargin} = \text{Innlånsrente (Snitt)} - \text{NIBOR 3MND (Snitt)}$$

Formel 29 - Innlånsmargin

Innlånsmarginen er et mål på hvor mye bankene har betalt for sin kapital i forhold til renten i pengemarkedet. Bankenes høyeste kostnader er rentekostnader, som hovedsakelig går til kunden som kompensasjon for innskuddet de har i banken. Rentekostnaden kan også komme

fra gjeld banken har til andre kredittinstitusjoner eller gjeld i forbindelse med utstedelse av verdipapirer. Innlånsrenten vil man ha så lav som mulig og helst negativ, da dette betyr at man låner kapital billigere enn i pengemarkedet.



Figur 18 – Endring i innlånsmargin

Figur 18 viser at HSB de siste årene har ligget i toppsjiktet sammenlignet med de komparative bankene. Dette kan indikere at HSB betaler mer for sin kapital enn de andre bankene.

Alternativt kan det være et resultat av en mulig strategi ved at de tilbyr høyere innskuddsrenter for å oppnå høyere markedsandeler og kundeinnskudd. Høye kundeinnskudd gir grunnlaget for en høyere utlånsvekst i fremtiden.

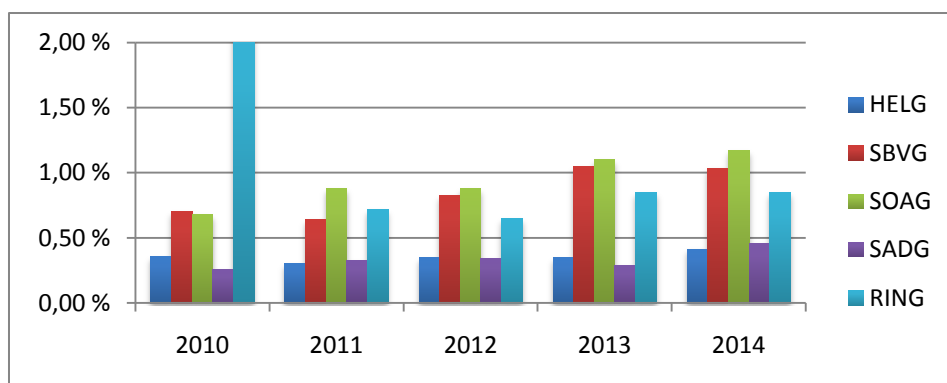
Provisjonsinntekter og andre inntekter

Provisjons – og andre inntekter i % av forvaltningskapital

$$= \frac{\text{Netto provisjonsinntekter} + \text{Andre inntekter}}{\text{Forvaltningskapital}}$$

Formel 30 - Provisjons- og andre inntekter i % av forvaltningskapital

I tillegg til renteinntekten er provisjonsinntekter og andre inntekter resultatposter som ofte blir regnskapsført. Provisjonsinntekter er inntekter banken får gjennom salg av ulike produkter som ikke kommer direkte fra banken, og som oftest stammer fra salg av leasingavtaler og forsikringsavtaler til en tredjepart. Andre inntekter er inntekter fra gebyrbelagte tjenester som banken utfører, som f. eks betalingsformidlingstjenester.



Figur 19 – Utviklingen i provisjons- og andre inntekter i forhold til forvaltningskapitalen

Forholdstallet for HSB er nokså stabilt, jamfør figur 19, hvor det har ligget mellom 0,3 % og 0,42 % av forvaltningskapitalen de siste fem årene. Sverre Klausen opplyser om målsetninger for provisjon- og andre inntekter er at de skal utgjøre omtrent 0,3 % av forvaltningskapitalen til HSB. De forventer dermed at provisjonsinntektene skal vokse i takt med forvaltningskapitalen i fremtiden. Når det gjelder de andre bankene varierer forholdstallet mer og utgjør en større andel av forvaltningskapitalen. HSB ligger også betydelig under gjennomsnittet, og i 2014 utgjorde disse inntektene 0,42 % av forvaltningskapitalen, hvor gjennomsnittet blant de komparative bankene var på 0,88 %.

Oppsummering av lønnsomheten

De ulike lønnsomhetsmålene som her er tatt utgangspunkt i, viser at HSB leverer på linje med de komparative bankenes prestasjoner, eller rett i underkant av gjennomsnittet. HSB fremstår ikke på noen av målene som en bank med spesielt god lønnsomhet sett opp mot de komparative bankene, men på den andre siden så utmerker de seg heller ikke i negativ retning. Ser en litt bort fra de komparative bankene og mer isolert sett på HSB og utviklingen deres, så er det flere positive trender de siste årene. Sparebanken har klart å øke sin netto rentemargin fra et bunnivå i 2012 på 0,9 % til 1,3 % i 2014, og dette har skjedd uten en økning av risiko på utlånene. Effektivitetsmålet kostnad per inntektskrone viser at HSB ligger noe over gjennomsnittet, likevel er det en positiv tendens med fallende kostnader, noe som indikerer en mer effektiv organisasjon. Provisjonsinntekter og andre inntekter er det lønnsomhetsmålet hvor HSB kommer dårligst sammenlignet med de komparative bankene, og her er det rom for forbedring og et potensial for økt lønnsomhet i fremtiden.

7.0 Fastsettelse av avkastningskravet

7.1 Generelt

Ifølge Dahl et al. (1997, s. 40) defineres avkastningskravet som «den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på plasseringer med samme risiko som selskapet». Avkastningskravet kan dermed sies å være den prisen en investor setter på sin kapital. Avkastningskravet benyttes som en diskonteringsrente når en investor skal vurdere eventuelle investeringsmuligheter. Tidligere i oppgaven har det blitt konkludert med at det vil være mest hensiktsmessig å fokusere på kontantstrømmen til egenkapitalen ved verdsettelse av en bank. De aktuelle verdsettelsesmodellene ble også valgt ut fra den samme argumentasjonen. For å benytte seg av de verdsettelsesmodellene som tar for seg kontantstrømmen til egenkapitalen, må det brukes et riktig avkastningskrav. Resten av dette kapittelet viser derfor hvordan et passende avkastningskrav til HSBs egenkapital beregnes.

Ved beregning av avkastningskravet til egenkapital kan en benytte seg av tre ulike metoder. Den vanligste fremgangsmåten er å ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM). Andre mulige metoder er Fama-French trefaktormodell eller arbitrasjeprising-modellen (APM).

Fama og Frenchs trefaktormodell baserer seg på en regresjonsanalyse av tre ulike meravkastninger. Den første er meravkastning mellom aksjer og markedet, deretter meravkastning mellom små og store aksjeselskap, og til slutt meravkastningen mellom selskaper med høy «Pris-Bok» -forhold mot de med lav «Pris-Bok» -forhold (Goedhart et al., 2010). Selv om modellen er godt empirisk testet benyttes ikke modellen videre i oppgaven. Begrunnelsen for å ikke gå videre med denne tilnærmingen er at det er en forholdsvis krevende metode, som krever omfattende datainnsamling. Med begrenset tid til rådighet er det valgt å utelate denne modellen.

Arbitrasjeprising-modellen baserer seg på at et verdipapirs avkastning er definert som summen av risikofri rente og den kumulative summen en får av eksponeringen til en veldiversifisert faktorportefølje, multiplisert med faktorens risikopremie (Goedhart et al., 2010). Modellen er komplisert, og med at den ikke definerer faktorene og hvordan de måles, er den dermed vanskelig å gjennomføre i praksis. Derfor er det valgt å se bort fra denne fremgangsmåten.

Da gjenstår kapitalverdimodellen, som også er den metoden som er valgt i denne oppgaven.

7.2 Kapitalverdimodellen

$$\text{Avkastningskravet til egenkapital} = R_f + \beta(MP + LP)$$

$LP = \text{Likviditetspremie}$

$MP = \text{Markedspremie}$

Formel 31 - Avkastningskravet til egenkapitalen

Kapitalverdimodellen står sentralt i moderne verdsettelsesteori, og kort fortalt kan en si at modellen har til formål å kartlegge den forventede avkastningen gitt en viss risiko (Goedhart et al., 2010). Som formel 31 viser beregnes egenkapitalkostnaden ut fra en risikofri plassering og en risikofyllt plassering. Høyere risiko er ekvivalent med et høyere egenkapitalkrav, siden investor skal kompenseres for den økte risikoen (Dahl et al., 1997).

CAPM baserer seg på visse forutsetninger og forenklinger. Den forutsetter for det første at det ikke eksisterer skatt, eller at det ikke foreligger noen transaksjonskostnader. Den baserer seg også på at alle har lik tilgang til informasjon, dvs. at det ikke finnes noen informasjonsasymmetri, som igjen betyr det ikke finnes noen over- eller underprisede aksjer. Modellen forutsetter også at alle investorer er risikoaverse og at de dermed har som utgangspunkt at de vil diversifisere sine investeringer. Videre forutsetter modellen at alle aksjer er omsettelige og at alle investorer kan låne til en fast risikofri rente (Bodie et al., 2014).

Kritikk til kapitalverdimodellen vedrørende dens begrensninger er for det første at den ikke tar hensyn til skatt. Modellen kunne vært utvidet slik at den hadde inkludert skatt, men her er det likevel valgt å utelate skatt. Bakgrunnen for dette valget er at det ville gjort verdsettelsesprosessen veldig komplisert, siden de fleste aksjonærene opererer med ulik skattesats. Overvekten av egenkapitalbeviserne i HSB består også av selskap. 19 av de største eierne er selskap og utgjør totalt 80 % av egenkapitalbeviserne, og disse er fritatt utbyttebeskatning i henhold til skatteloven. Kontantstrømmene har også blitt beskattet gjennom ordinær skattesats i HSB.

Andre kritiske forhold vedrørende CAPM dreier seg om de forutsetningene som ligger til grunn. Modellen forutsetter at alle aksjer er omsettelige, noe som innebærer at de omsettes på et aktivt marked. HSBs egenkapitalbevis omsettes på Oslo Børs, likevel er disse egenkapitalbevisene lite omsatt, og de kan derfor oppfattes som illikvide. I denne oppgaven er

dette tatt høyde for i beregning av avkastningskrav ved å inkludere en likviditetspremie, denne omtales nærmere i pkt. 7.2.4.

CAPM kan også kritiseres for å være for teoretisk, samt at den mangler et fundament basert på en bred empirisk støtte. Til tross for dette er modellen populær i finansverdenen basert på den innsikten den gir og anvendeligheten av modellen (Bodie et al., 2014).

7.2.1 Risikofri rente

Den første komponenten i kapitalverdimodellen er risikofri rente, hvor modellen baserer seg på at investeringen har minst like stor risiko som det risikofrie papirer har. En investering er risikofri dersom den forventede avkastningen er lik den faktiske avkastningen (Damodaran, 2012). For at dette skal inntreffe er det ifølge Damodaran to kriterier som må være oppfylt:

1. Det kan ikke være noen risiko for mislighold
2. Det kan ikke være reinvesteringsrisiko

Basert på kriteriene over bør derfor en risikofri rente være basert på en nullkupong statsobligasjon med en løpetid på 10 år. Statsobligasjonen som legges til grunn bør alltid være i samme valuta som bedriftens kontantstrømmer (Goedhart et al., 2010). Derfor er det her tatt utgangspunkt i norske statsobligasjoner. Nedenfor i tabell 21 er utviklingen i norske 10 års statsobligasjoner gjennom de siste fem årene presentert.

Tabell 21 – Gjennomsnittlig årsrente 10 års statsobligasjon (norges-bank.no)

	10 års statsobligasjon				
	2014	2013	2012	2011	2010
Effektiv gjennomsnittlig årsrente	2.52 %	2.58 %	2.10 %	3.12 %	3.52 %

PwC og NFF gjennomfører årlig en undersøkelse blant 142 av NFF sine medlemmer. I denne undersøkelsen blir medlemmene spurt om hvilken risikofri rente de legger til grunn i sine avkastningskrav for norske selskaper. Resultatet av undersøkelsen var at 48 % benyttet 10 års statsobligasjoner, mot 50 % i fjorårets undersøkelse. Videre viste undersøkelsen at 17 % svarte at de benytter 5 års obligasjon som risikofri rente i avkastningskravet (pwc.no). Av undersøkelsen ser en da at det ikke er full enighet om hvilken rentefot som burde legges til grunn. Damodaran uttaler følgende om de risikofrie rentene: «*A purist's view of risk-free rates would require different risk-free rates for each period, and different expected returns*» (Damodaran, 2012, s. 155). Goedhart et al. (2010) støtter opp om dette utsagnet og hevder at det ideelle vil være å benytte den effektive årsrenten til en statsobligasjon, med løpetid lik tiden det tar før kontantstrømmen inntreffer. Det innebærer at det brukes ulike risikofrie renter for ulike perioders kontantstrømmer. F. eks vil en kontantstrøm om fem år diskonteres med en

risikofri rente basert på et risikofritt rentepapir med en løpetid på fem år. I denne analysen er estimeringsperioden 1-5 år, og det er valgt å ta utgangspunkt i følgende statsobligasjoner:

Tabell 22 - Statsobligasjoner med løpetid på ett, tre og fem år (norges-bank.no)

(Tall fra 2014)	1 års	3 års	5 års
	statsobligasjon	statsobligasjon	statsobligasjon
Effektiv gjennomsnittlig årsrente	1.29 %	1.52 %	1.82 %

Tabell 22 viser at Norges Bank ikke oppgir statsobligasjoner med løpetid på henholdsvis to og fire år. Derfor benyttes pengemarkedets fundamentalformel for å beregne effektiv rente for statsobligasjoner med løpetid på to og fire år, som vist i formel 32.

$$\left(1 + r_3 \times \left(\frac{d_3}{365}\right)\right) = \left(1 + r_1 \times \left(\frac{d_1}{365}\right)\right) \times \left(1 + r_2 \times \left(\frac{d_2}{365}\right)\right)$$

Formel 32 - Forventningshypotesen (Bodie et al., 2014)

Ved å benytte denne formel 32 ovenfor, beregnes følgende effektive gjennomsnittlige årsrenter:

Tabell 23 - Gjennomsnittlig årsrente for statsobligasjoner med løpetid på to og fire år

(Basert på tall fra 2014)	(Implisitt rente)	(Implisitt rente)
	2 års statsobligasjon	4 års statsobligasjon
Effektiv gjennomsnittlig årsrente	1.61 %	1.09 %

Tabell 24 nedenfor oppsummerer de risikofrie rentene som det tas utgangspunkt i. Gjennomsnittlig risikofri rente for alle årene blir da ca. 1.47 %. Dette er noe lavere sammenlignet med en 10 års statsobligasjon, som har en effektiv gjennomsnittlig årsrente på 2.52 %. I henhold til både Damodaran (2012) og Goedhart et al. (2010) er det valgt å bruke spesifikke risikofrie renter for de estimerte kontantstrømmen fra og med om ett år til det femte året. For horisontverdien velges renten på 10 års statsobligasjon som risikofri rente i avkastningskravet.

Tabell 24 – Oversikt over valgte og estimerte risikofrie renter

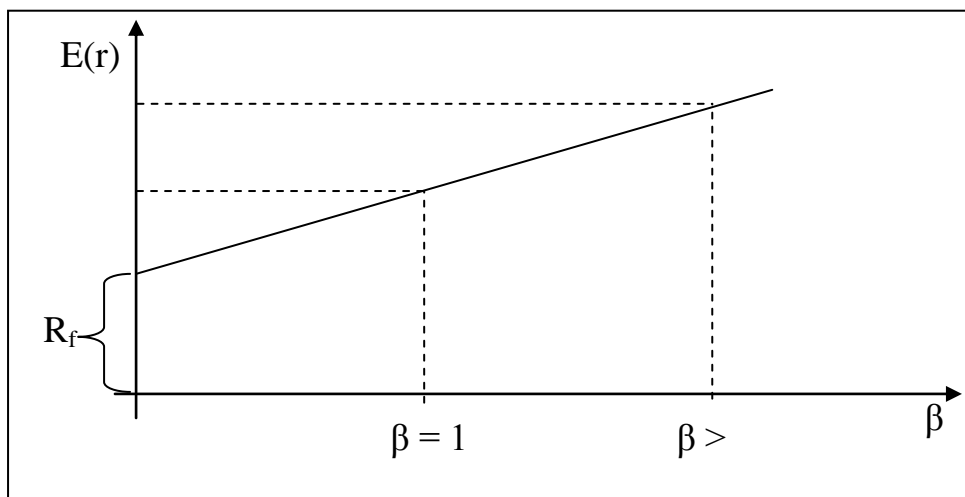
	(1 år)	(2 år)	(3 år)	(4 år)	(5 år)	∞
	2015	2016	2017	2018	2019	Fra 2019 -
Risikofri rente:	1.29 %	1.61 %	1.52 %	1.09 %	1.82 %	2.52 %

Bakgrunnen for at det sees bort fra inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %, begrunnes med dagens lave rentenivå i Norge (norges-bank.no). Hvis det faste inflasjonsmålet ble tatt hensyn til, ville det resulterte i en negativ realrente. I Norges Banks rentebaner spås det også at det

lave rentenivået i Norge vil vedvare i uoverskuelig fremtid (norges-bank.no). På bakgrunn av dette er det valgt å ikke justere avkastningskravet for inflasjon.

7.2.2 Betaverdi

Beta representerer en aksjes marginale risiko til en diversifisert investor, der risiko defineres som i hvilken grad aksjen samvarierer med det samlede aksjemarkedet (Goedhart et al., 2010). Risikoen til aksjemarkedet måles i usystematisk- og systematisk risiko. Den usystematiske risikoen er diversifiserbar, og er knyttet til det spesifikke selskapet eller bransjen. Den veldiversifiserte investoren vil ikke ha noen form for usystematisk risiko i sin portefølje, og dermed ha $\beta = 1$. Den systematiske risikoen er ikke-diversifiserbar. Det er en risiko alle selskaper må forholde seg til, og typiske eksempler er konjunktursvingninger.



Figur 20 - Illustrasjon avkastning og betaverdi (Goedhart et al., 2010)

Betaverdi lik 0 indikerer ingen meravkastning utover risikofri rente. Betaverdi lik 1 tilsvarer lik risiko og forventet avkastning som markedet. Betaverdi større enn 1 betyr høyere risiko enn markedet generelt og dermed høyere forventet avkastning. Figur 20 over viser sammenhengen mellom beta og forventet avkastning. Figuren viser også at ved en beta tilsvarende 0, så vil forventet avkastning være lik den risikofrie plasseringen.

For å beregne beta vil det her benytte beta ved regresjonsanalyse og en justert betaverdi. Avslutningsvis diskuteres mulige feilkilder ved betaberegning.

