



**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØYSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

Verdsettelse av Sparebank 1 SR-bank



Innleveringsdato:

15.06.2017

Master i økonomi og administrasjon

Spesialisering anvendt finans

Vår 2017



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master i Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Sparebank 1 SR-bank

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Sparebank 1 SR-bank

FORFATTER(E)

Kandidatnummer:

1011
.....
.....

Navn:

Yusra Uludag
.....
.....

VEILEDER:

Mads Holm

Sammendrag- Executive Summary

Formålet med denne masterutredningen er å komme med et verdiestimat til Sparebank 1 SR-bank sine aksjer. Jeg valgte å benytte fundamental verdsettelse som hoved metode, men har i tillegg også utført en komparativ verdsettelse som er ment å være som et supplement for verdiestimatet. Avhandlingen representeres av offentlig tilgjengelig informasjon.

Jeg starter med å presentere Sparebank 1 SR-bank og gir en innføring i bransjen de forholder seg i. Deretter presenterer jeg relevant verdsettelsesteori med dets svakheter og styrker. Ved verdsettelse av en sparebank er det viktige hovedpunkter å ta hensyn til. Det første er klassifisering av hva som er driftsrelatert og hva som er av finansiell art. Det andre er reguleringer bankene må forholde seg til. Den tredje omhandler strenge regnskaps- og finansinstitusjonelle regler som avviker normalt for tradisjonelle bedrifter. Med disse punktene i bakhodet valgte jeg fundamental verdsettelse med fokus på kontantstrømmetoden og dividendemetoden. Den fundamentale analysen støttes av en strategisk og regnskapsanalyse som videre utgjør framtidsprognoene.

Mitt endelig resultat endte opp med en aksjepris pålydende **67,5 kr** kontra børskursen per 30.12.16 på **60,75 kr**. Verdiestimatet gir høyere aksjepris og tilsvarer en rabatt på 11,1 %. Forøvrig settes det en øvre og nedre grense på 10 % for å skille mellom kjøp og salg anbefaling. Min handelsstrategi i dette tilfellet vil være å kjøpe aksjene da de er underpriset i markedet.

Innholdsfortegnelse

Forord	10
1.0 Innledning.....	11
1.1 Formål og avgrensning.....	11
1.2 Problemstilling	11
1.3 Struktur	11
2.0 Presentasjon av Sparebank 1 SR-bank.....	13
2.1 Bakgrunn	13
2.2 Sparebank 1 Alliansen.....	13
2.3 Visjon og formål.....	13
2.4 Datterselskaper	14
2.5 Marked.....	15
2.6 Konkurrenter	16
2.6.1 Dnb.....	16
2.6.2 Nordea.....	17
2.6.3 Skandiabanken	17
2.6.4 Eika Gruppen	17
2.7 Aksjekursutvikling og aksjonærer	18
3.0 Verdsettelsesteori.....	20
3.1 Fundamental verdsettelse.....	20
3.1.1 Egenkapitalmetoden	22
3.1.1.1 Fri kontantstrømmodellen (<i>Discounted Cash Flow Model</i>)	23
3.1.1.2 Dividendemodellen (<i>Dividend discount Model</i>).....	24
3.1.1.3 Superprofittmodellen	25
3.1.1.4 Superprofitt vekstmodellen.....	25
3.1.2 Totalkapitalmetoden.....	26
3.1.2.1 Fri kontantstrømmodell.....	27
3.1.2.2 Superprofittmodellen	28
3.1.2.3 Superprofittvekstmodellen.....	28
3.1.2.4 Avkastningskrav	28
3.1.3 Kapitalverdimodellen	29
3.1.3.1 Risikofri rente- (R_f).....	30
3.1.3.2 Beta- β_i	31
3.1.3.3 Markedets risikopremie	32
3.1.4 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC).....	34
3.2 Komparativ verdsettelse.....	35

3.2.1 Multiplikatormodell.....	36
1. P/E.....	36
2.P/B	36
3.EV/EBITDA	37
4.P/S.....	38
3.2.2 Substansverdimodellen.....	38
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	39
3.4 Valg av verdsettelsesmetode	40
4.0 Strategisk Analyse.....	41
4.1 Ekstern Analyse	42
4.1.1 PESTEL-analyse.....	42
4.1.1.1 Politiske faktorer (P).....	43
4.1.1.2 Økonomiske faktorer (E)	45
4.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer (S).....	47
4.1.1.4 Teknologiske faktorer(T).....	48
4.1.1.5 Miljømessige faktorer (E).....	49
4.1.1.6 Lovmessige faktorer (L)	49
4.1.1.7 Oppsummering.....	49
4.1.2 Porters fem krefter	50
4.1.2.1 Trusler fra inntrengere	50
4.1.2.2 Kundernes forhandlingsmakt	51
4.1.2.3 Trusler fra substitutter.....	52
4.1.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt.....	53
4.1.2.5 Intern rivalisering- Direkte konkurrenter.....	54
4.1.3 Oppsummering.....	55
4.2 Intern analyse	56
4.2.1 SVIMA-analyse	56
4.2.1.1 Fysiske ressurser	56
4.2.1.2 Finansielle ressurser.....	57
4.2.1.3 Organisatoriske ressurser	57
4.2.1.4 Relasjonsbaserte ressurser	58
4.2.1.5 Kompetansebaserte ressurser.....	58
4.2.2 Oppsummering SVIMA	58
4.3 SWOT- en oppsummering av ekstern og intern analyse.....	59
5.0 Regnskapsanalyse	61
5.0.1 Analysenivå og periode.....	61
5.0.2 Valg av komparative selskaper.....	61

5.1 Omgruppering	62
5.1.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte.....	62
5.1.2 Steg 2: Dirty Surplus.....	63
5.1.3 Steg 3: Normale kontra unormale poster	63
5.1.4 Steg 4: Drift vs. Finansiering	64
6.0 Risikoanalyse	68
6.1 Likviditet	68
6.2 Innskuddsdekning	69
6.3 Rentedekningsgrad	70
6.5 Soliditet	72
6.5.1 Gjeldsgrad	73
6.6 Lønnsomhet	73
6.6.1 Egenkapitalrentabilitet	73
6.6.2 Totalkapitalrentabilitet	74
6.8 Oppsummering nøkkeltall	75
7.0 Fastsetting av avkastningskrav	76
7.1 Risikofri rente- (R_f)	76
7.2 Beta- β_i	77
7.3 Markedets risikopremie	78
7.4 Avkastningskravet til SR-bank	78
7.5 Kapitalstruktur	78
7.5.1 Avkastningskrav-Gjeld	79
7.5.2 Avkastningskrav på totalkapitalen (WACC)	79
8.0 Fremtidsprognoser	80
8.1 Tidshorisont og steady state	80
8.1.1 Vekst-forvaltningskapital og brutto utlån	80
8.1.2 Vekst-rentemargin og provisjonsinntekter.....	81
8.1.3 Vekst personal-og andre driftskostnader	82
8.2 Fremtidsprognose- forecast financial statement	83
9.0 Fundamental verdsettelse	84
9.1 Fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden.....	84
9.2 Fundamental verdsettelse ved bruk av dividendemodeller	86
9.3 Dividendemodell med konstant vekst.....	86
9.4 Dividendemodell ikke-konstant vekst m/Terminal verdi	86
9.5 Dividendemodell ikke-konstant vekst m/Terminal verdi og P/E.....	87
10.0 Komparativ verdsettelse	88
10.1 Pris-til-fortjeneste (P/E).....	88

10.2 Pris-til-bok (P/B).....	89
10.3 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene.....	90
10.4 Oppsummering.....	91
10.5 Konklusjon.....	91
Litteraturliste	92

Figur og tabell liste

Figur 1: Heleide datterselskaper (Kilde: Årsrapport 2016)	14
Figur 2: Deleide selskaper (Kilde: Årsrapport 2016).....	14
Figur 3: Bransjeresultat 2016 (Kilde: Norsk Kundebarometer).....	16
Figur 4: Historisk aksjepris 2012-2016 (Kilde: Oslo Børs).....	18
Figur 5: Aksjekursutvikling 2016 (Kilde: Årsrapport 2016)	18
Figur 6: 20 største aksjonærer (Kilde: Årsrapport 2016).....	19
Figur 7: Gordon's vekstformel (Kilde: Bodie, Kane and Marcus 2014, s.597).....	21
Figur 8: Fundamental verdsettelse illustrasjon (Kilde: nettside studie).....	22
Figur 9: Fri kontantstrømmodell formel (Bodie, Kane & Marcus 2014, s.618).....	23
Figur 10: Tilsvarende formel FCFE (Kilde: Investopedia).....	23
Figur 11: Dividendemodell formel (Bodie, Kane and Marcus 2014, s.596)	24
Figur 12: Superprofittmodell formel (Kilde: Stephen H. Penman 2013)	25
Figur 13: Totalkapital	26
Figur 14: Terminal verdi (Kilde: Bodie, Kane & Marcus 2014, s. 597).....	27
Figur 15: Fri kontantstrømmodell formel FCFF (Bodie, Kane & Marcus 2014, s.618).....	27
Figur 16: Tilsvarende formel FCFF (Bodie, Kane & Marcus 2014, s.618).....	28
Figur 17: Kapitalverdimodell CAPM (Kilde: Bodie, Kane and Marcus, 2014)	29
Figur 18: Risikofri rente (Kilde: PwC undersøkelse 2015)	30
Figur 19: Historisk rentenivå 10-årigstatsobligasjon (Kilde: Norges Bank)	31
Figur 20: Beta (Kilde: Bodie, Kane and Marcus, 2014).....	31
Figur 21: Beta (2).....	32
Figur 22: Markedets risikopremie (MRP (Kilde: BKM 2014, s. 309))	32
Figur 23: Markedsrisikopremie 2011-2015 (Kilde: PwC undersøkelse 2015, side 8).....	33
Figur 24: Markedsrisikopremie 2016 (Kilde: PwC)	33
Figur 25: WACC formel (Kilde: Titman & Martin, 2014).....	35
Figur 26: Oppstilling for multiplikatormodell	36
Figur 27: P/E ratio (Kilde: Bodie, Kane and Marcus 2014, s.654).....	36
Figur 28: P/B ratio (Kilde: Bodie, Kane and Marcus 2014, s.616)	37
Figur 29: EV/EBITDA ratio	37
Figur 30: P/S ratio (Kilde: BKM 2014, s.616).....	38
Figur 31: Oppstilling for substansverdimodell (Kilde: Knivsflå 2015).....	39
Figur 32: Verdivurdering av opsjoner (Kilde: Kaldestad og Møller, 2016 2.utgave)	39
Figur 33: Top-down tilnærming.....	41
Figur 34: PESTEL-rammeverket	42
Figur 35: KPI-anslag fra Penge politisk rapport.....	46
Figur 36: Historisk og fremtidig styringsrente (Kilde: Norges Bank)	47
Figur 37: Prosentvis vekst i kommunene 2016-2040 (Kilde: Statistisk sentralbyrå)	47
Figur 38: Fem-faktor-modell (Kilde: Regjeringen.no)	50
Figur 39: SVIMA-analyse.....	56
Figur 40: SWOT-analyse	60
Figur 41: Illustrasjon omgruppert balanse	62