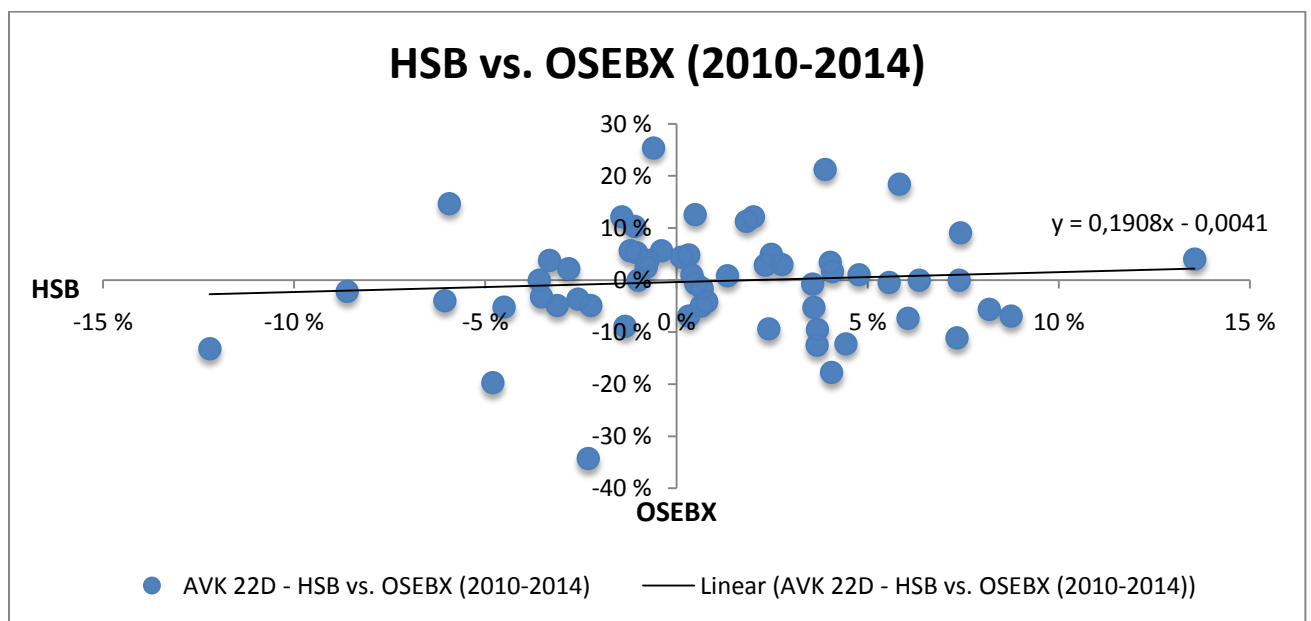
Betaestimering ved bruk av regresjonsanalyse

For å estimere en betaverdi for Helgeland Sparebank kan man velge å gjennomføre en lineær regresjonsanalyse. I regresjonsanalysen analyserer man avkastningen til Helgeland

Sparebanks egenkapitalbevis, mot avkastningen til en referanseindeks. Målet med regresjonsanalysen er da å avdekke samvariasjon i månedlig avkastning mellom de to variablene (Goedhart et al., 2010).

Det vil nedenfor bli gjennomført tre ulike regresjonsanalyser, som vil estimere tre ulike betaverdier. De to første analysene er med ulike referanseindekser, en med Oslo Børs og en med egenkapitalbevisindeksen. Til slutt estimeres en betaverdi for bransjen. I datasettene er det brukt månedlig avkastning fra perioden 2010 til 2014. Dette har gitt et grunnlag for regresjonsanalysen på over 60 punkter for hver variabel. Nedenfor er følgende forkortelser brukt: «HSB» for Helgeland Sparebank, «OSEBX» for Oslo Børs Totalindeks, «OSEEX» for Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks. «AVK 22D» står for avkastning 22 dager, som tilsvarer omtrent en børs måned. Alle data er hentet fra netfonds.no.

Regresjonsanalyse av Helgeland Sparebank mot Oslo Børs total indeks



Figur 21 - Regresjonsanalyse av HSB mot OSEBX 2010-2014

Tabell 25 - Resultat av regresjonsanalysen mellom HSB og OSEBX

Var(HSB)	0.98 %
Var(OSEBX)	0.20 %
Cov(HSB vs. OSEBX)	0.038 %
Beta(rå)	0.19
Pearson R (korrelasjonskoeffisient)	0.087
Pearson R ² (determinasjonskoeffisient)	0.75 %
Standardfeil (SE)	0.099

Resultatet av regresjonsanalysen er presentert både grafisk i figur 21 og med nøkkeltall i tabell 25. Figur 21 viser de månedlige historiske avkastningene for både HSB og

referanseindeksen. HSBs historiske avkastning ligger langs X-aksen, mens referanseindeksens historiske avkastning er gitt langs Y-aksen. For å kunne gi et pålitelig estimat og en god begrunnelse for den betaverdien som benyttes videre i analysen vurderes følgende nøkkeltall og spredningsmål: varians, korrelasjonskoeffisient, determinasjonskoeffisient og standardfeil med konfidensintervall.

Først er variansen til variablene HSB og OSEBX analysert. Som forventet er variansen til HSB vesentlig høyere enn til OSEBX. Det kan tolkes som at egenkapitalbeviset til HSB er mer volatil i forhold til hovedindeksen. Videre bemerkes det at kovariansen mellom HSB og hovedindeksen er svært lav, kun 0,038 %. Det tolkes som at variasjonene, både i negativ og positiv retning, i månedlig avkastning til HSB er forskjellig fra månedlig avkastning til hovedindeksen.

Regresjonsanalysen gir følgende likning: $Y = 0,1908X - 0,0041$, som igjen gir en betaverdi lik 0,19 for HSB med OSEBX som referanseindeks. For videre analyse av betaen er Pearson R beregnet, også kalt korrelasjonskoeffisienten, og sier noe om samvariasjonen mellom HSB og OSEBX. Tabell 25 viser at korrelasjonen mellom HSB og OSEBX er 0,087, noe som anses som en svært lav korrelasjon.

Ved å kvadrere korrelasjonskoeffisienten finner man variablenes determinasjonskoeffisient. Determinasjonskoeffisienten forteller hvor mye av svingningen i HSBs avkastning som kan forklares av svingningene i avkastningen til referanseindeksen. Tabell 25 viser at det kun er 0,75 % av svingningene, i avkastningen til HSB, som kan forklares fra referanseindeksen. Denne koeffisienten kan anses som andelen systematisk risiko, og den inverse av koeffisienten vil da være andel usystematisk risiko, som i dette tilfelle er hele 99,25 % ($1 - 0,0075 = 0,9925$). Dvs. at 99,25 % av markedsbevegelsene ikke er representert i betaen.

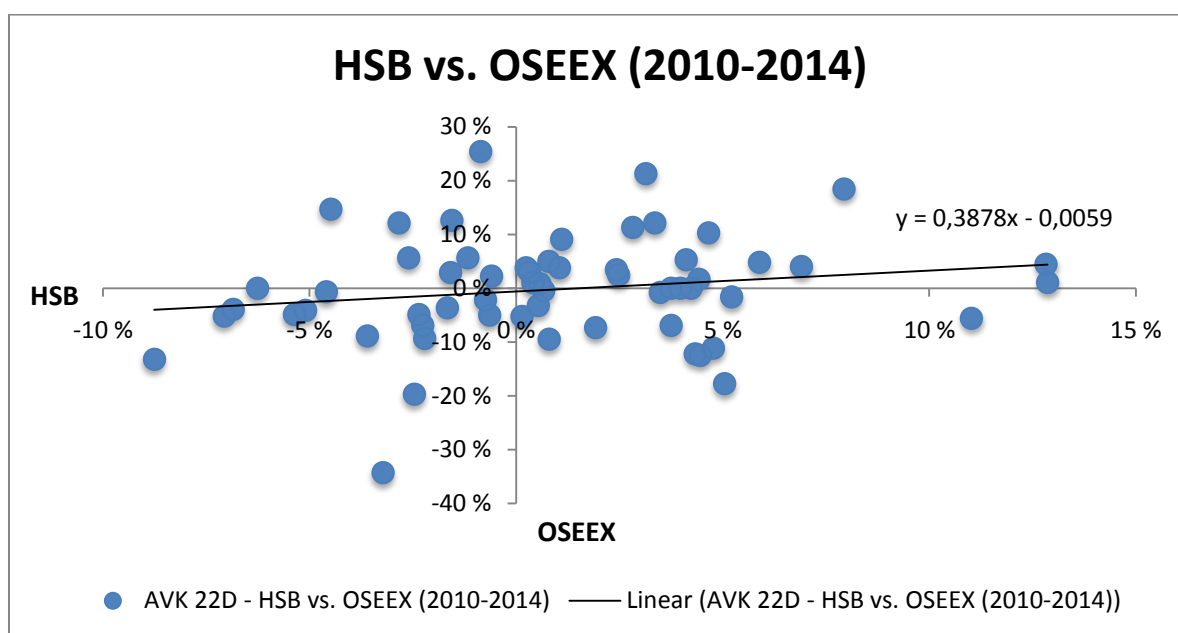
Til slutt vurderes standardfeilen til den estimerte betaen. Standardfeil gir muligheten til å evaluere «støy» fra datasettet, og hvor stor påvirkning den har på den estimerte betaverdien. I dette tilfellet er standardfeilen for utvalget 0,099, og sammen med den estimerte beta gir dette et konfidensintervall for betaverdien (Brealey et al., 2011). Konfidensintervallet til betaen = $[\beta - 2*SE, \beta + 2*SE] = [0,19 - 2*0,099, 0,19 + 2*0,099] = [-0,01, 0,39]$.

Konfidensintervallet viser påvirkningen på den estimerte betaen, hensyntatt målefeil. Her er det store variasjoner i konfidensintervallet, noe som gir rom for store variasjoner i den estimerte betaverdien mellom HSB og OSEBX

For å øke korrelasjonen og determinasjonskoeffisienten, samt redusere standardfeilen er det valgt å teste HSB opp mot Egenkapitalbevisindeksen (OSEEX) nedenfor.

Regresjonsanalyse av Helgeland Sparebank mot Oslo Børs egenkapitalbevisindeks

Egenkapitalbevisindeksen er en indeks som inkluderer alle norske sparebanker som opererer med egenkapitalbevis, og som er notert på Oslo Børs. Indeksen består av 19 forskjellige sparebanker, og rangert ut fra markedsverdi per 08.04.15 så er HSB den 8. største sparebanken i indeksen (oslobors.no).



Figur 22 - Regresjonsanalyse av HSB mot OSEEX 2010 – 2014

Tabell 26 - Resultat av regresjonsanalysen mellom HSB og OSEEX

Var(HSB)	0.98 %
Var(OSEEX)	0.21 %
Cov(HSB vs. OSEEX)	0.079 %
Beta(rå)	0.39
Pearson R (korrelasjonskoeffisient)	0.178
Pearson R ² (determinasjonskoeffisient)	3.17 %
Standardfeil (SE)	0.098

Regresjonsanalysen gir en regresjonsligning lik $Y = 0,3879X - 0,0059$, noe som indikerer at HSB har en betaverdi lik 0,39. Regresjonsanalysen i figur 22 viser at variasjonen i egenkapitalbeviset til HSB er betydelig større enn referanseindeksen, som gir uttrykk for at HSB har større bevegelser, både i negativ og positiv retning sammenliknet med OSEEX. Selv om dette er helt normalt, siden enkeltelskap generelt er mer volatile enn indekser, er det merkelig sett i sammenheng med kovariansen. Kovariansen mellom HSB og OSEEX er 0,0079 % noe som er svært lavt, siden HSB er en av komponentene i referanseindeksen. Den

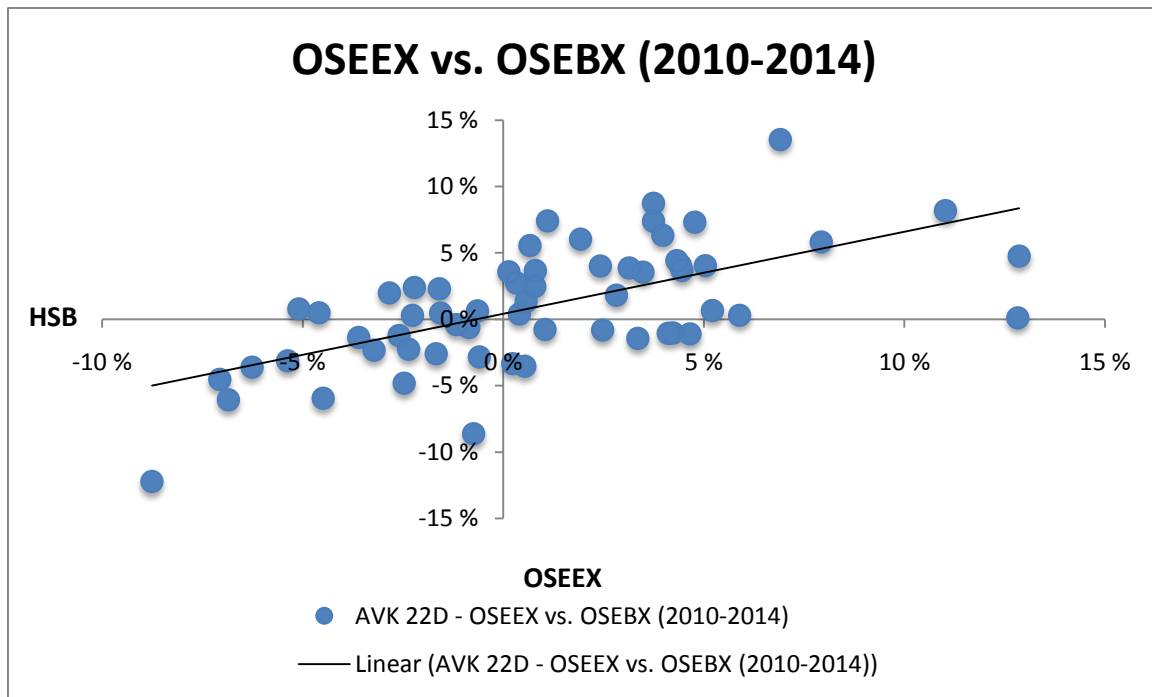
store forskjellen i variansen kombinert med den lave kovariansen indikerer at HSB varierer svært ulikt fra referanseindeksen.

Korrelasjonskoeffisienten bekrefter også at samvariasjonen er liten mellom de to variablene. Tabell 26 viser at korrelasjonskoeffisienten til datasettet kun er på 0,178, noe som indikerer en lav korrelasjon. Determinasjonskoeffisient beregnes til 3,17 %, noe som tilsier at kun 3,17 % av alle svingningene i avkastningen kan forklares fra referanseindeksen. Dette betyr også at kun en liten del skyldes systematisk risiko, i motsetning til 96,83 % andel usystematisk risiko. Til slutt viser analysen at standardfeilen er 0,098 for utvalget, som er litt lavere enn tidligere, og som gir følgende konfidensintervall for den estimerte betaverdien: $[\beta - 2*SE, \beta + 2*SE] = [0,39 - 2*0,098, 0,39 + 2*0,098] = [0,19, 0,58]$. Betaverdiens konfidensintervall viser også at det er store variasjoner i estimert beta når det tas hensyn til standardfeilen til den estimerte betaverdien.

På bakgrunn av resultatet i de gjennomførte regresjonsanalysene ovenfor, samt mulige feilkilder ved beregning av beta, vil det i neste kapittel gjennomføres en regresjonsanalyse for å estimere en bransjebeta.

Regresjonsanalyse av Oslo Børs egenkapitalbevis indeks mot Oslo Børs totalindeks.

Regresjonsanalysen gjennomføres for å finne betaverdien for sektoren, også kalt bransjebeta. Tabell 25 og 26 viste at standardfeilen ved betaestimering mellom HSB og referanseindeksene er forholdsvis høy. Det er ønskelig å redusere standardfeilen og det gjennomføres derfor en analyse av egenkapitalbevisindeksen opp mot totalindeksen til Oslo Børs. En regresjonsanalyse av indekser vil medføre mindre støy enn ved bruk av et enkelt verdipapir mot en referanseindeks, og vil også eliminere feilkilder knyttet til at et instrument kan være illikvid. En lineær regresjonsanalyse mellom månedlig avkastning til OSEBX og OSEEX, vil gi en tilnærming til en betaverdi for bransjen.



Figur 23 - Regresjonsanalyse av OSEEX mot OSEBX 2010 – 2014

Tabell 27 - Resultat av regresjonsanalysen mellom OSEEX og OSEBX

Var(OSEEX)	0.21 %
Var(OSEBX)	0.20 %
Cov(HSB vs. OSEBX)	0.125 %
Beta(rå)	0.63
Pearson R (korrelasjonskoeffisient)	0.625
Pearson R ² (determinasjonskoeffisient)	39.01 %
Standardfeil (SE)	0.036

Denne regresjonsanalysen gir en regresjonslikning lik $Y = 0,63X - 0,0041$, noe som gir en estimert betaverdi lik 0,63. Tabell 27 viser at variansene til de to indeksene er mer lik enn tidligere, samtidig som kovariansen relativt sett er større enn tidligere. Dette er forventet siden begge variablene er indekser, og OSEEX er en komponent av OSEBX.

Regresjonsanalysen gir en korrelasjonskoeffisient lik 0,625, noe som anses som en høy korrelasjon. Dette gir en determinasjonskoeffisient på 39,01 %, som betyr at 39,01 % av variasjonen i avkastning til OSEEX kan forklares av avkastningen til referanseindeksen. I forhold til de tidligere regresjonsanalysene, så har denne regresjonsanalysen gitt en betydelig høyere korrelasjon og determinasjonskoeffisient enn de to første analysene. Standardfeilen er også blitt betydelig redusert. Dette reduserer «støy» og gir et tettere konfidensintervall: $[\beta - 2*SE, \beta + 2*SE] = [0,63 - 2*0,036, 0,63 + 2*0,036] = [0,56, 0,70]$. På grunn av reduksjonen i standardfeilen fås et smalere konfidensintervall, noe som gir en høyere grad av presisjon.

Den estimerte betaverdien for HSB, med OSEBX som referanseindeks, ble 0,19, mot en estimert betaverdi lik 0,39 ved bruk av OSEEX som referanseindeks. Den høyeste estimerte betaverdien kom ved å estimere en betaverdi for bransjen, hvor resultatet ble en estimert betaverdi lik 0,63. De lave betaverdiene kan skyldes flere forhold, disse gjennomgås i detalj nedenfor, se «feilkilder ved betaestimering».

For å kontrollere de estimerte betaverdiene er de også valgt sammenlignet mot en ekstern kilde. Et datasett laget av NYU Stern med 65 europeiske regionalbanker som grunnlag er valgt som sammenligningsgrunnlag. I dette datasettet var den gjennomsnittlige betaverdien 0,80 (Damodaran, 16.03.2015). De estimerte betaverdiene i denne oppgaven er altså noe lavere enn den eksterne kontrollen. Dette kan skyldes at det her er fokusert kun på norske sparebanker, samtidig som at egenkapitalbevis er spesielt og unikt for norske sparebanker (sparebankforeningen.no).

Tabell 28 - Oppsummering av estimerte betaer ved regresjonsanalyser

	HSB	OSEEX	Oppgitt bransje beta
OSEBX	0.19	0.63	0.80
OSEEX	0.39	-	

Justert betaverdi

$$\text{Justert beta} = \text{Beta}(r\grave{a}) \times \left(1 - \frac{1}{3}\right) + \frac{1}{3}$$

Formel 33 - Justert beta (Damodaran, 2012)

Empiriske undersøkelser av ulike selskap over tid, viser at selskapers betaverdi har en tendens til å gå mot den gjennomsnittlige betaverdi, som er 1. Dette kan forklares med at selskap vokser over tid og blir ofte mer diversifiserte i sin produktsammensetning (Damodaran, 2012). Helgeland Sparebank er i dag et komplett finanshus, som stadig er på utkikk etter nye forretningsområder. De har i dag en utlånsportefølje som er betydelig udiversifisert, noe banken trolig vil prøve å forbedre i fremtiden. Det forventes derfor at HSB vil vokse som bedrift og samtidig redusere sin risiko i form av nye forretningsområder og redusert konsentrasjonsrisiko. I regresjonsanalysene ovenfor er det brukt en begrenset periode på fem år, for både HSB og referanseindeks. Med en lengre tidsperiode ville muligens betaverdien nærmet seg 1.

På bakgrunn av dette er det valgt å justere betaverdiene til HSB ved bruk av formel 33 ovenfor.

Tabell 29 - Justert betaverdier, samt oppgitt bransje beta

	<i>Justert beta</i>		Oppgitt bransje beta
	HSB	OSEEX	
OSEBX	0.46	0.75	0.80
OSEEX	0.59	-	

I beregning av avkastningskravet til egenkapitalen velges en betaverdi lik 0,75.

Feilkilder ved betaberegning

Det er mange fallgruver ved estimering av beta og det er mange underliggende faktorer som kan påvirke den estimerte betaen. Det ble tatt utgangspunkt i et intervall på fem år i estimeringen. Risikoen knyttet til analyseperioden relateres til at tidsperioden kun reflekterer opp- eller nedgangstider, og at en dermed estimerer en beta som ikke er representativ for HSB eller bransjen. Tidsperioden som det er tatt utgangspunkt i her, representerer økonomien som helhet fordi perioden inkluderer «euro-krisen» og den pågående nedturen i oljesektoren. Samtidig har Oslo Børs Totalindeks brutt stadige nye rekorder av toppnoteringer i denne perioden, med høyeste notering på 632,37 poeng den 24.06.14 (netfonds.no). Dermed er både positive og negative konjunkturer inkludert i tidsperioden.