Figur 42:Likviditetsgrad 1 formel.....	68
Figur 43:Likviditetsgrad 2 formel.....	69
Figur 44:Innskuddsdekningsgrad.....	69
Figur 45: Rentedekningsgrad formel	70
Figur 46: Kjernekapital formel	72
Figur 47: Egenkapitalrentabilitetsformel for henholdsvis før skatt og etter skatt	73
Figur 48: Totalkapitalrentabilitet formel	74
Figur 49:Kapitalverdimodellen- CAPM	76
Figur 50: Formel for beregning av aksjeprisen.....	86
Tabell 1:Oppsummering SVIMA-analyse.....	59
Tabell 2: Sammenlignbare sparebanker.....	61
Tabell 3: Avsatt utbytte.....	62
Tabell 4:Dirty surplus med endelig egenkapital.....	63
Tabell 5:Resultatregnskap.....	66
Tabell 6:Gjennomsnittlig økning for perioden. Forbehold om at det ikke er tatt noen justeringer	67
Tabell 7:Balanse for perioden.....	67
Tabell 8:Likviditetsgrad SR-bank og komparative selskaper.....	68
Tabell 9:Likviditetsgrad 2.....	69
Tabell 10:Innskuddsdekningsgrad (Kilde tall: Årsrapport til bankene)	70
Tabell 11: Rentedekningsgrad	70
Tabell 12:Rentenetto i % av forvaltningskapitalen.....	71
Tabell 13:Soliditet (Vedlegg: Soliditet m/kjernekapital i %)	72
Tabell 14:Gjeldsgrad.....	73
Tabell 15:Egenkapitalrentabilitet 2012-2016	74
Tabell 16: Totalkapitalrentabilitet 2012-2016	74
Tabell 17: Utlånsportefølje SR-bank	75
Tabell 18: 10-årig statsobligasjoner.....	76
Tabell 19:Regresjonsresultat.....	77
Tabell 20:Avkastning egenkapital-CAPM.....	78
Tabell 21:Kapitalstruktur	79
Tabell 22:Avkastningskrav gjeld.....	79
Tabell 23:Avkastningskrav totalkapital-WACC.....	79
Tabell 24: Forvaltningskapital og vekst i %	81
Tabell 25: Brutto utlån og tap i %.....	81
Tabell 26:Netto renteinntekter og rentemargin (Kilde: Årsrapport).....	82
Tabell 27:Provisjonsinntekter-og kostnader samt andre inntekter.....	82
Tabell 28:Endring i personal-og andre driftskostnader	82
Tabell 29:Fremtidsregnskap 2017-2026	83
Tabell 30:FCFE.....	84
Tabell 31: Estimert aksjepris	85

Tabell 32: Estimert aksjepris-dividendemodell med konstant vekst	86
Tabell 33: Estimert aksjepris-Dividendemodell m/ikke-konstant vekst og terminal verdi	87
Tabell 34: Estimert aksjepris-Dividendemodell m/ikke-konstant vekst og terminal verdi + P/E	87
Tabell 35: P/E for SR-bank og sammenlignbare sparebanker	88
Tabell 36: Selskapsverdi ved anvendelse og estimert aksjepris	89
Tabell 37: P/B til SR-bank og sammenlignbare sparebanker	89
Tabell 38: Selskapsverdi ved anvendelse av P/B og estimert aksjepris.....	90
Tabell 39: Oppsummering	90

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Oppgaven representerer avslutning på det toårige masterstudiet. Jeg har valgt anvendt finans som spesialisering og valgte å skrive om verdsetting. Verdsetting er et veldig interessant tema samtidig som det også er lærerikt. Den dekker flere deler av pensum gjennom hele studieperioden som blant strategi, regnskap og finans. Jeg føler også at denne oppgaven har gitt meg store fordeler og kunnskap som kan være nyttig i arbeidslivet.

Da jeg skulle velge selskap bestemte jeg for at selskapet måtte oppfylle en del krav. Jeg vil at selskapet skal være børsnotert da dette vil gjøre det lettere for meg å hente inn informasjon. Et annet krav er at det ikke skal være en oppgave skrevet om dette før. Med tanke på at jeg samarbeidet med denne bedriften under bacheloroppgaven(prosjektledelse) ble mitt endelige valg Sparebank 1 SR-bank. Jeg håper oppgaven kan bidra med gode beslutninger for selskapet.

Arbeidsprosessen har vært tidskrevende, men samtidig også svært lærerikt. Det har vært utfordrende og givende å utarbeide noe selvstendig. Til slutt ønsker jeg å takke min veileder Mads Holm for sin interesse.

Stavanger, juni 2017

Yusra Uludag

1.0 Innledning

I dette første kapitlet skal jeg greie ut om masteroppgavens innhold. Jeg vil med dette gi en kort presentasjon av oppgavens formål og avgrensning, problemstilling og struktur.

1.1 Formål og avgrensning

Jeg har valgt å skrive en verdsettelsesoppgave av selskapet Sparebank 1 SR-bank. Denne masteroppgaven har som formål å komme frem til et verdiesimat på Sparebank 1 SR-bank sine aksjer. Jeg skal med andre ord undersøke om den nåværende aksjeprisen er *riktig* priset i markedet, eller om en bør kjøpe eller selge aksjen. Senere vil jeg ut ifra estimatet komme med forslag til en handlingsstrategi.

Avhandlingen har noen begrensinger da den kun er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Analysene er hovedsakelig basert på informasjon fra Sparebank 1 sine kvartals- og årsrapporter. Tar man i betraktning at oppgaven også er skrevet gjennom ett semester, vil dette automatisk begrense omfanget av informasjonshenting. Gjennom hele arbeidsprosessen har det vært nødvendig å ta forutsetninger som følge av informasjonsbegrensninger.

Jeg skal herved verdsette Sparebank 1 SR-bank per 30.12.2016.

1.2 Problemstilling

Med henhold til valg av tema og avgrensninger som har blitt gjort er det kommet fram til denne problemstillingen:

Er aksjene i SR-bank riktig priset?

1.3 Struktur

Ettersom selskapet er børsnotert er mye av informasjonen som trengs for å utføre en verdsettelse offentlig tilgjengelig. Oppgaven er derfor basert på rapporter hentet fra selskapets nettsider. Disse rapportene analyseres for å så komme frem til prognoser. Det er derimot rom for en umålbart grad av usikkerhet knyttet til framtidsutsikter. Det vil derfor være viktig å påpeke at jeg beregner et prisestimat og at en faktisk pris kan eventuelt avvike fra mitt

estimat. Videre i denne delen skal jeg gi en kort introduksjon på hvordan oppgaven er strukturert. Jeg starter med en presentasjon av selskapet og konsernet i kapittel 2 slik at man får en grunnleggende forståelse for historie og oppbygging. I kapittel 3 redegjør jeg for relevant verdsettelsesteori og valg av verdsettelsesmetode, hvor teori innenfor kontantstrøm og komparativ basert verdsettelse også gjennomgås. Videre i kapittel 4 foretar jeg en strategisk analyse av selskapet for å identifisere viktige verdidrivere. Her utfører jeg en PESTEL-analyse for å se på eksterne makroøkonomiske forhold som påvirker bedriften. Deretter bruker jeg Porters fem krefter for å analysere mikroøkonomiske forhold.

I kapittel 5 er det gjennomført en regnskapsanalyse og i kapittel 6 foretar jeg en risikoanalyse (nøkkeltallsanalyse). Senere i kapittel 7 fastsetter jeg selskapet avkastningskrav. Videre i kapittel 8 presenterer jeg fremtidsprognosene.

Metodebruken er valgt å bli presentert løpende i teksten etterhvert som analysene gjennomføres. Tall presenteres hovedsakelig i millioner norske kroner(MNOK) dersom ikke noe annet er oppgitt i teksten. Avslutningsdelen inneholder forøvrig en konklusjon av analysene.

2.0 Presentasjon av Sparebank 1 SR-bank

Under denne delen blir selskapet presentert slik at leseren får en grundig forståelse av oppbyggingen.

2.1 Bakgrunn

Sparebank 1 SR-bank er den største banken som er tilknyttet Sparebank 1 Gruppen og som tidligere ble kalt for Sparebanken Rogaland. Den ble offisielt etablert og registrert i brønnøysundregistrene i 1976, men har en historie som strekker seg enda lenger tilbake i tid. Den aller første banken som i dag er en del av Sparebank 1 SR-bank ble opprettet i 1839 og ble kalt Egersund Sparebank. Frem til 1976 ble flere sparebanker dannet og gikk sammen for å etablere Sparebanken Rogaland. Gjennom denne perioden var det ingen tvil om at det var oljefunnet som hadde bidratt med store inntekter og enorme investeringer i Rogaland. Det hele som ble startet som en lokal bedrift har senere spredt seg over hele landet. Sparebank 1 operer per i dag med 16 banker i forskjellige fylker og har nærmere 300 kontorer i Norge.