Avkastningsintervallet vil også kunne påvirke den estimerte betaen. Her er det lagt til grunn et intervall på 22 dager. Hvis det hadde blitt lagt til grunn et tettere intervall, med f. eks daglige eller ukentlige avkastningstall kunne det gitt flere punkter som grunnlag for regresjonsanalysen. På den andre siden risikerer en da å få en nullavkastning, og da spesielt siden egenkapitalbeviset til HSB er preget av lav likviditet, se nærmere i pkt. 7.2.4.

Hvilken referanseindeks som legges til grunn, vil også påvirke betaen. Et internasjonalt selskap bør legge til grunn en internasjonal indeks. Oslo Børs er valgt som referanseindeks på bakgrunn av at egenkapitalbevis er et særnorsk fenomen, og potensielle investorer derfor er nordmenn som også benytter Oslo Børs som sin referanseindeks. Argument mot å velge Oslo Børs som referanseindeks, er at indeksen er veldig energiavhengig, og at disse energiaksjene også er de mest omsatte. Det er i tillegg mange enkeltaksjer som veier tungt i selve indeksen. En kan dermed argumentere for at OSEBX muligens kan være en dårlig referanseindeks for HSB.

Andre mulige feilkilder som kan være avgjørende for HSB, og som ikke vil gjenspeiles i referanseindeksen, er makrobildet for Helgeland. Forhold som ikke omfattes er utlånsmarkedet på Helgeland, arbeidsledighet, befolkningsvekst etc.

7.2.3 Markedspremie

Forholdet mellom risiko og avkastning er en balansegang, der man normalt ønsker kompensasjon for den risikoen man har påtatt seg. Denne kompensasjonen blir ofte representert i form av en markedspremie. I denne sammenhengen er det meravkastningen en ønsker for å investere i et verdipapir på markedet.

I dag er det ingen fastsatt eller universell måte å beregne seg fram til en markedspremie. Det er derfor mulig å velge hvilken metode en ønsker å bruke for å finne den passende markedspremie. Fernandez (18.03.2015) gjennomførte en undersøkelse fra 55 land med over 8000 deltagere, hvor deltakerne ble spurt om hvilken markedspremie de bruker.

Undersøkelsen rettet seg mot professorer, analytikere, selskap og finansielle foretak, og resultatet ble presentert med markedspremie og tilhørende nasjonalitet. Undersøkelsen viste at i Norge ble gjennomsnittlig markedspremie lik 5.8 % i 2014.

Goedhart et al. (2010) bruker en metode for å beregne markedspremie som her er benyttet for egenkapitalbevis. Metoden ser på historisk meravkastning på verdipapiret utover en statsobligasjon med lang løpetid. Modellen baserer seg på at den historiske meravkastningen er et godt estimat for fremtidig markedspremie. I tabell 30 nedenfor er det tatt utgangspunkt i all tilgjengelig historisk data for både egenkapitalbevis og statsobligasjoner. Det er valgt å fokusere på årlig effektiv gjennomsnittlig rente på statsobligasjoner med løpetid på 10 år. Ideelt sett burde tidsperioden vært noe lengre, men analyseperioden ble valgt ut fra tidshensyn og utfordringer med datainnsamling.

Tabell 30 - Avkastning for egenkapitalbevis og statsobligasjoner (norges-bank.no)

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	SNITT
Gjennomsnittlig avkastning på egenkapitalbevis	28.1%	29.9%	1.1%	-18.1%	19.9%	40.3%	-38.8%	-7.8%	0.4%	28.0%	26.7%	43.6%	12.8%
Gjennomsnittlig effektiv rente på statsobligasjon	2.5%	2.6%	2.1%	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%	4.8%	4.1%	3.7%	4.4%	5.0%	3.7%

På bakgrunn av ovennevnte fremgangsmåte er det aritmetiske gjennomsnittet beregnet av både avkastningen til egenkapitalbevisene og statsobligasjoner. Det aritmetiske gjennomsnittet er beregnet for ett år av gangen. Det geometriske gjennomsnittet er ikke

benyttet, etter oppfordring fra Goedhart, siden datasettet er svært volatil (Goedhart et al., 2010). Gjennomsnittstallene for henholdsvis egenkapitalbevisene og statsobligasjonene ovenfor benyttes videre i tabell 31 nedenfor, for å beregne årsbasert meravkastning.

Tabell 31 - Estimert meravkastning og gjennomsnittlig meravkastning for fem år

Ved å holde verdipapiret i en:	Årlig avkastning i	Årlig avkastning i	Årsbasert	Markedspremie
	EK-bevis	statsobligasjoner	meravkastning	
1 års periode	8.76 %	3.69 %	5.07 %	5.74 %
2 års periode	9.14 %	3.76 %	5.38 %	
3 års periode	9.55 %	3.83 %	5.72 %	
4 års periode	9.98 %	3.90 %	6.07 %	
5 års periode	10.43 %	3.97 %	6.46 %	
10 års periode	13.15 %	4.37 %	8.78 %	

De gjennomsnittlige historiske avkastningene fra tabell 31 blir så diskontert med risikofri rente, justert for hvor lang periode en holder verdipapiret. Den årsbaserte meravkastningen finnes som differansen mellom avkastningen i EK-bevis og statsobligasjoner. Da verdsettelsen estimerer kontantstrømmene for perioden 2015 -2019, behøves meravkastningen for tilhørende periode. Dette for å gi en tilhørende markedspremie til de fremtidige kontantstrømmene.

I følge et datasett sammensatt av Damodaran ligger Norges markedspremie på 5.75 %, eller 6.05 % dersom man inkluderer landsspesifikk risiko. Den estimerte markedspremien på 5,74 fra tabell 31 ovenfor, ligger dermed ikke langt fra det Damodaran har estimert på bakgrunn av sin kredittvurdering av Norge (Damodaran, 18.03.2015). Den årlige meravkastningen på 5,74 % anses dermed som et godt estimat for markedspremien. I likhet med valg av risikofri rente, sees det som hensiktsmessig å benytte ulike markedspremier for ulike års kontantstrømmer. Det vil benyttes tilhørende markedspremier for ulike års kontantstrømmer i egenkapitalkravet. For horisontverdien velges en årlig meravkastning for en holdeperiode på 10 år.

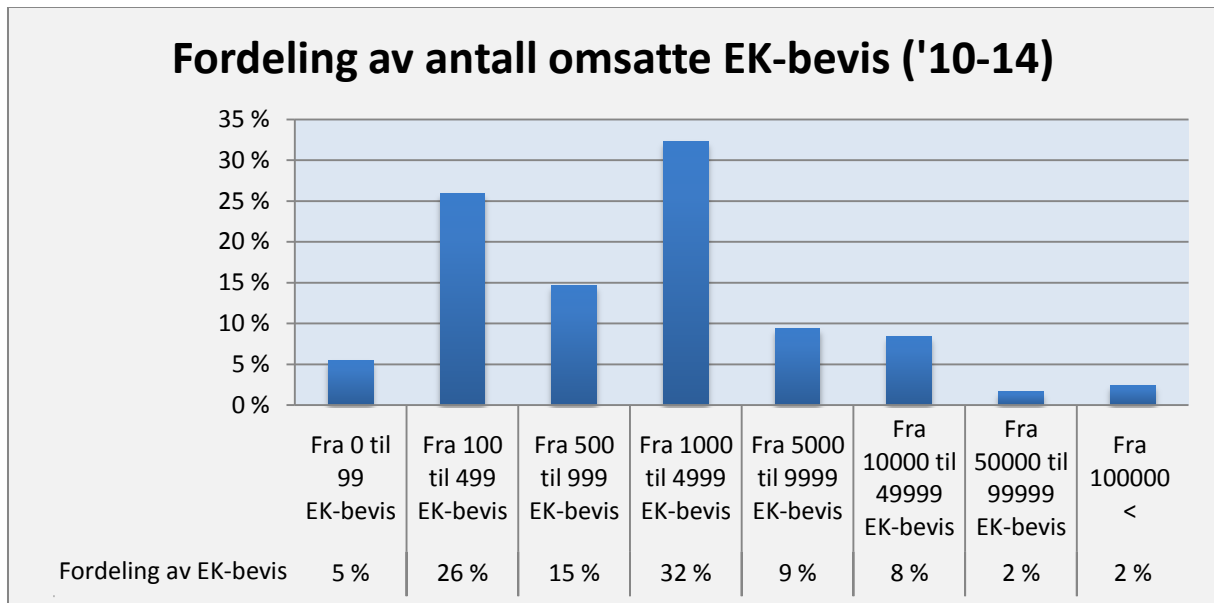
Tabell 32 – Oversikt over estimert markedspremier

	(1 år)	(2 år)	(3 år)	(4 år)	(5 år)	∞
	2015	2016	2017	2018	2019	Fra 2019 -
Markedspremie	5.07 %	5.38 %	5.72 %	6.07 %	6.46 %	8.78 %

7.2.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie er en kompensasjon til investor for at verdipapiret er lite likvid, eller illikvid, i markedet. Likviditetspremie skal kompensere investorene for innlåsningsrisikoen for en illikvid aksje (Dahl et al., 1997).

Generelt sett har egenkapitalbevis hatt lavere omsetning enn aksjer, noe som i stor grad kan skyldes at internasjonale aktører er skeptiske til egenkapitalbevisene. Nedenfor gis en fordeling av hvor mange av HSBs egenkapitalbevis det er omsatt for de siste 5 år.



Figur 24 – Fordeling av HSBs omsatte egenkapitalbevis per børsdag i perioden 2010-2014

Fordelingen i figur 24 viser at tyngden av fordelingen ligger i dager som omsetter svært få egenkapitalbevis. Hele 78 % av alle dager i periode 2010 til 2014 er det kun omsatt mellom 0 og 4999 egenkapitalbevis. Dette kan sies å være en relativt lav likviditet, sammenlignet med andre mer likvide aksjer på Oslo Børs.

HSB har inngått en «market-making» avtale for å sikre likviditeten og jevne ut tilbud og etterspørsel av egenkapitalbevisene (Årsrapport-2013). Til tross for at HSB har en denne avtalen for sine egenkapitalbevis, vil det ikke være tilstrekkelig for å utelate en likviditetspremie for avkastningskravet. Begrunnelsen er at HSB har egenkapitalbevis og ikke aksjer, som generelt er mindre likvide enn aksjer, og egenkapitalbevisene omsettes for det meste i små ordre, se tabell 24. HSB kan derfor anses som en av de mindre likvide aksjene på Oslo Børs, og ifølge Dahl et al. (1997) bør det legges til en likviditetspremie i egenkapitalkravet i størrelsesorden 2 % - 4 %. Det legges derfor til en likviditetspremie på 2 % i beregning av avkastningskravet til egenkapitalen.

7.3 Valg avkastningskrav

Tabell 33 viser hvilke avkastningskrav som velges for HSB. Avkastningskravet er satt sammen av risikofri rente, beta, markedspremie og likviditetspremie.

Tabell 33 – Oversikt over estimerte avkastningskrav

	2015	2016	2017	2018	2019	Horisontverdi
Risikofri rente	1.29 %	1.61 %	1.52 %	1.09 %	1.82 %	2.52 %
Beta	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Markedspremie	5.07 %	5.38 %	5.72 %	6.07 %	6.46 %	8.78 %
Likviditetspremie	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Avkastningskravet til egenkapitalen	6.62 %	7.18 %	7.34 %	7.19 %	8.21 %	10.65 %

8.0 Estimering

8.1 Generelt

I dette kapitlet estimeres de fremtidige kontantstrømmene til HSB, og på bakgrunn av disse kontantstrømmene blir så et fremtidsregnskap utarbeidet. Fremtidsregnskapet danner grunnlaget for verdsettelsesmodellene i kapittel 9.

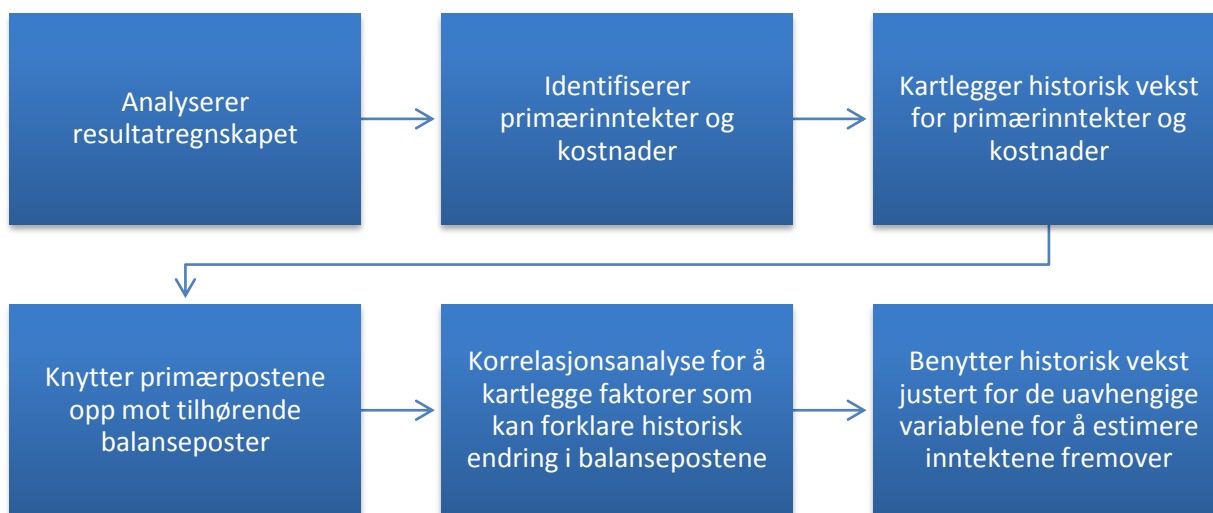
Kontantstrømmene er estimert med basis i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. I tillegg er det laget en egen inntektsmodell for å estimere de fremtidige kontantstrømmene, og denne modellen omtales nærmere i pkt. 8.2. Ved estimering av enkelte poster har det blitt benyttet normalisering, da det har vært problematisk å finne noen underliggende og avhengige faktorer som styrer utviklingen av disse. Ekstraordinære poster og typiske «engangsposter» har blitt nulltet ut, der hvor det har vært mest hensiktsmessig. Det har også blitt utvist en del skjønn ved estimeringen av fremtidige resultat- og balansestørrelser. Det er valgt å være åpne overfor de valg som har blitt tatt, og disse valgene gjennomgås underveis som fremtidsregnskapet presenteres.

Estimeringsperioden som er lagt til grunn for fremtidsregnskapet er fem år. Denne estimeringsperioden er valgt med bakgrunn i allerede gjennomgått teori i kapittel 3, hvor det anbefales en estimeringsperiode mellom fem til ti år. Å lage prognoser for fremtidig utvikling er en utfordrende prosess, og det er knyttet stor usikkerhet rundt de estimerte tallene. Estimeringsperioden har blitt valgt til den nedre enden av det anbefalte intervallet, da det argumenteres for at nytten av å velge en lengre periode, ikke veier opp for den økte usikkerheten rundt de estimerte tallene. Tidligere i oppgaven ble det også argumentert for at bankbransjen er en moden bransje, og det forventes derfor ingen perioder med unormal vekst. Dermed ble det mest hensiktsmessig å legge til grunn en femårig estimeringsperiode, det vil si fra 2015 til og med 2019.

8.2 Inntektsmodellen

For å estimere de fremtidige renteinntektene og rentekostnadene er det valgt å bygge opp en inntektsmodell. Bakgrunnen for denne fremgangsmåten er den store usikkerheten som er knyttet til å estimere fremtidige kontantstrømmer. Ved å ta utgangspunkt i makroøkonomiske variabler, kombinert med historisk vekst, oppnås et realistisk anslag på utviklingen til banken. Dette estimatet vil i mindre grad være påvirket av skjønn og antakelser om fremtiden, og i større grad basere seg på offentlig tilgjengelig statistikk og data. Dermed bør dette gi et best mulig estimat på bankens fremtidige inntekter og kostnader. De uavhengige faktorene som

inntektsmodellen er basert på har blitt identifisert gjennom statistiske analyser, regnskapsanalyse og gjennom strategikapitlet. Disse faktorene ble også bekreftet gjennom intervjuene med HSB. Videre i dette delkapitlet gjennomgås det i detalj hvordan modellen er bygd opp. I figur 25 nedenfor presenteres fremgangsmåten for oppbyggingen av inntektsmodellen:



Figur 25 – Prosessen i inntektsmodellen

Utfallet av prosessen i inntektsmodellen er at renteinntekter og rentekostnader er identifisert som bankens største og viktigste resultatposter. Ved å gjennomføre en vekstanalyse ble den historiske veksten for både renteinntekter og rentekostnader kartlagt, og man så at begge disse resultatpostene var økende og stabile over tid. Bankene tjener renteinntekter på sine utlån og må betale rentekostnader for innskudd, og annen rentebærende gjeld. Tabell 34 nedenfor bekrefter størrelsen på de to resultatpostene:

Tabell 34 - Renteinntekter og rentekostnader i forhold til sum inntekter og kostnader

	2010	2011	2012	2013	2014
Renteinntekter/Sum inntekter	90.3 %	91.7 %	91.3 %	91.0 %	89.9 %
Rentekostnader/Sum kostnader	64.9 %	68.2 %	69.5 %	68.5 %	64.2 %

De tilhørende balanseposter er «sum rentebærende utlån» for renteinntekter og «sum rentebærende innlån» for rentekostnadene. Rentebærende utlån består av utlån til kredittinstitusjoner, privatmarkedet og bedriftsmarkedet. Rentebærende innlån består av gjeld til kredittinstitusjoner, innskudd fra kunder og gjeld ved utstedelse av verdipapirer.

Ved å gjennomføre en korrelasjonsanalyse av flere ulike faktorer og endring i disse opp mot bankens rapporterte balanseposter som er nevnt ovenfor, ble de faktorene som har hatt en statistisk signifikans på balansepostene identifisert. Korrelasjonsanalysen ble gjort med ni ulike faktorer opp mot åtte forskjellige balanseposter. All data ble hentet fra pålitelige kilder som Norges Bank, Oslo Børs, SSB og Helgeland Sparebank. De mest signifikante funnene i korrelasjonsanalysen for utlån ble følgende:

Tabell 35 - Funn i korrelasjonsanalyse for utlån

		Styringsrente
Sum rentebærende utlån	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	-0.77 0.12

		BefolkningHelgeland
Sum rentebærende utlån	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	0.99 0.00

Resultatet ovenfor i tabell 35 viser at rentebærende utlån korrelerer sterkt negativt (-0,77) med styringsrenten med et signifikansnivå på 0,12. Dersom styringsrenten går opp vil «sum rentebærende utlån» gå ned, og motsatt dersom styringsrenten går ned. «Sum rentebærende utlån» ble også sterkt positivt korrelert (0,99) med befolkning på Helgeland. Dette resultatet hadde et signifikansnivå lik 0,002, altså stemmer korrelasjonen omtrent med 100 % sikkerhet. Resultatet er troverdig, siden man forventer økt utlån dersom befolkningen i bankens marked øker. For inntektsmodellen ble derfor styringsrenten og befolkningsutviklingen på Helgeland valgt som uavhengig faktorer for å estimere «sum rentebærende utlån».

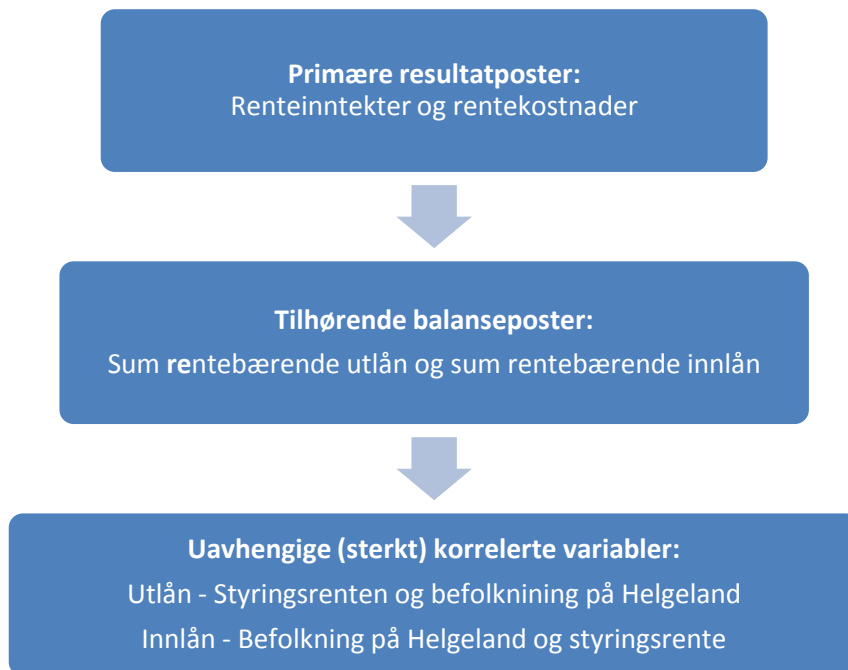
Tabell 36 - Funn i korrelasjonsanalyse for innlån

		BefolkningHelgeland
Sum rentebærende innlån	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	0.95 0.01

		Styringsrente
Vekst i sum rentebærende innlån	Pearson Correlation Sig. (2-tailed)	0.85 0.15

For «sum rentebærende innlån» var de eneste faktorene som kom ut med en høy korrelasjon, negativ eller positiv, på et signifikant nivå; befolkning på Helgeland og styringsrenten. Befolkning på Helgeland mot «sum rentebærende innlån» fikk en korrelasjonskoeffisient på

0,95 på et signifikansnivå lik 0,01, noe som innebærer at dataen kan anses som statistisk signifikant. Styringsrenten mot «sum rentebærende innlån» fikk i motsetning til utlån en sterk positiv korrelasjonskoeffisient på 0,85, på et akseptabelt statistisk signifikansnivå.



Figur 26 - Inndata i inntektsmodellen

Når de uavhengige faktorene er identifisert, er man avhengig av at det foreligger prognoser eller framskrivninger for hvordan utviklingen av disse faktorene vil være i fremtiden. Styringsrente og befolkningsvekst er begge to temaer med mye dekning, og som det eksisterer mye tilgjengelig og pålitelig data rundt. For styringsrenten ble Norges Banks siste pengepolitiske rapport benyttet (norges-bank.no). Rapporten operer med tre ulike rentebaner, men det ble tatt utgangspunkt i den rentebanen som de anser som den mest reelle. Rapporten ga dermed en uavhengig prognose for styringsrenten for perioden 2015-2019. Alternativt kunne NIBOR-renten blitt benyttet da denne mest sannsynlig også ville gitt en sterk korrelasjon, men pga manglende prognoser og framskrivninger falt valget på styringsrenten. For å estimere befolkningsutviklingen ble det tatt utgangspunkt i data fra SSB. SSB fører oversikt over befolkningsutviklingen i alle kommuner i Norge. De fører også framskrivninger for forventet befolkningstall for de samme kommunene. Også denne rapporten opererer med tre ulike scenarier, men et gjennomsnitt av disse så gir et vekstanslag for perioden 2015 t.o.m. 2019.

Et estimat for fremtidig «sum rentebærende utlån og innlån» beregnes ved å benytte historisk vekst for tilhørende balansepost, «sum rentebærende utlån» eller «sum rentebærende innlån», justert for endring i de statistiske uavhengige faktorene funnet i korrelasjonsanalysen.

Tabell 37 - Resultat av inntektsmodellen

	Regnskapsført					SNITT	Estimert				
	2010	2011	2012	2013	2014		2015	2016	2017	2018	2019
Sum rentebærende utlån	14202	15129	15732	17136	17935		19137	20423	21800	23207	24705
<i>Vekst i sum utlån</i>		6.53 %	3.99 %	8.92 %	4.66 %	6.02 %	6.70 %	6.72 %	6.74 %	6.45 %	6.46 %
Sum rentebærende innlån	16987	18735	19299	20256	19986		20761	21643	22563	23455	24448
<i>Vekst i sum rentebærende innlån</i>		10.29 %	3.01 %	4.96 %	-1.33 %	4.23 %	3.88 %	4.25 %	4.25 %	3.95 %	4.23 %

Det er så tatt utgangspunkt i estimatet for de fremtidige ut- og innlånene for å beregne fremtidige renteinntekter og rentekostnader. De fremtidige inntektene og kostnadene har blitt beregnet ut fra hva rentepåslaget historisk sett har vært. Rentepåslaget er differansen mellom utlån- og innlånsrenten ut fra styringsrenten.

Tabell 38 – Historiske renteinntekter, utlån og estimert påslag for HSB

	Regnskapsført					SNITT
	2010	2011	2012	2013	2014	
Renteinntekter	748	831	876	911	930	
Sum rentebærende utlån	14202	15129	15732	17136	17935	
Utlånsrente (snitt)	5.3 %	5.5 %	5.6 %	5.3 %	5.2 %	5.37 %
Rentepåslag (utlånsrente - styringsrente)	3.35 %	3.35 %	4.02 %	3.82 %	3.70 %	3.65 %

Tabell 38 viser at rentepåslaget på utlånsrenten er relativt stabil, og varierer mellom 3,35-4,02 %, noe som gir et historisk gjennomsnitt på 3,65 %. For å finne de fremtidige renteinntektene beregner modellen utlånsrenten ut fra Norges Banks prognoser over styringsrenten, for så å legges til det historiske gjennomsnittlige rentepåslaget. Den estimerte utlånsrenten multipliseres så med den estimerte balanseposten «sum rentebærende utlån», som igjen gir de estimerte renteinntektene. Dette ga følgende resultat:

Tabell 39 - Estimerte renteinntekter til HSB

	Estimert				
	2015	2016	2017	2018	2019
Renteinntekter	889	949	1013	1136	1210
Sum rentebærende utlån	19137	20423	21800	23207	24705
Utlånsrente (snitt)	4.65 %	4.65 %	4.65 %	4.90 %	4.90 %
Rentepåslag (utlånsrente - styringsrente)	3.65 %	3.65 %	3.65 %	3.65 %	3.65 %

Det ble benyttet samme prosedyre for rentekostnader, men da med innlånsrente og tilhørende påslag, samt «sum rentebærende innlån»:

Tabell 40 - Estimerte rentekostnader til HSB

	Estimert				
	2015	2016	2017	2018	2019
Rentekostnader	430	449	468	545	568
Sum rentebærende innlån	20761	21643	22563	23455	24448
Innlånsrente (snitt)	2.07 %	2.07 %	2.07 %	2.32 %	2.32 %
Rentepåslag (innlånsrente - styringsrente)	1.07 %	1.07 %	1.07 %	1.07 %	1.07 %

Estimering ved bruk av en inntektsmodell som ovenfor har kun blitt gjennomført for å finne de fremtidige renteinntektene og kostnadene, samt tilhørende balanseposter. De øvrige postene i regnskapet har blitt estimert ut fra andre parametere. Det er valgt å ikke inkludere disse i en inntektsmodell, da mange av disse postene er små og sporadiske, og det har vært vanskelig å finne noen naturlige korrelasjoner mot makroøkonomiske variabler. En gjennomgangen av de øvrige resultatregnskapspostene og balansepostene gjennomføres nedenfor i kapittel 8.3.

Det er flere svakheter ved å benytte en slik inntektsmodell. Det har kun blitt tatt hensyn til de faktorene som gir en høy korrelasjonskoeffisient med de historiske tallene. Dette kan medføre at modellen ikke tar hensyn til andre viktige faktorer, som ble oversett pga korrelasjonsanalysen, og det kan også være andre faktorer som ikke har blitt identifisert. Svakheter ved korrelasjonsanalysen kan relateres til datagrunnlaget og den valgte tidshorisonten. Korrelasjonsanalysen tok utgangspunkt i data fra en seksårsperiode, dvs. fra 2009 til 2014. Dersom det hadde blitt lagt til grunn et lengre tidsintervall for korrelasjonsanalysen, kunne det muligens gi andre resultater. Tidsintervallet ble valgt på bakgrunn av tidshensyn, og utfordringer ved å skaffe til veie historiske data.

8.3 Vekstanalyse

For å kunne gi et godt estimat for fremtidig vekst, både i resultatet og balansen ble det gjennomført en historisk vekstanalyse. Formålet med vekstanalysen var å identifisere og registrere utviklingen av de øvrige postene i regnskapet.

8.3.1 Resultatposter

Provisjonsinntekter og provisjonskostnader:

Tabell 41 - Vekst i provisjonsinntekter og provisjonskostnader for HSB

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Provisjonsinntekter	79	72	81	87	92	82
Vekst %		-8.9 %	12.5 %	7.4 %	5.7 %	4.20 %
% andel av forvaltningskapitalen	0.42 %	0.35 %	0.38 %	0.38 %	0.40 %	0.39 %
Provisjonskostnader	12	12	9	10	10	11
Vekst %		0.0 %	-25.0 %	11.1 %	0.0 %	-3.47 %
% andel av forvaltningskapitalen	0.064 %	0.058 %	0.042 %	0.044 %	0.044 %	0.05 %

Tidligere i oppgaven ble det poengtert at finansdirektøren har uttalt at provisjonsinntektene skal utgjøre ca. 0,3 % av total forvaltningskapital. Tabell 41 viser at bankens mål på provisjonsinntektene er nokså nær realiteten for HSB. De fremtidige provisjonsinntektene estimeres fremover på bakgrunn av bankens egne mål, og ble derfor satt til 0,3 %.

Provisjonskostnadene er også omtrent konstante i forhold til forvaltningskapitalen, og historisk sett har denne andelen ligget mellom 0,042 % til 0,064 % av forvaltningskapitalen. I fremtidsregnskapet er det benyttet gjennomsnittet på 0,05 % som estimat for provisjonskostnadene.

Øvrige poster:

Resultatposten «andre driftsinntekter» er av mindre art og svært sporadisk, og har variert mellom 1 til 13 mill over de siste fem årene. På bakgrunn av at den er svært varierende, ble den derfor satt til gjennomsnittet på 5 mill i fremtidsregnskapet.

Tabell 42 - Vekst i sum kostnader til HSB

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Utbytte/Innskudd andre selskap	7	11	13	37	68	
Vekst (%)		57.1 %	18.2 %	184.6 %	83.8 %	85.9 %
Gevinst/Tap på finansielle instrumenter	21	-6	-7	0	0	
Vekst (%)	0	-128.6 %	16.7 %	0.0 %	0.0 %	-28.0 %
Andre driftskostnader	-211	-209	-215	-217	-252	
Vekst (%)		-0.9 %	2.9 %	0.9 %	16.1 %	4.7 %
Engangskostnader	30	0	0	0	0	
Sum kostnader	-153	-204	-209	-180	-184	
Vekst (%)		33.3 %	2.5 %	-13.9 %	2.2 %	6.0 %

«Utbytte/Innskudd andre selskap» er en nettopost, hvor positivt tall er utbytte og negativt er innskudd. Posten er noe varierende når det gjelder historisk vekst, noe som kommer av at den er mer avhengig av bankens investeringer i tilknyttede selskap og datterselskap, enn markedsutvikling. Posten ble derfor estimert fremover på bakgrunn den historiske direkteavkastningen på balanseposten «sum selskapsinvesteringer», og det historiske gjennomsnittet på 5,46 % ble lagt til grunn for de fremtidige estimeringene. «Gevinst/Tap på finansielle instrumenter» er også en nettopost, hvor gevinst er positivt og tap er negativt. Posten er av liten karakter, og har vært null de siste to årene, og den ble derfor sett på som ekstraordinær og satt til null i fremtidsregnskapet.

Utvidelse av resultatposten «andre driftskostnader» presenteres nedenfor. Dette er en viktig kostnad å analysere, spesielt pga. størrelse og innhold i posten. Tabell 43 nedenfor viser at andre driftskostnader inneholder alt fra personalkostnader til avskrivninger. Veksttallene viser at det er svært stor variasjon i vekst for kostnadene, og det er derfor hensiktsmessig å foreta en grundig analyse av hvilke estimater en legger til grunn for fremtidsregnskapet.

Tabell 43 - Dekomponering av «sum andre driftskostnader»

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Personalkostnader	111	112	118	115	130	
<i>Vekst (%)</i>		0.9 %	5.4 %	-2.5 %	13.0 %	4.2 %
IT-kostnader	35	35	35	36	42	
<i>Vekst (%)</i>		0.0 %	0.0 %	2.9 %	16.7 %	4.9 %
Markedsføring	10	9	12	12	14	
<i>Vekst (%)</i>		-10.0 %	33.3 %	0.0 %	16.7 %	10.0 %
Avskrivninger	14	16	14	12	10	
<i>Vekst (%)</i>		14.3 %	-12.5 %	-14.3 %	-16.7 %	-7.3 %
Driftskostnader faste eiendommer	2	2	4	7	8	
<i>Vekst (%)</i>		0.0 %	100.0 %	75.0 %	14.3 %	47.3 %
Kjøpte tjenester	11	8	3	5	11	
<i>Vekst (%)</i>		-27.3 %	-62.5 %	66.7 %	120.0 %	24.2 %
Øvrige driftskostnader	28	27	29	30	37	
<i>Vekst (%)</i>		-3.6 %	7.4 %	3.4 %	23.3 %	7.7 %
Sum andre driftskostnader	211	209	215	217	252	
<i>Vekst i sum andre driftskostnader</i>		-0.9 %	2.9 %	0.9 %	16.1 %	4.7 %

«Personalkostnad» gir en historisk gjennomsnittsvekst på 4,2 %, noe som ikke er urealistisk som fremtidig vekstmål, og vil derfor bli benyttet som årlig vekstfaktor i fremtidsregnskapet. Tabell 43 viser at enkelte poster som «IT-kostnader» og «markedsføring» er relativt stabile i beløp. Dette kan forklares med at kostnadene er «faste», eller avtalt med en ekstern leverandør for en lengre periode. En av de store leverandørene av IT-tjenester, Evry, inngikk nettopp en langsiktig avtale med HSB, med en varighet på fem år, med opsjon på ytterligere to år (evry.no). «IT-kostnader» ble derfor estimert til en årlig kostnad på 42 mill i fremtidsregnskapet. I posten «Markedsføring» er det estimert en vekst lik gjennomsnittsveksten på 10 %. Denne veksten er basert på drøftelsene i den strategiske analysen hvor det ble anslått økt befolkning på Helgeland. Ved økt befolkning og vekstambisjoner for HSB er det rimelig å anta en økning i markedsføringskostnadene for å kapre nye kunder. «Avskrivninger» forventes å gå nedover, siden banken har mindre materielle eiendeler direkte i morbankens balanse, men heller i form av eierandeler i eiendomsselskap. Bankens vil mest sannsynlig ha noen form for inventar i sin balanse, som vil holde avskrivningene på et gitt nivå fremover, og denne ble satt til å være 10 mill hvert år. «Driftskostnader faste eiendommer» har historisk hatt svært store svingninger i prosent, men er et lite og økende beløp. Det ansees ikke som usannsynlig at dette beløpet vil ha en generell prisstigning i fremtiden, og estimeres derfor til å være lik snittveksten for «sum andre driftskostnader» på 4,7 %. Kostnadsposten «Kjøpte tjenester» er svært sporadisk og har ingen

klar trend. Det spås en økende grad av kjøp av tjenester fra eksterne parter i fremtiden, og også denne ble estimert til å følge den generelle snittveksten på 4,7 %. Øvrige driftskostnader er også en relativt stabil kostnadspost, men som historisk sett øker noe. Historisk gjennomsnittsvekst for denne posten har vært 7,7 %. I fremtidsregnskapet ble det estimert en vekst for denne posten lik den generelle snittveksten for «andre driftskostnader» på 4,7 %. Estimater er valgt på bakgrunn av de gjennomførte intervjuene med ansatte i HSB, hvor intervjuobjektene informerte om at de har et fokus på å gjennomføre effektivitetstiltak for å kutte kostnader. Effektivitetstiltakene vil bedre lønnsomheten til banken, og som regnskapsanalysen avslørte så var denne noe lav, sammenlignet med de komparative bankene. Siste post under «sum kostnader» er posten som heter «engangsposter». Både av navnet, størrelsen og den lille variasjonen i beløpet, ble denne posten sett på som ekstraordinær og satt til null.

Tap på utlån:

Tabell 44 - Vekst i tap på utlån

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Tap på utlån	-23	-27	-27	-28	-44	
Vekst (%)		17.4 %	0.0 %	3.7 %	57.1 %	19.6 %

Tabellen ovenfor må sees i forhold til totalt utlån. Regnskapsanalysen viste at dette forholdstallet historisk sett har ligget jevnt mellom 0,16 – 0,18 %. I 2014 var tap på utlån hele 0,25 %. Begrunnelsen for dette høye tapet relateres til det tidligere gjennomgatte tapet på Træna, og må anses for å være et ekstraordinært tap. Analysen av kredittkvaliteten og gjennomgang av utlånsporteføljen, samt strategien hvor det ble sett nærmere på forventet utvikling på Helgeland, så forventes det ikke en økning i tap på utlån. Det kan argumenteres for et høyere tap som følge av en konjunktursvingning i økonomien som helhet, men denne forventes ikke å ramme Helgeland i utstrakt grad (Indeks-Nordland, 2015). Det er derfor valgt å estimere fremtidige tap på bakgrunn av det historiske gjennomsnittet, og derfor ble denne satt til å være 0,18 %.

Skatt:

Tabell 45 – Skattekostnaden til HSB

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Skatt	-46	-37	-41	-54	-52	
Resultat før skatt	185	131	144	229	248	
Skatteprosent %	24.9 %	28.2 %	28.5 %	23.6 %	21.0 %	25.2 %

I Norge har selskapsskatten vært 28 % i en lengre periode, men ble redusert til 27 % fra ca medio 2013 (finansdepartementet.no). Tabell 45 viser at HSB har ligget noe under selskapsskatten, og har en gjennomsnittsskattekostnad for de siste fem år på 25,2 %. Trenden for skattesatsen er fra 2012 frem til 2014 fallende. Med utgangspunkt i reduksjon av selskapsskattesatsen ble det valgt å ta et gjennomsnitt av den effektive skattesatsen for årene 2013 og 2014, og dette tallet ble benyttet for den videre estimeringen. Skattesatsen ble da 22,3 %.

8.3.2 Vekst i balanseposter

Eiendelssiden i balansen til HSB består av tre deler: «utlån», «finansielle eiendeler» og «andre eiendeler». Gjeldssiden er omstrukturert for å få frem de gjeldspostene som vil være viktige for fremtidig estimering. Gjeld til «kredittinstitusjoner», «innskudd fra kunder» og «gjeld ved utstedelse av verdipapir» er de viktigste. «Annen gjeld» er sammenslått av finansielle derivater, andre forpliktelse og ansvarlig lånekapital. Egenkapitalen består av «innskutt egenkapital» og «opptjent egenkapital». Innskutt egenkapital er forutsatt å være konstant, siden det ikke ansees at det vil være et behov for å gjennomføre emisjoner eller spleiser av egenkapitalbeviskapitalen i nærmeste fremtid.