2.2 Sparebank 1 Alliansen

I 1996 ble det opprettet en allianse mellom flere norske sparebanker og sparebanksammenslutninger. Denne alliansen er Norges nest største finansgruppering hvor sparebankene tilsammen samarbeider om å bli sterkere og mer selvstendig. Hensikten med dette samarbeidet er å anskaffe og levere konkurransedyktige finansielle tjenester. Per dags dato samarbeider bankene om blant annet forsikringsprodukter, fondsforvaltning og finanstjenester mm til både private og bedrifter. Alliansen derimot består av SR-bank, Sparebanken Nord-Norge, Sparebanken Vest og Sparebanken Midt-Norge, hvorav Sparebank 1 Gruppen har et administrativt ansvar for samarbeidsprosessene. Ansvaret gjelder for blant annet felles teknologi, merkevare, kompetanseutnyttning og sentrale innkjøp.

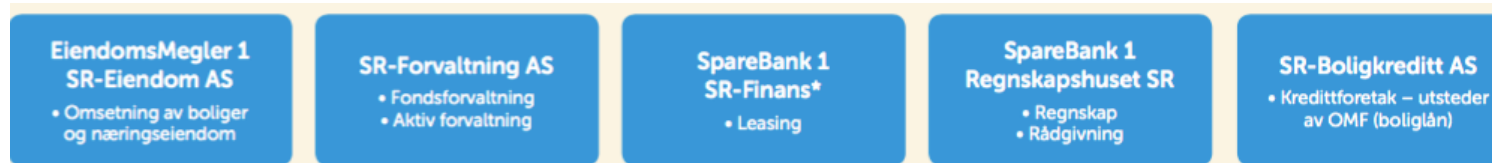
2.3 Visjon og formål

Selskapet har som formål å skape verdi for sine kunder. Verdier de har i fokus er å løfte og utvikle lokalsamfunnet sammen, være engasjert og å ha respekt. Her gjelder det å forstå hver enkelt kundes behov og leve opp til kundens forventninger. Mot til å mene, styrke til å skape er verdier som støtter visjonen. Her er det viktig å planlegge langsiktig, være åpen og ærlig

gjennom å vise ansvar, vilje, engasjement, handlekraft og respekt. Da er det viktig å stadig forbedre og fornye seg i takt med markedet. For selskapet er det viktig å være kundens førstevalg og da er det viktig å forstå kundens behov. Ved å handle verdibasert skaper man merverdi, som i bunn og grunn skal styrke i å nå visjonen om å bli ledende og første prioritering i Sør og Vestlandet.

2.4 Datterselskaper

Selskapet har fem datterselskaper som er hel-eller delvis eid av Sparebanken.



Figur 1: Heleide datterselskaper (Kilde: Årsrapport 2016)



Figur 2: Deleide selskaper (Kilde: Årsrapport 2016)

For ordens skyld tar jeg kun for meg en gjennomgang av heleide datterselskaper da jeg synes det er fornuftig og vil spare meg for tid.

EiendomsMegler 1 er heleid datterselskap og er tilknyttet den nasjonale EiendomsMegler 1-alliansen. Virksomheten formidler salg av eiendommer, eneboliger, leiligheter, fritidsboliger, tomter mm. Selskapet oppnådde et resultat før skatt på 16,2 mill. kroner i 2016, noe som er betydelig lavere en fjorårets resultat på 29,6 mill. kr. (Kilde: Årsrapport 2016). Denne nedgangen gjenspeiler den varierende situasjonen i boligmarkedet i Stavangerregionen grunnet olje.

SR-Forvaltning AS er bankens forvaltnings hus med spesialkompetanse innen finansforvaltning. Deres kjernekompetanse er aktiv forvaltning av porteføljer bestående av verdipapirer. Den tilbyr per i dag to tjenester; fondsforvaltning og personlig forvaltning. Selskapet forvalter porteføljer over 2000 eksterne kunder i tillegg til SR-bank sin pensjonskasse. Foruten dette har de også tre verdipapirfond; SR-Utbytte, SR-Kombinasjon og

SR-rente som ble lansert for tre år siden. (Kilde Årsrapport 2016). Selskapet hadde et resultat før skatt på 28 mill. kroner i 2016, relativt lavere enn 2015 (35,9 mill. kr). Dette lave resultatet skyldes reverserte pensjonskostnader ført i 2015.

SR-finans AS er et finansieringsselskap som tilbyr leasing finansiering til næringslivet og bil-, båt- og forbrukslån til privatkunder. (Kilde Årsrapport 2016). SR-finans er ledende leasingselskapet i Rogaland med en forvaltningskapital på 6,9 mrd. kroner og har som mål å bli betydelig sterkere aktører i Hordaland og Agder. Det ble i høst 2016 vedtatt en mor/datter fusjon mellom *Sparebank 1 SR-Finans* og *Sparebank 1 SR-bank*. Den endelige fusjonen ble gjennomført 01.01 2017.

Regnskapshuset er ledende innen regnskap og økonomisk rådgivning. De har ambisjonen om å være nær og profesjonell samarbeidspartner for næringslivskunder i alle bransjer. Selskapet ble etablert i 2015 og har fått en solid markedsposisjon spesielt i Rogaland og Hordaland. Regnskapshuset oppnådde i 2016 et resultat før skatt på 2 mill. kroner, en relativ bra økning sammenlignet med 2015 (0,6 mill. kr)

SR-boligkreditt er også heleid av Sparebanken. Den ble etablert i 2015 med formål å forvalte utlån og utstede obligasjoner med fortrinnsrett. SR-Investering har som formål å bidra med verdiskapning i konsernets markedsområde gjennom å tilføre bedrifter egenkapital, nettverk og kompetanse. Ved utgangen av 2016 hadde selskapet utstedt obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) pålydende 26,9 mrd. kroner. Boligkreditt AS hadde et resultat før skatt på 113,1 mill. kroner i 2016, kontra et resultat på 39,3 mill. kroner i 2015 (Kilde Årsrapport 2016).

2.5 Marked

Selskapet opererer hovedsakelig i bank-og finans bransjen og omfatter alt fra forsikring til fondsforvaltning. For sine bedriftskunder tilbyr de rådgivning og finansiering i flere bransjer slik som bygg, eiendom, IT, landbruk og verksted. For å måle grad av lojalitet og tilfredshet har jeg tatt utgangspunkt i bransjeresultatet for 2016, utgitt av Norsk Kundebarometer. Her ligger Sparebank 1 Gruppen på femte plass med henholdsvis 72,9 og 77,4 på tilfredshet og lojalitet. På første plass ligger Skandiabanken med 82,7 på tilfredshet og 89,9 på lojalitet. Ser man generelt på resultater fra 2016 så ligger sparebanken på 22.plass (skadeforsikring). Her har de en score på 78,8 på tilfredshet og 84,1 på lojalitet.

BANK				
PLASS	SELSKAP	STJERNER	TILFREDSHET	LOJALITET
1	Skandiabanken	★★★★★	82,7	89,9
2	Eika Alliansen	★★★★★	77,9	83,6
3	Handelsbanken	★★★★★	77,9	80,6
4	Danske Bank	★★★★★	74,4	79,1
5	Sparebank 1 Gruppen	★★★★★	72,9	77,4
6	Nordea	★★★★★	71,7	76,0
7	DnB	★★★★★	66,8	71,1

Figur 3: Bransjeresultat 2016 (Kilde Norsk Kundebarometer)

2.6 Konkurrenter

Bank-og finans bransjen er preget av stor konkurranse blant forskjellige aktører. Både nasjonale og internasjonale selskaper har en stor påvirkning i markedet. Dette fører til at noen selskaper er dominerende ovenfor andre. Her lister jeg noen selskaper som er en stor konkurrent for Sparebank 1 og selskaper som driver mye av sin virksomhet i Norge.

2.6.1 Dnb

DNB er Norges største finanskonsern som ble grunnlagt i 2003. Konsernet i dag består av sammenslåing mellom Christiana Sparebank, Bergens Privatbank, Den norske Creditbank, Fellesbanken, Bergens Kreditbank, Gjensidige NOR, Postbanken, Vital Forsikring og Nordlandsbanken. Først i 2003 ble navnet til DnB NOR da Den norske bank og Gjensidige NOR fusjonerte. Senere i 2011 ble selskapsnavnet kun DNB.

Selskapet hadde per 31.03.16 en egenkapital på 193,9 milliarder kroner. Selskapets største aksjonær er den norske stat med 34%, deretter følger sparebankstiftelsen DNB med 10%. Etter den svenske banken Nordea er det Dnb som er nest største konsern i Norden. Konsernet er blant de største selskapene på Oslo Børs med en markedsverdi på 164 milliarder (2016). Selskapet har flere virksomheter, men er delt opp i fire datterselskaper: DNB Bank ASA, DNB Asset Management Holding AS, DNB Skadeforsikring AS og DNB Livsforsikring ASA.

2.6.2 Nordea

Nordea er et svensk finanskonsern som ble etablert i år 2000. De har hovedkontoret i Stockholm, men har flere filialer i Norge. Nordea er alene den største i verden på å sette låneavtaler til offshore og shipping. Nordea ble til ved sammenslåing av den svenske Nordbanken og finske Merita Bank i 1998. De fikk etter dette navnet MeritaNordbanken.. Selskapet har utviklet seg i nordiske land, men har også virksomhet i Estland, Latvia, Polen og Russland. Foruten dette har de filialer i flere europeiske land som Tyskland, Spania, Belgia, i tillegg til Singapore, Kina og USA. Nordea hadde i 2015 driftsinntekter på ca. 906 millioner (Kilde: Nordea Finans Norge).