Tabell 46 – Historisk vekst i balansen til HSB

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Sum utlån	14202	15129	15732	17136	17935	
Vekst (%)		6.5 %	4.0 %	8.9 %	4.7 %	6.0 %
Sum finansielle eiendeler	505	588	771	723	690	
Vekst (%)		16.4 %	31.1 %	-6.2 %	-4.6 %	9.2 %
Sum andre eiendeler	4122	4912	5014	5126	4213	
Vekst (%)		19.2 %	2.1 %	2.2 %	-17.8 %	1.4 %
Sum eiendeler	18829	20629	21517	22985	22838	
Vekst (%)		9.6 %	4.3 %	6.8 %	-0.6 %	5.0 %
Gjeld til kredittinstitusjoner	1237	1237	830	647	0	
Vekst (%)		0.0 %	-32.9 %	-22.0 %	-100.0 %	-38.7 %
Innskudd fra kunder	10075	10655	11511	13248	13971	
Vekst (%)		5.8 %	8.0 %	15.1 %	5.5 %	8.6 %
Gjeld v/utstedeelse av verdipapir	5675	6843	6958	6361	6015	
Vekst (%)		20.6 %	1.7 %	-8.6 %	-5.4 %	2.1 %
Annen gjeld	197	225	456	795	790	
Vekst (%)		14.2 %	102.7 %	74.3 %	-0.6 %	47.6 %
Sum gjeld	17184	18960	19755	21051	20775	
Vekst (%)		10.3 %	4.2 %	6.6 %	-1.3 %	4.9 %
Innskutt egenkapital	1031	1031	1031	1031	1028	
Vekst (%)		0.0 %	0.0 %	0.0 %	-0.3 %	-0.1 %
Grunnfond	352	364	382	415	438	
Fond for urealisert gevinster	96	95	134	162	183	
Gavefond	23	21	22	23	28	
Gavefond stiftelse	10	5	0	0	0	
Utjevningfond	82	117	169	269	338	
Utbytte avsatt til utdeling	51	36	24	34	47	
Opptjent egenkapital	614	638	731	903	1034	
Vekst (%)		3.9 %	14.6 %	23.5 %	14.5 %	14.1 %
Sum egenkapital	1645	1669	1762	1934	2062	
Vekst (%)		1.5 %	5.6 %	9.8 %	6.6 %	5.9 %
Sum gjeld og egenkapital	18829	20629	21517	22985	22837	
Vekst (%)		9.6 %	4.3 %	6.8 %	-0.6 %	5.0 %

Tabell 46 ovenfor viser at forvaltningskapitalen har økt mellom 4,3 % og 9,6 % årlig, bortsett fra en nedgang på 0,6 % i 2014. Det gir en gjennomsnittlig vekst på 5,0 % for de siste årene. Den noe lavere veksten i forvaltningskapital i forhold til utlån, kommer av at banken har hatt en nedgang i både finansielle og andre eiendeler de siste årene, samtidig som en større del av gjeldssiden nå består av innskudd fra kunder.

Regnskapsanalysen viste i figur 16 at «kostnad per inntektskrone» har gått stabilt nedover, fra ett toppnivå i 2012 med 60,4 % og ned til 54 % i 2014. Denne effektiviseringen gjenspeiler seg i det økende årsresultatet banken har hatt i de siste årene, og som har bidratt med at egenkapitalrentabilitet har gått fra 5,6 % i 2011 til 9,5 % i 2014. Mye av denne økende lønnsomheten kommer av at banken allerede i 2011-2012 hadde nådd kapitalkravene til Baselregelverket.

Bankens finansielle derivater består av avtaler relatert til renteswapper og valutarenteswapper, og de balanseføres til markedsverdi. Dette er en post som verken har en historisk stabil utvikling eller korrelerer godt med andre poster. Det blir derfor problematisk å estimere fremtidige finansielle derivater, og ble derfor valgt lik gjennomsnittsverdien av balanseposten for de siste fem årene.

Bankens selskapsinvesteringer består av investering i tilknyttede selskap og investeringer i datterselskap. Se «Tabell 1 Eierandeler» i kapittel 2 for de spesifikke investeringer.

Tabell 47 – Historiske selskapsinvesteringer til HSB

	Regnskapsført					SNITT
	2010	2011	2012	2013	2014	
Investeringer i tilknyttede selskap	156	163	163	164	181	
Investeringer i datterselskap	204	246	347	346	348	
Sum selskapsinvesteringer	360	409	510	510	529	
<i>Vekst i selskapsinvesteringer</i>		14 %	25 %	0 %	4 %	
					10.5 %	

Basert på historisk utvikling og samtaler med bankens ledelse, ansees det som sannsynlig at bankens selskapsinvestering i både tilknyttede selskap og datterselskap vil øke i fremtiden. Den fremtidige verdien av balanseposten vil være avhengig av markedsprisen på investeringene i tillegg til eventuelle økninger, eller reduksjoner, banken måtte foreta seg i fremtiden. Det er derfor ikke usannsynlig at selskapsinvesteringer vil øke med den gjennomsnittlige veksten på 10,5 %, og dette ble derfor valgt for fremtidsregnskapet.

«Andre eiendeler» er en sammensatt balansepost som består av sertifikater, obligasjoner og aksjer tilgjengelig for salg, utsatt skatt, varige driftsmidler, andre eiendeler og kontanter og fordringer. Den største posten er sertifikater, obligasjoner og aksjer tilgjengelig for salg som utgjør 95 % av «andre eiendeler». Balanseverdien av denne posten er svært avhengig av pengemarkedets utvikling, siden eiendelene prises til markedspris. Posten vil også variere basert på de investeringsvalg HSB tar i fremtiden. I nærmere analyse av posten vises en sterk korrelasjon til gjeldsposten «gjeld ved utstedelse av verdipapir», som ble beregnet ved bruk

av inntektsmodellen. Det ble derfor valgt å estimere posten på bakgrunn av den estimerte gjeldsposten, men justert med determinasjonskoeffisienten fra korrelasjonskoeffisienten.

Utsatt skattefordel er i bankens balanse en liten balansepost som gir reduksjon i fremtidig skatt, som følge av at de skattemessige fradragene er større enn de regnskapsmessige fradragene.

Tabell 48 - Sammenhengen mellom utsatt skattefordel og skattekostnaden

	2010	2011	2012	2013	2014
Skattekostnad	46	37	41	54	52
Utsatt skattefordel	40	49	66	53	25
Endring i utsatt skattefordel		9	17	-13	-28
Betalbarskatt		46	37	41	54
Endring i betalbar skatt			-9	4	13

Utsatt skattefordel er estimert ved å ta forrige års utsatte skattefordel og legge til årets endring i utsatt skattefordel, som er differansen mellom årets estimerte skattekostnad og betalbar skatt. Basert på denne forutsetningen er så utsatt skattefordel for de fremtidige periodene estimert.

Varige driftsmidler er i all hovedsak inventar og tilhørende akkumulerte av- og nedskrivninger. Posten har vært gjenstand for lite endring de siste fem årene, og har ligget mellom 71 og 90 mill. Det ble valgt å normalisere posten ved å sette den lik snittverdien av de siste fem årene, dvs. 79 mill. Når det kommer til eiendelspostene «øvrige eiendeler» og «kontanter og fordringer» ble det, også her, valgt å normalisere disse postene, og de ble satt til den historiske gjennomsnittsverdien.

På bankens gjeldsside er det valgt å fremheve tre poster: «gjeld til kredittinstitusjoner», «innskudd fra kunder» og «gjeld ved utstedelse av verdipapir». Disse gjeldspostene er rentebærende gjeldsposter, og vil være direkte knyttet opp mot resultatposten rentekostnader.

Tabell 49 - Rentebærende gjeldsposter for HSB

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Gjeld til kredittinstitusjoner	1237	1237	830	647	0	
Vekst (%)		0.0 %	-32.9 %	-22.0 %	-100.0 %	-38.7 %
Innskudd fra kunder	10075	10655	11511	13248	13971	
Vekst (%)		5.8 %	8.0 %	15.1 %	5.5 %	8.6 %
Gjeld v/utstedelse av verdipapir	5675	6843	6958	6361	6015	
Vekst (%)		20.6 %	1.7 %	-8.6 %	-5.4 %	2.1 %

Tabell 49 viser at gjeldspostene, utenom «innskudd fra kunder», har blitt betydelig redusert de siste årene. Den mest drastiske utviklingen har skjedd innenfor «gjeld til andre kredittinstitusjoner», som har gått fra 1,2 mrd til 0,0 på fire år. Gjeldsposten besto av resterende gjeld til Norges Bank for en tiltakspakke fra staten, som ble gitt i forbindelse med finanskrisen (Årsrapport-2013). I samme periode har «innskudd fra kunder» økt betydelig, med en gjennomsnittlig økning på 8,6 % for de siste fem årene. «Gjeld ved utstedelse av verdipapir» har hatt en noe negativ utvikling de siste årene, der posten har variert mellom 20,6 % og -8,6 % de siste fem årene. Estimering av disse postene vil være avhengig av samfunnsutvikling og makroøkonomisk utvikling, som påpekt tidligere, og er derfor estimert ved bruk av inntektsmodellen.

Vekstanalysen viser at banken historisk sett har hatt en høyere vekst i innskudd enn i totalt utlån. Forklaringen på den økende graden av innskudd kan komme av den lave og stabile utlånsrenten, som har skapt rom for at kundene over tid disponerer mer kapital. For banken har den kraftige økningen i innskudd bidratt til at de har hatt god tilgang på kapital de siste fem årene, og dermed gjort seg mindre avhengige av tradisjonell markedsfinansiering. HSB har de siste fem årene helt tydelig prioritert nedbetaling av gjeld til kredittinstitusjoner. Isolert sett er dette fornuftig, men kan gjøre banken mer avhengig av innskudd fra kunder, og potensielt begrense tilgjengelig kapital for utlån. Basert på drøftingen i den strategiske analysen anslås det derfor at i de kommende årene vil banken ta opp ny gjeld, og da hovedsakelig gjeld til kredittinstitusjoner, for å møte den fremtidige utlånsveksten som er estimert.

Til slutt i vekstanalysen er det egenkapitalen som består av «innskutt egenkapital» og «opptjent egenkapital». Tidligere er det argumentert for at innskutt egenkapital blir holdt konstant i estimeringsperioden. Opptjent egenkapital vil være avhengig av fremtidig utvikling av, og fordeling av årsresultatet.

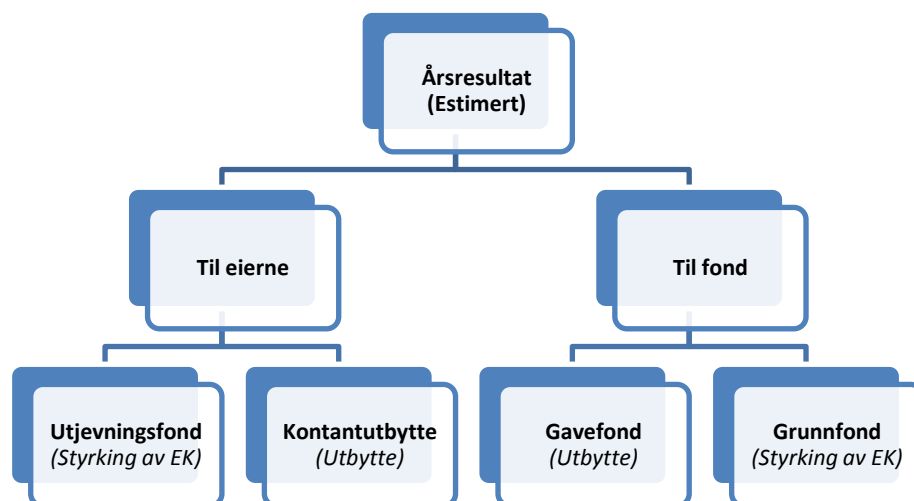
Tabell 50 – Historisk vekst i egenkapitalpostene

	2010	2011	2012	2013	2014	SNITT
Innskutt egenkapital	1031	1031	1031	1031	1028	
Vekst (%)		0.0 %	0.0 %	0.0 %	-0.3 %	-0.1 %
Opptjent egenkapital	614	638	731	903	1034	
Vekst (%)		3.9 %	14.6 %	23.5 %	14.5 %	14.1 %
Sum egenkapital	1645	1669	1762	1934	2062	
Vekst (%)		1.5 %	5.6 %	9.8 %	6.6 %	5.9 %

Nedgangen i innskutt egenkapital i 2014 skyldes endring i egne egenkapitalbevis, og det forutsettes at denne posten vil vedvare i størrelse i estimeringsperioden. «Opptjent egenkapital» har de siste tre årene økt kraftig mellom 14,5 % og 23,5 % per år, mens det i 2010-2011 var en moderat vekst på 3,9 %. De store svingningene i veksten kan forklares med at bankens utdelingsgrad i perioden 2010 – 2011 var satt til 50 % av egenkapitalbeviserens andel av resultatet. Dette medførte at egenkapitalbeviserene fikk en høyere utbyttegrad enn de har hatt de siste tre årene. Derimot har egenkapitalen blitt betydelig styrket de siste årene pga. at styret har valgt å holde utdelingsgraden mellom 26,3 % og 31,8 % de siste tre årene. Det anslås at denne utdelingsgraden gradvis vil gå mot 50 %, ettersom banken oppfyller kapitalkravene.

Vekst i egenkapitalen

Årsresultatet blir fordelt ut fra en egenkapitalbevisbrøk som bestemmer hvor stor andel av årsresultatet som skal gå til eierne, og hvor stor andel som går til fond. Andelen av årsresultat som går til eierne blir så fordelt mellom utjevningsfondet og kontantutbytte, på bakgrunn av utdelingsgraden bestemt av styret. Den resterende delen av årsresultatet går til den eierløse kapitalen, fordelt mellom gavefond og grunnfond. Estimeringen av den fremtidige egenkapitalen er basert på de estimerte årsresultatene, og med fordelingen som beskrevet ovenfor og vist i figur 27 under.



Figur 27 - Fordeling av årsresultat i HSB

Det er forutsatt at egenkapitalbevisbrøken holdes konstant, men at utdelingsgraden gradvis økes til 50 %. På dette grunnlaget er det så estimert hvor stor andel av årsresultatet som styrker egenkapitalen og hvor mye som går til utbytte og til gavefondet. I fordeling av gavefondet er bankens forskrifter fulgt, som indikerer at opptil halvparten av tilført beløp til

gavefondet blir utbetalt som gaver, og resterende blir tilbakeholdt i gavefondet (Årsrapport-2014). Egenkapitalposten «fond for urealiserte gevinster» er en post med stor variasjon og som baserer seg på markedsverdier og IFRS-regelverket. Etter nærmere analyser er det funnet at posten har hatt en jevn utvikling mot vekst i forvaltningskapitalen, hvor gjennomsnittsvæksten har utgjort 0,6 % av forvaltningskapitalen. Gjennomsnittsvæksten har blitt lagt til grunn for fremtidsregnskapet.

8.4 Fremtidsregnskap

Her presenteres det fremtidige resultatregnskapet og balansen basert på estimeringene og forutsetningene gjort ovenfor.

Tabell 51 - Estimert resultatregnskap (2015 – 2019)

Resultat	<i>Estimert</i>				
	2015	2016	2017	2018	2019
Renteinntekter	889	949	1013	1136	1210
Rentekostnader	430	449	468	545	568
Netto renteinntekter	459	500	545	592	642
Provisjonsinntekter	74	77	82	87	92
Provisjonskostnader	12	13	14	15	15
Netto provisjonsinntekter	62	65	69	73	77
Andre driftsinntekter	5	5	5	5	5
Sum inntekter	526	570	619	669	724
Utbytte/Innskudd andre selskap	32	35	39	43	48
Gevinst/Tap på finansielle instrumenter	0	0	0	0	0
Andre driftskostnader	-262	-272	-282	-293	-305
Engangskostnader	0	0	0	0	0
Sum kostnader	-230	-236	-243	-250	-257
Driftsresultat før tap på utlån	296	334	376	419	467
Tap på utlån	-35	-38	-40	-43	-45
Resultat før skatt	261	296	336	376	421
Skatt	-58	-66	-75	-84	-94
Årsresultat	203	230	261	293	327

Tabell 52 - Estimert balanseregnskap (2015 – 2019)

Balansen	<i>Estimert</i>				
	2015	2016	2017	2018	2019
Utlån til kredittinstitusjoner	1173	1252	1337	1423	1515
Utlån til PM	9985	10656	11374	12108	12890
Utlån til BM	7979	8515	9089	9676	10300
Sum utlån	19137	20423	21800	23207	24705
Finansielle derivater	192	192	192	192	192
Investeringer i tilknyttede selskap	585	646	714	789	872
Investeringer i datterselskap					
Sum finansielle eiendeler	776	838	906	981	1064
Sum andre eiendeler	4746	4561	4720	4876	5056
Sum eiendeler	24659	25822	27426	29063	30824
Gjeld til kredittinstitusjoner	888	925	965	1003	1045
Innskudd fra kunder	12919	13468	14040	14595	15213
Gjeld v/utstedelse av verdipapir	6954	7250	7558	7857	8189
Annen gjeld	1719	1828	2325	2873	3434
Sum gjeld	22480	23471	24887	26328	27882
Innskutt egenkapital	1028	1028	1028	1028	1028
Opptjent egenkapital	1151	1323	1510	1707	1915
Sum egenkapital	2179	2351	2538	2735	2943
Sum gjeld og egenkapital	24659	25822	27426	29063	30824

8.5 Kontrollposter for fremtidsregnskapet

Regnskapsanalysen avdekket at HSB har oppfylt alle minimumskravene satt til likviditet og finansiering. Minimumskravene som måtte være oppfylt var:

- Likviditetsindikator 1 på 110 %
- Kapitaldekningskrav på 13,5 % og 16 % innen utg. av 2016
- Kjernekapitaldekningskrav på 10 %

Kapital- og kjernekapitaldekningskrav beregnes ut fra det vektete beregningsgrunnlaget, og hvordan dette er estimert gjennomgås nedenfor i forbindelse med tabell 53. Det er forutsatt at det ikke trer i kraft noen nye regler for både likviditet og finansiering for estimeringsperioden.

Tabell 53 - Kapitalkrav for de estimerte periodene

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Likviditetsindikator 1	133.8 %	131.2 %	125.1 %	126.6 %	124.3 %	123.8 %	123.3 %	122.9 %
Kapitaldekning	13.9 %	16.7 %	18.3 %	17.3 %	17.5 %	17.4 %	17.3 %	17.2 %
Kjernekapitaldekning	13.8 %	14.4 %	15.5 %	14.8 %	15.0 %	15.0 %	15.1 %	15.2 %

Tabell 53 viser at alle minimumskravene er, og vil bli oppfylt gjennom estimeringsperioden. Ved at disse «kontrollpostene» for fremtidsregnskapet er oppfylt, har dette bidratt til å øke og styrke påliteligheten av estimeringene.

Tabell 54 - Estimering av vektet beregningsgrunnlag

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
						<i>Beregnet på bakgrunn av f.valtningskap.</i>				
Vektet beregningsgrunnlag	11592	11846	12546	12715	12790	14234	14906	15831	16776	17793
<i>% av forvaltningskapital:</i>	<i>62 %</i>	<i>57 %</i>	<i>58 %</i>	<i>55 %</i>	<i>56 %</i>	<i>58 %</i>	<i>58 %</i>	<i>58 %</i>	<i>58 %</i>	<i>58 %</i>
				<i>SNITT:</i>	<i>58 %</i>					

Det vektete beregningsgrunnlaget er basert på lovbestemte standarder for ulike eiendeler som banken eier. De ulike eiendelene har alle forskjellige vektinger som tilslutt danner grunnlaget for et vektet beregningsgrunnlag (lovdata.no). Vektet beregningsgrunnlag som andel av forvaltningskapitalen er i snitt ca. 58 % for de siste fem årene. Regnskapsanalysen avdekket at HSB de siste årene har hatt en utlånsportefølje med lav risiko, se kapittel 6.3.2 Soliditet, og det forventes ingen drastiske endringer i risikoen for bankens utlånsportefølje.

Gjennomsnittverdien på 58 % av forvaltningskapitalen er da et fornuftig mål for å estimere det fremtidige vektete beregningsgrunnlaget.

9.0 Verdsettelse av Helgeland Sparebank

Nedenfor gjennomgås de ulike verdsettelsesmodellene som ble brukt for å verdsette morbanken til HSB. Valg av modeller er basert på drøftingen og konklusjonen i kapittel 3, hvor det konkluderes med å fokusere på kontantstrømmen til egenkapitalen til HSB. I verdsettelsen er det benyttet metoder innenfor fundamental, relativ og opsjonsbasert verdsettelse.