2.6.3 Skandiabanken

Skandiabanken har lenge vært en selvstendig bank og har hatt filialer i Norge. Fra starten da den ble etablert i år 2000 var Skandiabanken Norge en filial av Skandiabanken AB som inngår i det svenske Skandia-konsernet. Skandia-konsernet ble etablert i 1855. Flere år har banken hatt virksomhet i Norge og i 2015 kunngjorde de at Skandia ønsket å børsnotere den norske filialen. Senere år ble banken separert fra den svenske virksomheten og fikk konsesjon fra Finanstilsynet. 2.november 2015 ble Skandiabanken ASA notert på Oslo Børs. Skandiabanken hadde i 2015 driftsinntekter på ca. 251 millioner.

2.6.4 Eika Gruppen

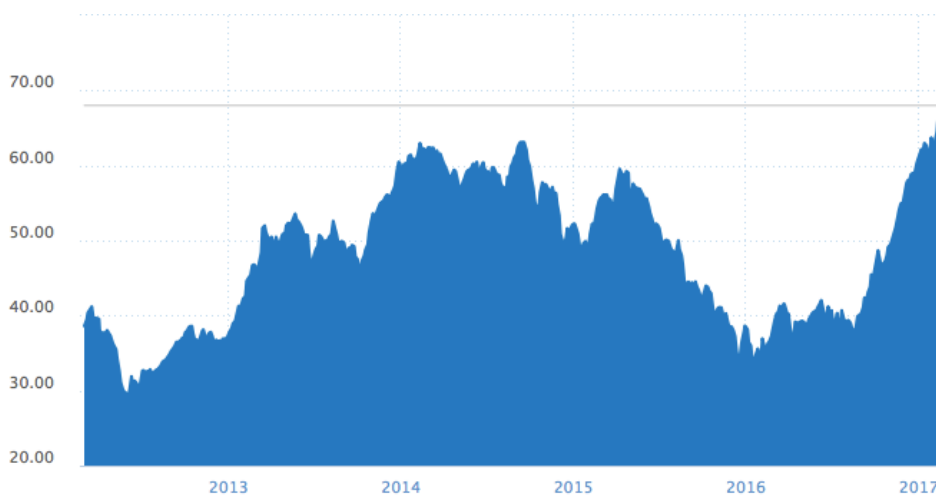
Eika Gruppen AS er et norsk finanskonsern og bankallianse, som tidligere ble kalt for Terra-Gruppen. Finanskonsernet leverer finansielle tjenester, mens bankalliansen samarbeider mellom nærmere 80 forskjellige lokale banker.

Eika Gruppen er et morselskap med flere datterselskaper som blant annet Eika Forsikring, Eika Kredittbank og Aktiv Eiendomsmegling. I 1999 ble Eika fusjonert med Terra og i 2000 ble navnet endret til Terra-Gruppen AS. Navnet ble senere igjen skiftet til Eika. De har hovedkontor i Oslo og forsikringskontor på Hamar. Resultat før skatt for Eika var i 2015 ca. 397 millioner.

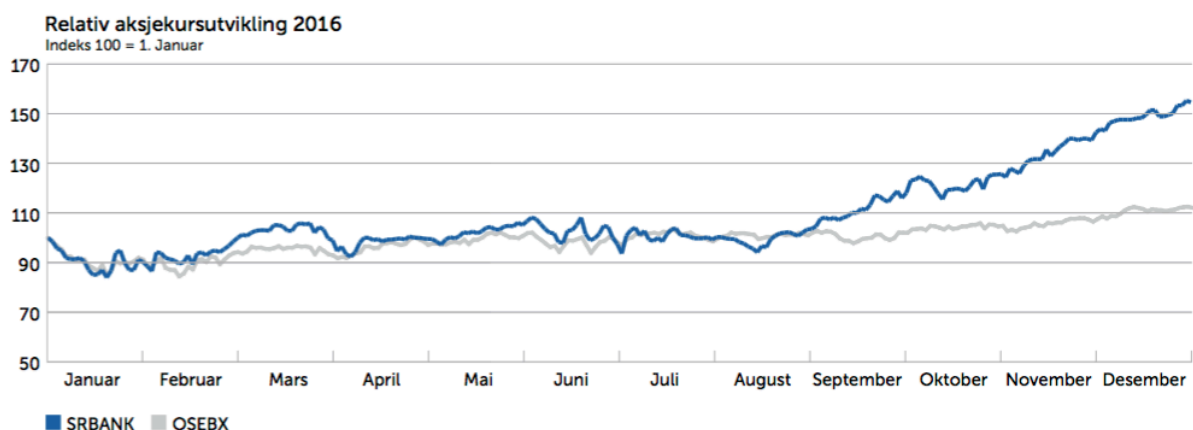
2.7 Aksjekursutvikling og aksjonærer

Ut ifra årsregnskap har SR-bank et resultat før skatt på 2.158 millioner kroner. Resultat etter skatt ender på 1.755 millioner kroner som tilsvarer en økning på 12 mill. kr fra 2015.