I beregningene av horisontverdien er det benyttet en evig vekstfaktor. Den evige vekstfaktoren som har blitt lagt til grunn er Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 % (norges-bank.no). Dersom det hadde blitt valgt en høyere faktor, ville det betydd at HSB ville vokst mer enn økonomien som helhet og på sikt vokst seg ut av proporsjoner. Det kan argumenteres for at det ikke er reelt å legge denne faktoren til grunn og at det skulle vært benyttet en lavere vekstfaktor, da inflasjonsmålet ikke har blitt oppfylt i de senere år (norges-bank.no). Likevel er inflasjonsmålet et fastsatt mål for pengepolitikken i Norge, og selv om det har vært svingninger i økonomien som har medført at målet ikke har blitt oppfylt, så er det snakk om den evige veksten, og ikke bare i nær fremtid. Dermed ble det valgt å forholde seg til gjeldende pengepolitikk i Norge, og inflasjonsmålet ble derfor valgt som den evig vekstfaktoren.

9.1 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 konkluderes det med at det er mest hensiktsmessig å bruke fri kontantstrøm til egenkapital, fremfor fri kontantstrøm til firma. I følge Koller et. al. Goedhart et al. (2010) finner man fri kontantstrøm til egenkapital ved å ta årsresultat fratrukket endring i egenkapital. Bankens egenkapital må følge bankens vekst, ettersom banken ønsker å holde en relativt stabil gjeldsgrad, samtidig som de oppfyller myndighetenes krav. En økning i egenkapitalen, for å møte vekst eller krav, vil da medføre en lavere fri kontantstrøm til egenkapital. Årsresultatet og egenkapitalen benyttet under, er noe forskjellig fra de presenterte resultatpostene og balansepostene i kapittel 6. Dette kommer av at ved en verdsettelse av egenkapitalen til egenkapitalbevis, må årsresultatet og egenkapitalen justeres for egenkapitalbevisandelen. Dette innebærer at årsresultatet er justert med egenkapitalbevisprosenten på 75,1 %, og egenkapitalen er basert på den egenkapitalen som egenkapitalbeviserne har krav på.

I alle verdsettelsesmetodene under er det benyttet det samme avkastningskravet, i henhold til konklusjonen fra kap 7.

9.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE)

Nedenfor presenteres verdsettelsen av egenkapitalen til HSB ved bruk av FCFE med tilhørende estimerte pris per egenkapitalbevis:

Tabell 55 - Resultat av FCFE

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	HV
Årsresultat	147.2	152.2	172.8	195.9	219.7	245.9	-
Egenkapital til egenkapitalbeviserne	1 496.0	1 596.0	1 671.0	1 797.8	1 934.5	2 076.3	-
- Endring i egenkapital	-	100.0	75.0	126.8	136.7	141.7	-
= Fri kontantstrøm til egenkapitalbeviserne		52.2	97.8	69.1	83.0	104.2	1 309.7
Nåverdien av fri kontantstrøm til EK-bevis eierne		48.9	85.1	55.9	62.9	70.2	789.5
Nåverdi av egenkapitalbevisernes kapital	1112.6						
Pris per egenkapitalbevis	kr 59.5						

Tabell 55 viser at egenkapitalen til egenkapitalbeviserne er estimert ved bruk av «fri kontantstrøm til egenkapital» -metoden, til ca 1.1mrd NOK. Dette gir en pris per egenkapitalbevis på 59,5 NOK. Per 01.01.15 var HSB priset til 55 kr pr bevis, altså ble egenkapitalbeviset handlet med en 8,2 % rabatt ifølge FCFE-verdsettelsen.

9.1.2 Discounted Dividend Model (DDM)

For sparebanker generelt kan det være vanskelig å verdsette prisen per egenkapitalbevis, fordi utbytte varierer i stor grad som følge av kapitaloppheving for å møte kapitalkrav. I regnskapsanalysen av HSB ble det konkludert med at banken har oppfylt alle sine kapitalkrav. Basert på de estimerte vekstprognoser anslås det at HSB har muligheten til å øke utdelingsgraden i fremtiden. Følgende utdelingsgrad estimeres derfor for HSB i de kommende fem årene:

Tabell 56 - Forventet utdelingsgrad til HSB

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Utdelingsgrad	31.8 %	35.0 %	40.0 %	45.0 %	50.0 %	50.0 %

På basis av fremtidsregnskapet til HSB, samt utdelingsgraden, er det estimert hvor mye som vil bli utbetalt i form av kontantutbytte til egenkapitalbeviserne i fremtiden. Det er forutsatt at det ikke er endring i antall egenkapitalbevis og at egenkapitalbevisbrøken holdes konstant. De fremtidige utbytterne til egenkapitalbeviserne blir dermed som følger:

Tabell 57 - Resultat av DDM

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	HV
Utbetalt utbytte	2.5	2.8	3.7	4.7	5.9	6.6	82.7
Nåverdien av utbetalt utbytte		2.7	3.2	3.8	4.5	4.4	49.8
Pris per egenkapitalbevis	kr 68.4						

Verdsettelsesmetoden gir et estimat for prisen per egenkapitalbevis lik 68,4 NOK, noe som priser egenkapitalen til 1,28 mrd NOK. I forhold til pris på egenkapitalbeviset per 01.01.15, gir dette estimatet en potensiell oppside på ca. 24,4 %.

9.1.3 Residual Income Valuation (RIV)

Residual Income Valuation verdsetter virksomheten basert på nåverdien av den meravkastningen virksomheten klarer å generere i fremtiden. Metoden tar utgangspunkt i det estimerte årsresultatet, justert for egenkapitalbevisbrøken, og ser så på differansen mellom årsresultatet og avkastningskravet til egenkapitalbeviserne. Nedenfor er fremgangsmåte og resultatet av modellen presentert:

Tabell 58 - Resultat av RIV

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	HV
Estimert årsresultat til egenkapitalbeviserne		152.2	172.8	195.9	219.7	245.9	3071.5
Bokført/Estimert egenkapital til egenkapitalbeviserne	1496.0	1596.0	1671.0	1797.8	1934.5	2076.3	28832.9
Avkastningskravet til egenkapitalbeviserne		6.62 %	7.18 %	7.34 %	7.19 %	8.21 %	10.65 %
Egenkapitalbevisernes krav		105.7	120.1	132.0	139.0	170.4	3071.5
Residualinntekten		46.5	52.8	63.9	80.7	75.5	0.0
Nåverdien av residualinntekten		43.6	45.9	51.7	61.2	50.9	0.0
Sum nåverdi av residualinntekten	253.3						
Markedsverdi av egenkapitalen til eierne	1749.3						
Pris per egenkapitalbevis	93.5						

I henhold til Damodaran (2012) er det urealistisk å anta at et selskap klarer å skape en høyere egenkapitalrentabilitet enn avkastningskravet til eierne for all framtid. Det forventes dermed ingen ekstraordinær avkastning utover estimeringsperioden, noe som resulterer i at

horisontverdien blir lik 0. Summen av residualinntekten ble estimert til 253,3 mill. NOK. Dersom residualinntekten legges til den bokførte egenkapitalen per 31.12.14, blir den estimerte verdien av egenkapitalen nesten 1,75 mrd NOK, som gir en pris per egenkapitalbevis lik 93,5 NOK. Dette gir en potensiell oppside på 70 % fra kursen den 01.01.15. Dette resultatet ansees som svært høyt og skyldes i hovedsak bankens kapitalstruktur, og da bankens lave egenkapitalandel. Lav egenkapitalandel resulterer i at egenkapitalbeviserens krav, i kroner, blir relativt lavt i forhold til årsresultatet. Hvis det hadde blitt estimert en lavere utdelingsgrad hadde egenkapitalen blitt større, og residualinntekten ville blitt mindre, noe som ville resultert i en lavere pris per egenkapitalbevis.

9.2 Relativ verdsettelse

I denne delen av verdsettelsene er det gjennomført en relativ verdsettelse, hvor både multiplene til de komparative selskapene og til sparebankbransjen generelt blir sammenlignet mot multiplene til HSB. I henhold til teorien vil det i dette delkapittelet fokuseres på multiplene P/E og P/B. Av plass- og strukturmessige årsaker er det valgt å presentere samtlige P/E og P/B multipler nedenfor i samme tabeller.

I første omgang er det tatt utgangspunkt i egenkapitalbevisindeksen, og multiplene til de sparebankene som indeksen er bygget på. Her er det totalt 19 sparebanker både i varierende størrelser og risikoprofiler. Tabellen nedenfor sammenligner HSBs P/E- og P/B-multippel mot en gjennomsnittlig P/E- og P/B-multippel basert på de 18 andre sparebankene:

Tabell 59 – Beregnet P/E og P/B for bransjen

	2014	
	P/E	P/B
Helgeland Sparebank	6.99	0.50
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	6.55	0.14
Sparebank 1 Østfold Akershus	6.57	0.65
Sandnes Sparebank	11.31	0.37
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	8.85	0.89
Totens Sparebank	5.52	0.69
Sparebank Vest	6.98	0.18
Sparebank Øst	7.07	0.43
Sparebank Sør	1.06	0.14
Skue Sparebank	10.03	0.33
Sparebank 1 Nøtterøy	5.98	0.17
Sparebank 1 Nord-Norge	11.40	0.52
Sparebanken Møre	7.42	0.46
Sparebank 1 SMN	6.63	0.70
Melhus Sparebank	7.43	0.34
Jæren Sparebank	2.49	0.17
Indre Sogn Sparebank	6.01	0.16
Høland og Setskog Sparebank	10.82	0.21
Aurskog Sparebank	12.27	0.38
Bransje multiippel	7.47	0.38

Bransjemultiippelen er gjennomsnittet av alle sparebankenes multipler, eksklusive HSBs multipler. Tabell 59 viser at det er beregnet en P/E på 7,47 for bransjen, hvor HSB har en P/E på 6,99. Altså koster en krone av resultatet til bransjen 7,47 kroner, mens 1 krone av HSBs resultat koster kun 6,99 kroner. HSB er altså billigere priset på P/E i forhold til bransjen som helhet. Bransjemultiippelens P/B er 0,39, mens HSB har en P/B på 0,5. Dette betyr at for 1 krone av HSB egenkapital må en betale kun 0,5 kroner, mens for bransjen må man i snitt betale kun 0,39 per krone egenkapital. Isolert sett er HSBs egenkapital billig, men i forhold til P/E i bransjen har HSB en dyr egenkapital.

Tabell 59 viser at det er noen ekstremverdier både på P/E og P/B, noe som kommer av at sparebankene er svært forskjellig i størrelse og i risikoprofil. Det vil derfor være hensiktsmessig å beregne en P/E og P/B basert på de komparative selskapene til HSB. Nedenfor er det hentet ut P/E og P/B for de komparative selskapene, og det er laget komparative multipler for P/E og P/B som igjen sammenlignes med HSBs multipler:

Tabell 60 – Beregnet P/E og P/B for de komparative bankene

	2014	
	P/E	P/B
Helgeland Sparebank	6.99	0.50
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	6.55	0.14
Sparebank 1 Østfold Akershus	6.57	0.65
Sandnes Sparebank	11.31	0.37
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	8.85	0.89
Komparativ multipl	8.32	0.51

Tabell 60 viser at den komparative P/E har blitt noe høyere og P/B noe lavere enn tidligere. Den høye P/E-verdien dras opp av Sandnes Sparebank, som opererer med en noe høyere risikoprofil enn de andre tre bankene. Økt risiko medfører at eierne forventer et høyere resultat, som igjen priser banken høyt på P/E. HSB er også her lavere på P/E, noe som betyr at 1 krone av resultatet er billigere i HSB enn sammenlignet med den komparative P/E. HSBs P/B er omtrent likt priset mot den komparative P/B. HSBs egenkapital er dermed ikke relativt dyrere enn de komparative sparebankenes egenkapital.

Det har blitt estimert en markedsverdi på egenkapitalen til HSB ved bruk av P/E-modellen og P/B-modellen, hvor det er benyttet både bransjemultiplene og de komparative multiplene.

9.2.1 Markedsverdi P/E-modellen

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = (\text{Årsresultat}) \times \frac{P}{E}$$

Formel 34 - P/E modellen

I henhold til teorien om P/E modellen og ved bruk av formel 34 er det så estimert en verdi på egenkapitalen til HSB ved bruk av P/E-verdiene ovenfor.

Tabell 61 - Resultat av P/E modellen

Årsresultat (2014)		196	
	Markedsverdi EK	Justert for EKB%	Pris pr. EKB
P/E (bransje)	1463.6	1099.2	kr 58.8
P/E (komparativ)	1631.1	1225.0	kr 65.5

Ved bruk av «bransje P/E» får HSB en egenkapital på 1,46 mrd NOK, som blir ca. 1,1 mrd NOK når årsresultatet er justert med hensyn til egenkapitalbevisbrøken på 75,1 %. Dette gir da en pris per egenkapitalbevis (EKB) på 58,8 NOK, som er svært lik prisen per 01.01.15 på

55 NOK. Ved bruk av den «komparative P/E» prises egenkapitalen til 1,63 mrd, som blir ca. 1,2 mrd etter justeringen, og som gir en pris per egenkapitalbevis på 65,5 NOK.

9.2.2 Markedsverdi P/B-modellen

$$\text{Markedsverdi egenkapital} = \text{Bokført verdi egenkapital} \times \frac{P}{B}$$

Formel 35 - P/B-modellen

Til forskjell fra P/E modellen justeres det ikke her for egenkapitalbevisbrøken, pga. at det er resultatet som blir fordelt på bakgrunn av brøken, i tillegg til at P/B er beregnet av posten «Sum egenkapital».

Tabell 62 - Resultat av P/B modellen

Bokført egenkapital (2014)		2062	
	Markedsverdi EK	Pris pr. EKB	
P/B (bransje)	792.8	kr	42.4
P/B (komparativ)	1051.8	kr	56.2

Tabell 62 viser at egenkapitalen til HSB prises til nesten 800 mill. NOK ved bruk av «bransje P/B», som gir en pris per egenkapitalbevis lik 42,4 NOK. Den lave verdien skyldes at det er mange små sparebanker i bransjen. Ser en derimot på markedsverdien av HSBs egenkapital ved bruk av den «komparative P/B», kommer den ut på litt over 1 mrd NOK, noe som gir en pris per egenkapitalbevis lik 56,2 NOK.

9.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I kapittel 3 er det presentert to tilnærminger til opsjonsbasert verdsettelse. Nedenfor er begge metodene benyttet for å estimere verdien av egenkapitalen. Deev (2011) tilnærming tok utgangspunkt i Black-Scholes-Merton modellen (Merton, 1973), med alle seks variablene, men justert for verdsettelse av bank. Deev argumenterte for at modellen passer bra når eiendelene og gjeld kan sammenlignes. Dermed passer modellen bra for verdivurdering av bank, fordi operasjonell struktur i bank foregår på både eiendels- og gjeldssiden. Giammarino et al. (1989) bruker Mertons (1973) Black-Scholes-modell til å tolke en banks egenkapital som en kjøpsopsjon på bankens eiendeler. Modellen ser det slik at aksjonærene i banken har to muligheter ved forfall av den utestående gjelden: De kan enten kjøpe banken ved å betale nødvendig rentebetalinger og avdrag, eller gå bort fra sitt ansvar og si fra seg eierskap til

innskuddseierne og andre kreditorer. Så når opsjonen utløper, enten ved forfall av gjeld, eller når banken er revidert, er verdien av egenkapitalen gitt ved:

$$E = \max(0, V - B)$$

V er «sum eiendeler» og B er pålydende av «sum gjeld» inkludert «sum innskudd». Dette gir samme «pay-off» struktur som en vanlig kjøpsopsjon, $C = \max(0, S - X)$.

Begge tilnærmingene tar utgangspunkt i Black-Scholes modellen, men har noen ulikheter.

Tabell 63 - Ulike tilnærminger til opsjonsbasert verdsettelse med bruk av Black-Scholes

Giammarinos tilnærming		Deeys tilnærming	
$S = V$	Sum eiendeler	$S = V$	Sum eiendeler
$X = B$	Sum rentebærende gjeld	$X = B$	Sum rentebærende gjeld
r_f	-	r_f	Risikofri rente (1-års obligasjon)
σ	Prisvolatilitet markedsindeks	σ	Prisvolatilitet markedsindeks
$T = \tau$	Vektet snitt av gjeldsløpetiden	$T = \tau$	Vektet snitt av gjeldsløpetiden
d_1	$\frac{\ln\left(\frac{V}{B}\right) + \frac{\sigma^2 \times T}{2}}{\sigma \times \sqrt{T}}$	d_1	$\frac{\ln\left(\frac{V}{B}\right) + \left(r_f + \frac{\sigma^2}{2}\right) \times T}{\sigma \times \sqrt{T}}$
d_2	$d_1 - \sigma \times \sqrt{T}$	d_2	$d_1 - \sigma \times \sqrt{T}$
$C = E$	$V \times N(d_1) - B \times N(d_2)$	$C = E$	$V \times N(d_1) - B \times N(d_2)$

Tabell 64 - Vektet løpetid på utestående rentebærende gjeld i 2014

Løpetid på rentebærende gjeld			
Forfall	Tid (år)	Pålydende	Andel (%)
2015	1	843	14 %
2016	2	1500	26 %
2017	3	1400	24 %
2018	4	1400	24 %
2019	5	700	12 %
Vektet løpetid(Obl.)	2.9	5843	29 %
Løpetid (innskudd)	0.25	13971	71 %
Vektet løpetid (total)	1.04	19814	

Fra tabell 64 ser en at den gjennomsnittlige løpetiden på utestående gjeld kun 1.04 år, og denne ble derfor satt som grunnlaget for tidsfaktoren i Black-Scholes modellen. Pga. den lave løpetiden ble risikofri rente satt lik den effektive renten til en 1 års statsobligasjon, og er den samme som ble lagt til grunn i beregningsgrunnlaget for avkastningskravet i kapittel 7. Risikofri rente ble da 1,29 %, som tilsvarer en 1-års statsobligasjon. Prisivolatiliteten ble beregnet på bakgrunn av egenkapitalbevisindeksens avkastning per måned. I kapittel 7.2.2 betaestimering ble det beregnet en varians for indeksen på 0,21 %, noe som ga et standardavvik lik 4,54 %. Dette ble lagt til grunn for modellens prisivolatilitet.

Tabell 65 - Resultat av Deevs tilnærming til opsjonsbasert verdsettelsesmetode

<i>d1</i>	3.1902	<i>N(d1)</i>	0.9993															
<i>d2</i>	3.1438	<i>N(d2)</i>	0.9992															
<table border="1"> <tr> <td>P =</td> <td>Egenkapital =</td> <td>3118.6</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Egenkapitalbevisbrøk =</td> <td>75.1 %</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Egenkapital for eierne =</td> <td>2342.1</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Antall egenkapitalbevis =</td> <td>18.7</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Pris pr. egenkapitalbevis =</td> <td>kr 125.2</td> </tr> </table>				P =	Egenkapital =	3118.6		Egenkapitalbevisbrøk =	75.1 %		Egenkapital for eierne =	2342.1		Antall egenkapitalbevis =	18.7		Pris pr. egenkapitalbevis =	kr 125.2
P =	Egenkapital =	3118.6																
	Egenkapitalbevisbrøk =	75.1 %																
	Egenkapital for eierne =	2342.1																
	Antall egenkapitalbevis =	18.7																
	Pris pr. egenkapitalbevis =	kr 125.2																

Tabell 66 - Resultat av Giammarinos tilnærming til opsjonsbasert verdsettelsesmetode

<i>d1</i>	2.9005	<i>N(d1)</i>	0.9981															
<i>d2</i>	2.8541	<i>N(d2)</i>	0.9978															
<table border="1"> <tr> <td>P =</td> <td>Egenkapital =</td> <td>2852.4</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Egenkapitalbevisbrøk =</td> <td>75.1 %</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Egenkapital for eierne =</td> <td>2142.1</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Antall egenkapitalbevis =</td> <td>18.7</td> </tr> <tr> <td></td> <td>Pris pr. egenkapitalbevis =</td> <td>kr 114.6</td> </tr> </table>				P =	Egenkapital =	2852.4		Egenkapitalbevisbrøk =	75.1 %		Egenkapital for eierne =	2142.1		Antall egenkapitalbevis =	18.7		Pris pr. egenkapitalbevis =	kr 114.6
P =	Egenkapital =	2852.4																
	Egenkapitalbevisbrøk =	75.1 %																
	Egenkapital for eierne =	2142.1																
	Antall egenkapitalbevis =	18.7																
	Pris pr. egenkapitalbevis =	kr 114.6																

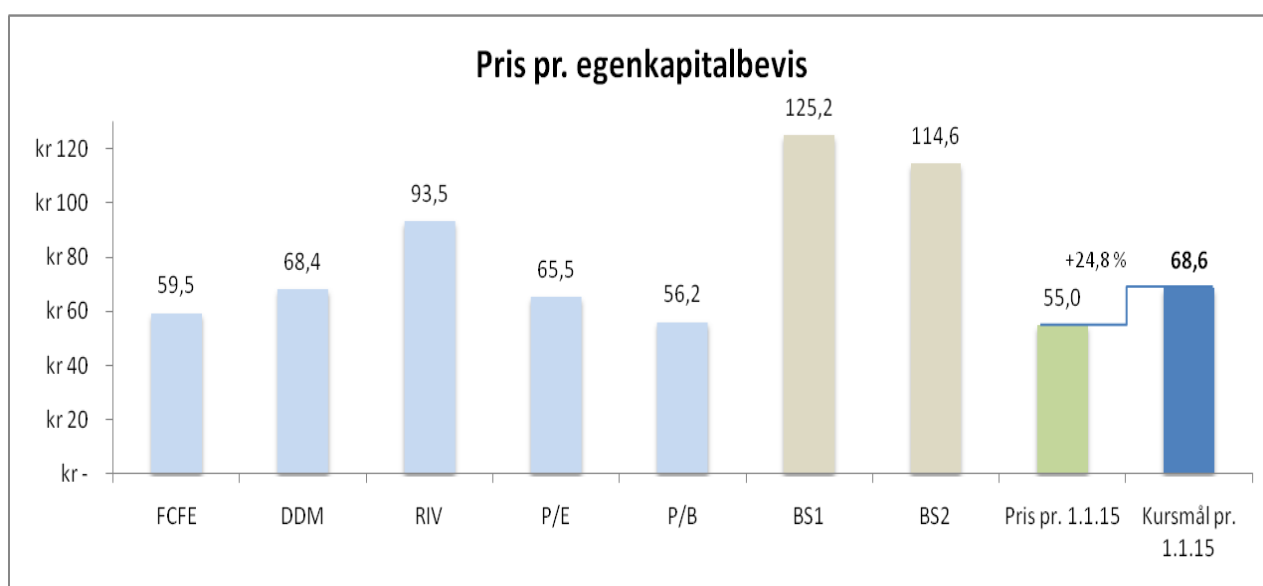
Tabell 65 og 66 viser at de forskjellige tilnærmingene, også gir forskjellige verdier på egenkapitalen. De ulike fremgangsmåtene gir også en høy verdi på egenkapitalen, noe som skyldes at metodene tar hensyn til fleksibiliteten. I Deevs tilnærming til opsjonsbasert verdsettelse vurderes egenkapitalen til over 3,1 mrd NOK, og justert for egenkapitalbevisbrøken gir det en egenkapital på over 2,3 mrd NOK. Dette gir en pris per egenkapitalbevis på 125,2 NOK, noe som gir en potensiell oppside på 127,6 %. Giammarinos tilnærming gir et noe lavere estimat på egenkapitalen. Egenkapitalen verdsettes til over 2,8 mrd NOK, og justert for egenkapitalbevisbrøken gir det en verdi på litt over 2,1 mrd NOK.

Prisen per egenkapitalbevis ble da 114,6 NOK, som teoretisk sett skulle gitt en oppside på over 108,4 %.

De to forskjellige tilnærmingene er begge basert på mange forutsetninger og usikre størrelser, og med dette utgangspunktet blir opsjonsbasert verdsettelse svært usikkert og sensitivt for endringer i de underliggende variablene. Fremgangsmåtene er også blitt hentet fra to forskjellige artikler, og kan ikke sies å være anerkjent faglitteratur innenfor verdsettelse. Det kan derfor reises tvil rundt de estimerte kursmålene. Det er også vanskelig å argumentere for verdiesimatet siden fleksibilitetens andel ikke er kjent. Kursmålene ble derfor ikke medregnet i totalgrunnlaget for oppgavens konklusjon, men heller tatt med som en bekreftelse på verdien av HSB, inkludert fleksibiliteten.

9.4 Oppsummering av kursmål

De gjennomførte metodene ovenfor blir her presentert sammen, og det er beregnet et kursmål ved å ta et gjennomsnitt av de aktuelle metodene. De opsjonsbaserte verdsettelsesmetodene ble som tidligere nevnt ekskludert, men presenteres likevel for sammenligningens skyld som henholdsvis BS1 (Deev) og BS2 (Giammarino et al.) figuren nedenfor.



Figur 28 - Pris pr. egenkapitalbevis – oppsummering

Fra resultatet i figur 28 ble prisen per egenkapitalbevis estimert til 68,6 NOK, noe som gir en oppside på 24,8 % fra en aksjekurs på 55 NOK. Dette verdsetter eiernes egenkapital til litt under 1,3 mrd NOK.

Tabell 28 viser at det er stor spredning i kursmålene. I henhold til teorien skal verdsettelsesmetodene som verdsetter egenkapitalen være konsistente, og gi forholdsvis like

resultat. Det forutsetter imidlertid like «input» og forutsetninger for modellene. Verdssettelse av en bankvirksomhet, er som gjennomgått tidligere, en komplisert prosess, og egenkapitalbevisbrøken kompliserer verdsettelsesprosessen. Det er derfor gjennomført ulike forutsetninger og forenklinger underveis i oppgaven, noe som medfører ulike resultat fra modellene. DDM baserer seg på færre forutsetninger enn de andre egenkapitalmetodene, og vil derfor være den mest anvendelige verdsettelsesmetoden i denne oppgaven.

10.0 Følsomhetsanalyse

10.1 Sensitivitetsanalyse

Verdsettelse er preget av stor usikkerhet rundt verdiestimatene, og det er derfor hensiktsmessig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Selv om mye av verdsettelsen er basert på uavhengige variabler som input i inntektsmodellen, er det også gjort forutsetninger og forenklinger som kan gi ulike utslag på prisen per egenkapitalbevis. Fordelen med å gjennomføre en sensitivitetsanalyse er at det isolerer endringen i verdiestimatet ved en marginal endring i en av variablene. Sensitivitetsanalysen ble gjennomført på basis av de fundamentale verdsettelsesmetodene, og de variablene som ble testet er de som ikke lot seg estimere eller finne fornuftige prognoser for, og er følgende:

- Avkastningskravet til horisontverdien
- Evig vekstfaktor i FCFE
- Evig vekstfaktor i utbytte
- Utlånspåslag
- Innlånspåslag

10.1.1 Avkastningskravet for horisontverdi og evig vekstfaktor

I perioden 2015-2019 ble det benyttet ulike avkastningskrav for de forskjellige årenes estimerte kontantstrømmer. Dette medførte vanskeligheter med å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for avkastningskravet til egenkapitalbevisene. Sensitivitetsanalysen ble derfor kun gjennomført for avkastningskravet benyttet ved diskontering av horisontverdien. Horisontverdien er den estimerte verdien på egenkapitalen, gitt evig vekst, og diskonteringsfaktoren for denne verdien vil derfor kunne gi store utslag for det totale verdiestimatet på egenkapitalen.

Den evige vekstfaktoren er en vanskelig størrelse å anslå, og ble valgt på bakgrunn av Norges Banks inflasjonsmål. Størrelsen på den evige vekstfaktoren har stor påvirkning på verdiestimatet, og variabelen testes derfor for å fremheve usikkerheten i verdiestimatet ved endringer i denne variabelen. Avkastningskravet for horisontverdien varierer med $\pm 0,5$ % i samtlige tabeller nedenfor. Evig vekst i FCFE, utbytte, egenkapital og årsresultat varierer også med $\pm 0,5$ % i samtlige tabeller.

Tabell 67 - Sensitivitetstabell evig vekst i FCFE og avkastningskrav for HV med FCFE

		Avkastningskravet for horisontverdien								
		8.65 %	9.15 %	9.65 %	10.15 %	10.65 %	11.15 %	11.65 %	12.15 %	12.65 %
Evig vekst i FCFE	1.0 %	65.9	61.8	58.3	55.2	52.4	50.0	47.7	45.7	43.9
	1.5 %	69.5	65.0	61.0	57.6	54.5	51.8	49.4	47.2	45.2
	2.0 %	73.7	68.6	64.1	60.3	56.9	53.9	51.2	48.8	46.7
	2.5 %	78.6	72.7	67.7	63.3	59.5	56.2	53.2	50.6	48.3
	3.0 %	84.3	77.5	71.7	66.8	62.5	58.8	55.5	52.6	50.1
	3.5 %	91.2	83.1	76.4	70.7	65.9	61.7	58.1	54.8	52.0
	4.0 %	99.6	89.9	82.0	75.4	69.8	65.0	60.9	57.3	54.2

Tabell 67 viser endringen i kursmålet funnet ved bruk av FCFE, dersom det blir en marginal endring i avkastningskravet til horisontverdien, eller i evig vekst i fri kontantstrøm til egenkapitalen, eller begge. Resultatet av tabellen viser at dersom avkastningskravet til horisontverdien endres til 12,65 %, altså opp 2 %, vil kursen ha gått ned til 48,3 NOK. Dette gir en endring på -18,9 % fra dagens kursmål. Går avkastningskravet i motsatt retning, altså helt ned til 8,65 %, går kursmålet opp til 78,6 NOK. Det medfører en oppgang på over 32 % i verdierestimatet til egenkapitalbeviset.

Ved endring av den evige vekstfaktoren med f.eks. 1,5 %, altså ned til 1,0 % evig vekst i FCFE, vil kursmålet gå ned til 52,4 NOK. Det gir en nedgang på omtrent 12 % fra dagens kursmål. Dersom evig vekst går opp til 4 %, ville verdierestimatet per egenkapitalbevis blitt 69,8 NOK, som er en oppgang på 17,3 % fra dagens verdi. Konklusjonen er at en endring i avkastningskravet har betydelig større positiv påvirkning på verdierestimatet enn endring i evig vekst i FCFE.

Tabell 68 - Sensitivitetstabell for evig vekst i utbytte og avkastningskrav med DDM

		Avkastningskravet for horisontverdien								
		8.65 %	9.15 %	9.65 %	10.15 %	10.65 %	11.15 %	11.65 %	12.15 %	12.65 %
Evig vekst i utbytte	1.0 %	75.9	71.2	67.0	63.3	60.1	57.1	54.5	52.2	50.0
	1.5 %	80.2	74.9	70.2	66.2	62.6	59.3	56.5	53.9	51.6
	2.0 %	85.2	79.1	73.9	69.3	65.3	61.8	58.6	55.8	53.3
	2.5 %	91.0	84.0	78.0	72.9	68.4	64.5	61.0	57.9	55.2
	3.0 %	97.7	89.7	82.8	77.0	72.0	67.6	63.7	60.3	57.3
	3.5 %	105.8	96.3	88.4	81.7	76.0	71.0	66.7	62.9	59.6
	4.0 %	115.7	104.3	94.9	87.1	80.6	75.0	70.1	65.9	62.2

Tabell 68 viser sensitiviteten ved marginal endring i avkastningskravet for horisontverdien, og i evig vekst i utbytte ved bruk av DDM. Verdierestimatet varierer mellom 91 NOK, dersom

avkastningskravet går ned med to prosent, og 55,2 NOK dersom avkastningskravet går opp med to prosent. I prosent tilsvarer det en økning på omtrent 33 % ved nedgang i avkastningskravet, og reduksjon med 19,4 % ved økning i avkastningskravet. Utfallet er, som forventet, forholdsvis likt resultatet fra den forrige analysen.

Ved endring i evig vekst i utbytte vil en endring på ± 2 % i vekstfaktoren medføre at verdierestimatet varierer mellom 60,1 NOK og 80,6 NOK. Dette tilsvarer en nedgang på 12,2 % ved en nedgang på to prosent i evig vekst i utbytte, og en oppgang på 17,7 % ved en oppgang på to prosent i samme variabel. I DDM vil en endring i avkastningskravet for horisontverdien ha stor påvirkning på verdierestimatet, samtidig som endring i evig vekst ikke påvirker i samme grad.

10.1.2 Utlånspåslag og innlånspåslag

En av forutsetningene for oppgavens inntektsmodell er at rentepåslagene for fremtidige renter, både utlåns- og innlånsrente, er satt konstante. Dette er en av modellens svakheter, men som sagt innledningsvis ble dette for utfordrende å estimere. Rentepåslagene har også blitt delvis bekreftet gjennom samtaler med ledelsen i banken, og det kom frem at begge rentene stort sett er konstante. Utlånspåslaget ble derfor satt til 3,65 %, basert på et historisk gjennomsnitt i forskjellen mellom renten og styringsrente, mens innlånspåslaget ble satt til 1,07 % basert på samme framgangsmåte.

Nedenfor blir det gjennomgått sensitivitetsanalyser for de tre fundamentale verdsettelsesmetodenes verdierestimat per egenkapitalbevis, ved marginal endring i rentepåslagene.

Tabell 69 - Sensitivitetstabell for innlånspåslag og utlånspåslag med FCFE

		Utlånspåslag								
		3.25 %	3.35 %	3.45 %	3.55 %	3.65 %	3.75 %	3.85 %	3.95 %	4.05 %
Innlånspåslag	0.77 %	55.5	59.5	63.4	67.4	71.3	75.2	79.2	83.1	87.1
	0.87 %	51.6	55.6	59.5	63.4	67.4	71.3	75.2	79.2	83.1
	0.97 %	47.7	51.6	55.6	59.5	63.4	67.4	71.3	75.2	79.2
	1.07 %	43.7	47.7	51.6	55.6	59.5	63.4	67.4	71.3	75.2
	1.17 %	39.8	43.7	47.7	51.6	55.6	59.5	63.4	67.4	71.3
	1.27 %	35.9	39.8	43.7	47.7	51.6	55.6	59.5	63.4	67.4
	1.37 %	31.9	35.9	39.8	43.7	47.7	51.6	55.6	59.5	63.4

Tabellen ovenfor viser at en total endring på $\pm 0,4$ % utlånspåslaget, vil resultere i at verdierestimatet ved FCFE-metoden varierer mellom 43,7 NOK og 75,2 NOK. Dette tilsvarer

en nedgang på 26,5 % ved en nedgang i utlåns påslaget, og en tilsvarende prosentvis oppgang, ved en økning i utlåns påslaget. For tilsvarende endring i innlåns påslaget vil verdiestimatet variere mellom 47,7 NOK og 71,3 NOK, noe som gir en prosentvis endring lik $\pm 18,1$ % i prisen per egenkapitalbevis.

Tabell 70 - Sensitivitetstabell for innlåns påslag og utlåns påslag med DDM

		Utlåns påslag								
		3.25 %	3.35 %	3.45 %	3.55 %	3.65 %	3.75 %	3.85 %	3.95 %	4.05 %
Innlåns påslag	0.77 %	64.3	68.4	72.6	76.7	80.8	84.9	89.1	93.2	97.3
	0.87 %	60.2	64.3	68.4	72.6	76.7	80.8	84.9	89.0	93.2
	0.97 %	56.0	60.2	64.3	68.4	72.5	76.7	80.8	84.9	89.0
	1.07 %	51.9	56.0	60.2	64.3	68.4	72.5	76.7	80.8	84.9
	1.17 %	47.8	51.9	56.0	60.2	64.3	68.4	72.5	76.7	80.8
	1.27 %	43.6	47.8	51.9	56.0	60.1	64.3	68.4	72.5	76.6
	1.37 %	39.5	43.6	47.8	51.9	56.0	60.1	64.3	68.4	72.5

En endring i utlåns påslaget vil for DDM resultere i at verdiestimatet varierer mellom 51,9 NOK og 84,9 NOK. Dette gir en prosentvis endring på $\pm 24,12$ % i prisen per egenkapitalbevis, med en endring på kun $\pm 0,4$ % i utlåns påslaget. Endringen i utlåns påslaget påvirker verdiestimatet mindre enn hva som var tilfellet ved bruk av FCFE. Endring i innlåns påslaget gir også i DDM en mindre påvirkning på prisen per egenkapitalbevis, i forhold til ved endring i utlåns påslaget. Det resulterer i en endring på $\pm 18,1$ % ved en endring på $\pm 0,4$ % i innlåns påslaget.

Tabell 71 - Sensitivitetstabell for innlåns påslag og utlåns påslag med RIV

		Utlåns påslag								
		3.25 %	3.35 %	3.45 %	3.55 %	3.65 %	3.75 %	3.85 %	3.95 %	4.05 %
Innlåns påslag	0.77 %	91.3	93.8	96.3	98.7	101.2	103.6	106.1	108.5	111.0
	0.87 %	88.8	91.3	93.7	96.2	98.6	101.1	103.5	106.0	108.4
	0.97 %	86.3	88.7	91.2	93.6	96.1	98.5	101.0	103.4	105.9
	1.07 %	83.7	86.2	88.6	91.1	93.5	96.0	98.5	100.9	103.4
	1.17 %	81.2	83.6	86.1	88.5	91.0	93.5	95.9	98.4	100.8
	1.27 %	78.6	81.1	83.6	86.0	88.5	90.9	93.4	95.8	98.3
	1.37 %	76.1	78.6	81.0	83.5	85.9	88.4	90.8	93.3	95.7

I RIV vil en endring på utlåns påslaget gi en prosentvis endring i prisen per egenkapitalbevis lik $\pm 10,49$ %. Som er betydelig mindre endringen i prisen per egenkapitalbevis i FCFE ved endring i utlåns påslaget. RIV-modellen gir derfor uttrykk for å være mindre sensitiv for

endring i utlånspåslaget enn FCFE modellen. Ved endring i innlånspåslaget vil prisen per egenkapitalbevis variere mellom 85,9 NOK og 101,2 NOK, noe som tilsvarer en prosentvis endring lik $\pm 8,1$ % i forhold til 93,5 NOK.

10.2 Scenarioanalyse

Inntektsmodellen er basert på historisk vekst, befolkningsutvikling på Helgeland og endring i styringsrente. Tabellene under viser ulike scenarioer for befolkningsutvikling på Helgeland og ulike styringsrenter i fremtiden. All data er hentet fra de samme kildene som ved presentasjon av modellen i pkt 8.2. Utfallet i de ulike scenarioene er presentert for de fundamentale verdsettelsesmetodene FCFE, DDM og RIV.

Tabell 72 - Scenarioanalyse for ulike befolkningsvekster på Helgeland og endring i kursmål

Befolkningsvekst på Helgeland (ssb.no)	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	FCFE	DDM	RIV
Høy vekst	0.63 %	0.73 %	0.78 %	0.80 %	0.85 %	61.8	70.9	94.4
Middels vekst	0.42 %	0.45 %	0.45 %	0.44 %	0.43 %	59.5	68.4	93.5
Lav vekst	0.21 %	0.15 %	0.14 %	0.08 %	0.05 %	57.3	66.0	92.7

Befolkning på Helgeland er som nevnt en av faktorene i inntektsmodellen, og kan ha stor påvirkning på verdiestimatene for HSBs egenkapitalbevis. Tabell 74 viser at SSB har estimert ulike vekstprognoser for fremtiden, der den opprinnelige inntektsmodellen er basert på et gjennomsnitt av de ulike scenarioene til SSB.

Scenarioene med høy befolkningsvekst på Helgeland påvirker FCFE metoden slik prisen per egenkapitalbevis varierer mellom 57,3 NOK til 61,8 NOK. Påvirkning ser man også på DDM, som varierer mellom 66 NOK og 70,9 NOK. Størst påvirkning skjer for RIV, noe som kommer av modellens avhengighet til forventet årsresultat basert på avkastningskravet. RIV varierer mellom 92,7 NOK og 94,4 NOK. Scenarioanalysen viser at endring i befolkningsvekst på Helgeland vil ha en påvirkning på utfallet av verdiestimatet, men ikke vil resultere i de store svingningene.

Tabell 73 – Scenarioanalyse med ulike styringsrenter og endring i kursmål

Styringsrentens rentebane (norges-bank.no):	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	FCFE	DDM	RIV
Høyere enn forventet	1.25 %	1.50 %	1.75 %	1.85 %	2.00 %	54.4	63.0	91.2
Forventet styringsrente	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.25 %	1.25 %	59.5	68.4	93.5
Lavere enn forventet	1.00 %	0.75 %	0.50 %	0.50 %	0.75 %	61.6	71.1	94.5

Styringsrenten er på lik linje med befolkning en forklarende faktor for renteinntekter og rentekostnader i banken. Ulike scenarioer for styringsrenten gir derfor ulike verdiestimat for egenkapitalbevisene til HSB. FCFE-metoden gir en pris per egenkapitalbevis mellom 54,4

NOK og 61,6 NOK, altså en svingning på 7,2 NOK ved de ulike scenarioene. DDM vil ved endring i styringsrenten gi en variasjon i verdiestimatet på 8,1 NOK. RIV-metoden er den av verdsettelsesmetodene som er minst følsom for endring i styringsrenten, hvor prisen per egenkapitalbevis varierer mellom 91,2 NOK og 94,5 NOK. Ulike scenarioer i styringsrenten har da en større påvirkning på prisen per egenkapitalbevis enn de ulike scenarioene for befolkningsutvikling.

11.0 Konklusjon og videre forskningsområder

Formålet med denne masteroppgaven har vært å verdsette egenkapitalbeviset til Helgeland Sparebank per 01.01.2015.

I arbeidet med å verdsette HSB har det blitt gjennomført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. På bakgrunn av disse analysene er det så utarbeidet prognoser for fremtidsregnskapet som danner basis for verdsettelsesmodellene. Den strategiske analysen avdekket at banken har et godt omdømme, og de drar fordeler ved å være den eneste sparebanken på Helgeland. Bankbransjen karakteriseres ved at det er en hard konkurranse om kundene, og at det er få muligheter til å differensiere seg. Framtidsutsiktene synes positive for HSB og Helgeland, og prognostisert økt befolkningsvekst i regionen vil mest sannsynlig medføre økt vekst for banken.

Regnskapsanalysen avdekket at banken har en god likviditet og soliditet. De har oppfylt alle eksisterende og kommende kapitalkrav som følge av innføringen av Basel III. Bankbransjen har historisk sett vært en bransje som har vært sterkt preget av reguleringer og krav fra myndighetene, og det sees ikke bort fra at det også i fremtiden vil kunne komme nye, strengere krav til bransjen. Sammenligning blant de komparative selskapene viste at HSB har en noe lavere lønnsomhet enn gjennomsnittet av de komparative selskapene. Banken har en god styring av kredittkvaliteten på deres utlånsportefølje, og det ble konkludert med at de også i fremtiden kunne forvente lave tap på sine utlån. Det ble heller ikke avdekket noen negative konjunkturutsikter som kunne gi utslag i bankens fremtidige drift.

I selve verdsettelsen er det benyttet mange ulike metoder for å verdsette egenkapitalen til HSB. Egenkapitalbeviset ble verdsatt til å være verdt 68,6 NOK per 01.01.15, og egenkapitalbeviset ble på samme tidspunkt omsatt til 55 NOK, noe som gir en rabatt på ca 24,8 %. Instrumentet var dermed, ut fra de gjennomførte beregningene, underpriset på børsen. Til sammenligning er prisen på egenkapitalbeviset per 30.04.15 på 60,5 NOK, som innebærer en potensiell oppside på 13,4 % fra den beregnede verdien. Kursmålet ble fastsatt ved å ta et gjennomsnitt av de ulike kursmålene fra den fundamentale og relative verdsettelsen. Det ble også gjennomførte en opsjonsbasert verdsettelse, men disse kursmålene ble holdt utenfor gjennomsnittet, da denne fremgangsmåten er noe kontroversiell, i tillegg til at den var basert på mange forutsetninger. Følsomhetsanalysen viste at kursmålet er svært sensitivt, og små endringer i noen av de underliggende faktorene vil gi store utslag i det estimerte kursmålet.

De underliggende faktorene som ga de største svingningene i kursmålet, var endring i avkastningskravet til horisontverdien og endring i evige vekstfaktorer.

Verdsettelse er et tema innenfor finans hvor det tidligere har blitt gjennomført mye forskning. Likevel er det uutforskede områder hvor det vil være aktuelt med videre forskning. Temaer som kan være aktuelle å forske videre på er den opsjonsbaserte tilnærmingen, og da spesielt i anvendelse innenfor bankbransjen. Det er lite teori på praktisk implementering av opsjonsbasert verdsettelse i bankbransjen, og få som har gjennomført denne tilnærmingen i praksis. Andre områder som er aktuelle for videre forskning er å utvide inntektsmodellen som har blitt konstruert i oppgaven, samt identifisere flere faktorer som påvirker kontantstrømmene. Det vil også være aktuelt å teste overførbarheten av modellen til andre områder og bransjer.

Litteraturliste

Bøker

- BODIE, Z., KANE, A. & MARCUS, A. J. 2014. *Investments*, Maidenhead, McGraw-Hill Education.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. & ALLEN, F. 2011. *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill/Irwin.
- DAHL, G. A., HANSEN, T., HOFF, R. & KINSERDAL, A. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*, Oslo, Cappelen Akademisk Forlag.
- DAMODARAN, A. 2012. *Investment Valuation*, New Jersey, John Wiley & Sons.
- EASTERBY-SMITH, M., THORPE, R. & JACKSON, P. 2012. *Management Research*, Sage Publications.
- FERNANDEZ, P. 2002. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Burlington, MA, USA, Academic Press.
- GOEDHART, M., KOLLER, T. & WESSEL, D. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, John Wiley & Sons.
- JACOBSEN, D. I. 2010. *Hvordan gjennomføre undersøkelser*, Høyskole Forlaget.
- JOHANNESSEN, A., CHRISTOFFERSEN, L. & TUFTE, P. A. 2011. *Forskningsmetode*, Abstrakt.
- JOHNSON, G., WHITTINGTON, R. & SCHOLES, K. 2011. *Exploring Strategy - Text & Cases*, England, Pearson Education Limited.
- KALDESTAD, Y. & MØLLER, B. 2011. *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*, Solli, 0230 Oslo, DnR Kompetanse AS
- KRISTOFFERSEN, T. 2012. *Årsregnskapet - En grunnleggende innføring*, Fagbokforlaget.

- LARRABEE, D. T. & VOSS, J. A. 2012. *CFA Institute Investment Perspectives : Valuation Techniques : Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*, Somerset, NJ, USA, John Wiley & Sons.
- LØWENDAHL, B. R. & WENSTØP, F. E. 2008. *Grunnbok i strategi*, Cappelen Damn
- MASARI, M., GIANFRATE, G. & ZANETTI, L. 2014. *Valuation of Financial Companies : Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. Somerset, NJ, USA: John Wiley & Sons, Incorporated.
- MILLER, W. D. 2010. *Value Maps : Valuation Tools That Unlock Business Wealth*, Hoboken, NJ, USA, John Wiley & Sons.
- RAWLEY, T. & GUP, B. E. 2010. *Valuation Handbook : Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*, Hoboken, NJ, USA, John Wiley & Sons.
- RINGDAL, K. 2013. *Enhet og mangfold*. Fagbokforlaget.
- ROOS, G., VON KROGH, G. & ROOS, J. 2010. *Strategi - en innføring*, Bergen, Fagbokforlaget.
- THORESEN, O. 2007. *Verdsettelse av aksjer*, Oslo, Hegnar Media.
- WARNER, A. G. 2010. *Strategic Analysis and Choice: A Structured Approach*, New York, NY, USA, Business Expert Press.
- YIN, R. K. 2012. *Case Study Research*, SAGE Publications.

Elektroniske data

- AFTENPOSTEN.NO. [Lest 29.01.2015]. *Sveitsiske franc rett til vars* [Online]. Aftenposten. Available: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Sveitsiske-franc-rett-til-vars-7862066.html>.
- AN.NO. [Lest 06.03.2015]. *Tok tap på 13 mill. for å sikre videre drift i Træna* [Online]. an.no. Available: <http://www.an.no/nyheter/article7529875.ece>.

BANKENESSIKRINGSFOND.NO. [Lest 03.03.2015]. *Garanterer for to millioner* [Online].

Bankenes-Sikringsfond. Available: <http://www.bankenessikringsfond.no/>.

DAMODARAN, A. 16.03.2015. *TotalBetaEurope.xls* [Online]. NYU Stern. Available:

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/totalbetaEurope.xls>.

DAMODARAN, A. 18.03.2015. *Ctryprem.xls* [Online]. NYU Stern Available:

<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>.

DN.NO. [Lest 29.01.2015]. *Svekket krone gir lånesmell* [Online]. DN.no. Available:

<http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/11/23/2056/Valuta/svekket-krone-gir-lnesmell>.

EVRY.NO. [Lest 09.04.2015]. *EVRY inngår langsiktig avtale med fire banker* [Online].

Available: <https://www.evry.no/bedrift/investor/bors-og-pressemeldinger/evry-inngar-langsiktig-avtale-med-fire-banker-1882506/>.

FERNANDEZ, P. 18.03.2015. *Market Risk Premium used in 88 countries in 2014: A survey with 8,228 answers* [Online]. Available: <http://ssrn.com/abstract=2450452>.

FINANSDEPARTEMENTET.NO. [Lest 09.04.2015]. *Regjeringen varsler veksttiltak for næringslivet i Fastlands-Norge* [Online]. Available:

<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/regjeringen-varsler-veksttiltak-for-nari/id725998/>.

FINANSDEPARTEMENTET.NO. [Lest 26.01.2015]. *Endringer i*

finansieringsvirksomhetsloven og verdipapirhandelloven (nye kapitalkrav mv.) - Basel III [Online]. Available:

<http://omega.regjeringen.no/nn/dep/fin/Dokument/proposisjonar-og-meldingar/prop/2012-2013/prop-96-1-20122013/3/2.html?id=719267>.

FINANSDEPARTEMENTET.NO. [Lest 27.01.2015]-a. *Høring – NOU 2014: 13*

Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi [Online]. Available:

- <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/horing--nou-2014-13-kapitalbeskatning-i-en-internasjonalekonomi/id2357184/>.
- FINANSDEPARTEMENTET.NO. [Lest 27.01.2015]-b. *Nytt offentlig skatteutvalg* [Online]. Available: <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/nytt-offentlig-skatteutvalg/id717804/>.
- FINANSTILSYNET.NO. [Lest 05.02.2015]. *Krav til konsesjon* [Online]. Available: <http://www.finanstilsynet.no/no/Bank-og-finans/Banker/Tilsyn-og-overvakning/Krav-til-konsesjon/>.
- FINANSTILSYNET.NO. [Lest 26.01.2015]. *Basel III / CRD IV* [Online]. Available: <http://www.finanstilsynet.no/no/Verdipapiromradet/Verdipapirforetak/Tema/Basel-III-CRD-IV/>.
- FNO.NO. [Lest 02.02.2015]. *1,6 millioner nordmenn bruker mobilbank* [Online]. Available: <https://www.fno.no/aktuelt/nyheter/2014/04/16-millioner-nordmenn-bruker-mobilbank/>.
- FNO.NO. [Lest 05.02.2015]. *Antall ekspedisjonssteder* [Online]. Available: <https://www.fno.no/statistikk/bank/antall-ekspedisjonssteder/>.
- HSB.NO. [Lest 12.02.2015]-a. *Delårspresentasjon 4. kvartal 2014* [Online]. Available: <https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/79caef004756aa958503ed6d02563755/HELG+presentasjon+Q4-14.pdf?MOD=AJPERES>.
- HSB.NO. [Lest 12.02.2015]-b. *Q4 delårsrapport foreløpig regnskap 4.kvartal 2014* [Online]. Available: <https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/cc27be8047447cb8a4f1ed6d02563755/HSB+Q4+2014.pdf?MOD=AJPERES>.
- HSB.NO. [Lest 27.01.2015]. *Helgeland Sparebanks visjon og forretningsidé* [Online]. Available:

- https://www.hsb.no/wps/portal/4530/omoss/artikkel?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/4530InnholdInternett/4530Internet/Om+oss/Visjon.
- KPMG.NO. [Lest 06.03.2015]. *Nye kapitalkrav for de norske bankenehøyere* [Online]. Available: <http://www.kpmg.no/arch/img/9832688.pdf>.
- LOVDATA.NO. [Lest 11.04.2015]. *Forskrift om kapitalkrav for forretningsbanker, sparebanker, finansieringsforetak, holdingselskaper i finanskonsern, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond mv. (kapitalkravsforskriften)*. [Online]. Available: https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2006-12-14-1506/KAPITTEL_7-2#KAPITTEL_7-2.
- MOODY'S. 01.03.2015. *Credit Opinion: Helgeland Sparebank* [Online]. Available: <https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/59509c8047f30b919b1bff6d02563755/Moody%27s+Credit+opinion+Oct+29+th+2014+.pdf?MOD=AJPERES>.
- NETFONDS.NO. [Lest 18.03.2015]. *Oslo Børs Benchmark* [Online]. Available: <http://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=OSEBX.OSE>.
- NORGES-BANK.NO. [Lest 10.02.2015]. *Risikopåslag på bankenes langsiktige innlån* [Online]. Norges Bank. Available: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Signerte-publikasjoner/Staff-Memo/2014/Staff-Memo-12014/>.
- NORGES-BANK.NO. [Lest 10.04.2015]. *Pengepolitisk rapport - Med vurdering av finansiell stabilitet 2015* [Online]. Available: http://static.norges-bank.no/pages/102900/PPR_1_2015.pdf.
- NORGES-BANK.NO. [Lest 13.03.2015]. *Inflasjon* [Online]. Available: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>.
- NORGES-BANK.NO. [Lest 18.03.2015]. *Styringsrenten* [Online]. Available: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>.

NORGES-BANK.NO. [Lest 23.02.2015]. *Diverse renter, årsgjennomsnitt av daglige noteringer* [Online]. Available: http://www.norges-bank.no/WebDAV/stat/no/renter/v2/renter_aar_ukoplet.xls.

ODINFOND.NO. [Lest 09.02.2015]. *Avkastningskalkulator* [Online]. ODIN-Forvaltning-AS. Available: <http://odinfond.no/kalkulatorer/avkastningskalkulator/>.

OSLOBORS.NO. [Lest 02.03.2015]. *Kursoversikt* [Online]. Available: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/HELG.OSE/overview>.

OSLOBORS.NO. [Lest 08.04.2015]. *Egenkapitalbevis indeks* [Online]. Available: <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEEX.OSE/overview>.

OSLOBORS.NO. [Lest 29.01.2015]. *Økte nedskrivninger for verdifall i SpareBank 1 BV for 4. kvartal 2014* [Online]. SpareBank-1-BV. Available: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=369812>.

PWC.NO. [Lest 13.03.2015]. *Risikopremien i det norske markedet* [Online]. Available: http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf.

REVISORFORENINGEN.NO. [Lest 27.01.2015]. *Scheel-utvalget foreslår 20 prosent skatt for alle* [Online]. Available: <http://www.revisorforeningen.no/d9657793/scheel-utvalget-foreslar-20-prosent-skatt-for-alle>.

SPAREBANKFORENINGEN.NO. [Lest 17.03.2015]. *Om egenkapitalbevis* [Online]. Available: <http://www.sparebankforeningen.no/id/1082>.

SPAREBANKFORENINGEN.NO. [Lest 25.02.2015]. *Sparebankene etter størrelse 2012* [Online]. Available: <http://www.sparebankforeningen.no/id/17835.0>.

SPAREBANKSTIFTELSEN-HELGELAND.NO. [Lest 26.01.2015]. *Forvalter av egenkapitalbevis i Helgeland Spareban* [Online]. Sparebankstiftelsen Helgeland. Available: <http://www.sparebankstiftelsen-helgeland.no/ipub/pages/om-oss.php>.

SSB.NO. [Lest 18.02.2015]. *Befolkningens utdanningsnivå* [Online]. Available:

<https://www.ssb.no/utdanning/statistikker/utniv>.

SSB.NO. [Lest 29.01.2015]-a. *Konjunkturtendensene for Norge* [Online]. Available:

<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/konjunkturtendensene-for-norge>.

SSB.NO. [Lest 29.01.2015]-b. Økonomiske analyser 6/2014. Available:

<https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/konjunkturtendensene-2014-6>.

ÅRSRAPPORT-2013. [Lest 04.03.2015]. *Årsrapport 2013* [Online]. Available:

<https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/3497c380437760faa566b5db204c4077/HELG+aarsregnskap+2013+NO.pdf?MOD=AJPERES>.

ÅRSRAPPORT-2014. [Lest 04.03.2015]. *Årsrapport 2014* [Online]. Available:

<https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/df1f690047c8a2d3979aff6d02563755/HELG+%C3%A5rsregnskap+2014.pdf?MOD=AJPERES>.

Artikler

DAHL, G. A. 2010. Verdivurdering gjennom 25 år. *Praktisk økonomi & finans*, 26, s. 42.

DAMODARAN, A. 2009. Valuing Financial Service Firms. s. 1-34.

DEEV, O. 2011. Methods Of Bank Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing*, s. 33-44.

DYRNES, S. 2004. Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans* [Online], Nr. 1.s. 43-52 Available:

http://www.idunn.no/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer.

EY.COM. Des. 2014. Scheel-utvalgets utredning. *Skatt og avgift* [Online], Nr. 9.s. 2-10

Available: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-scheelutvalgets-utredning/\\$FILE/skatt-og-avgift-nyhetsbrev-nr-9-desember-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-scheelutvalgets-utredning/$FILE/skatt-og-avgift-nyhetsbrev-nr-9-desember-2014.pdf).

- FINANSTILSYNET.NO. 2009. Beregningsmodell for Finanstilsynets likviditetsindikator 1 og 2. *Risikobasert tilsyn* [Online].s. 1-16 Available: <http://www.finanstilsynet.no/Global/Bank%20og%20Finans/Banker/Tilsyn%20og%20overv%C3%A5king/Tilsyn/Beregningsmodell%20for%20Finanstilsynets%20likviditetsindikatorer%201.desember%202009b.pdf>.
- GIAMMARINO, R., SCHWARTZ, E. & ZECHNER, J. 1989. Market Valuation of Bank Assets and Deposit Insurance in Canada. *The Canadian Journal of Economics*, 22, s. 109-127.
- INDEKS-NORDLAND 2015. Indeks Nordland - En rapport om utviklingen gjennom 2014 og utsiktene for 2015. s. 1-43.
- MERTON, R. C. 1973. Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, s. 141-183.
- NORGES-BANK.NO. 2011. Bankers likviditet og finansiering. *Penger og Kreditt* [Online].s. 23-29 Available: http://www.norges-bank.no/pages/87618/Bankers_likviditet_og_finansiering.pdf.
- NORGES-BANK.NO. 2013. Finansiell stabilitet 2013. *Norges Banks rapportserie* [Online], Nr. 5-2013.s. 8-41 Available: http://www.norges-bank.no/pages/98610/finansiell_stabilitet_rapport_2013.pdf.
- SSB.NO. 2014. Befolkningsframskrivinger 2014-2100: Hovedresultater. *Økonomiske analyser 4/2014* [Online].s. 30-36 Available: https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/_attachment/194974?ts=1483a294018.