Figuren under viser den historiske aksjekursutviklingen til SR-bank. Utviklingen viser en tidsperiode på fem år, fra 2012-2016. Den 19.03.12 var aksjeprisen på 41,90 kr. Ved utgangen av 2016 var aksjeprisen på 60,75 kroner. Sammenlignet med 2015 tilsvarer dette en oppgang på 54,6 %. Nedenfor følger to figurer som gjenspeiler aksjeprisnivået. Den ene figuren er en illustrasjon på historisk aksjepris i perioden 2012-2016. Den andre figuren er ment som en illustrasjon på aksjekursutviklingen gjennom 2016.



Figur 4: Historisk aksjepris 2012-2016 (Kilde: Oslo Børs)



Figur 5: Aksjekursutvikling 2016 (Kilde Årsrapport 2016)

Ved utgangen av 2016 var det 10.428 aksjonærer i selskapet. Omlag 19,1 % er eid av personer i utlandet mens 49,9 % er hjemmehørende i Norge. De 20 største eierne utgjør tilsammen en andel på 56,9 %.

	Antall aksjer (1.000)	Andel %
Sparebankstiftelsen SR-Bank	72.419	28,3 %
Gjensidige Forsikring ASA	12.308	4,8 %
State Street Bank and Trust Co, U.S.A.	7.562	3,0 %
Vpf Nordea Norge Verdi	7.454	2,9 %
SpareBank 1-stiftinga Kvinnherad	6.227	2,4 %
Wimoh Invest AS	5.761	2,3 %
Odin Norge	4.385	1,7 %
Danske Invest Norske Instit. II	3.646	1,4 %
Pareto Aksje Norge	3.065	1,2 %
Verdipapirfondet DNB Norge (IV)	2.964	1,2 %
State Street Bank and Trust Co, U.S.A.	2.852	1,1 %
Clipper AS	2.565	1,0 %
State Street Bank and Trust Co, U.S.A.	2.248	0,9 %
Verdipapirfondet Alfred Berg Gambak	1.834	0,7 %
KAS Bank NV, Nederland	1.805	0,7 %
Danske Invest Norske Aksjer Inst.	1.771	0,7 %
Folketrygdfondet	1.688	0,7 %
JPMorgan Chase Bank, U.S.A.	1.671	0,7 %
Vpf Nordea Avkastning	1.664	0,7 %
Westco	1.659	0,6 %
Sum 20 største	145.548	56,9 %

Figur 6: 20 største aksjonærer (Kilde Årsrapport 2016)

3.0 Verdenssettelsesteori

I denne delen skal jeg ta for meg ulike verdenssettelsesmetoder samt dens styrker og svakheter.

Hensikten med en verdenssettelse er å estimere en pris som er oppnåelig i markedet. Det finnes da flere alternative metoder og teknikker å velge mellom, alt fra enkle til mer avanserte. Hvilken metode man bruker er avhengig av hvilken informasjon man har tilgjengelig. Alle verdenssettelsesmetoder krever at man må gjøre prognoser for fremtidige kontantstrømmer. Her lager man spesifikke prognoser for en viss periode og forutsetter deretter konstant vekst. Det er slik at noen verdenssettelsesteknikker er bedre egnet til å verdsette visse typer selskaper og virksomheter. I bunn gir de alle samme verdi dersom man bruker samsvarende input parametere. Det som skiller metodene er at de representerer ulike perspektiver på verdenssettelsen. Felles for de er at de baserer seg delvis på fakta, historiske data, subjektive analyser og forutsetninger. Det er derfor sannsynlig at forskjellige personer vil ofte komme frem til ulike verdier, selv om de har tatt utgangspunkt i den samme informasjonen.

Verdenssettelsesmetodene kan deles inn i tre kategorier; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdenssettelse. Disse metodene behøver ikke å utelukke hverandre, men snarere ment til å være supplement for å underbygge utfallet. Videre skal jeg beskrive teknikkene og dens styrker og svakheter.

3.1 Fundamental verdenssettelse

Fundamental verdenssettelse har som primært formål å kartlegge faktorer som påvirker kontantstrømmen. I realiteten er fundamental verdenssettelse svært omfattende og tidskrevende og krever at man har kunnskap innenfor blant annet finans, strategi og regnskap. Hensikten med analysen er å få et estimat på aksjeverdien til selskapet.

Fundamental verdenssettelse er den metoden som er mest tidskrevende- og kostnadskrevende. Teknikken går ut på å analysere fundamentale forhold. Det blir utarbeidet fremtidsprognoser samt en strategisk regnskapsanalyse. Formålet med analysen er å finne nåverdien av de estimerte fremtidige forventet kontantstrøm. Prognosen for kontantstrøm blir som regel estimert med bakgrunn i historiske resultater. Nåverdien finnes ved å diskontere kontantstrømmene med avkastningskravet. Man regner så ut terminalverdien ved hjelp av

Gordons vekstformel. Terminalverdien er ment til å representere inntjening etter prognoseperioden i et evighetsperspektiv. Vi kan bruke Gordons vekstformel til å fastsette verdien i steady state.

$$V_0 = \frac{D_0(1+g)}{r-g}, \text{ eller } V_0 = \frac{D_1}{r-g}$$

der

V_0 = verdi av en aksje i dag ($t=0$)

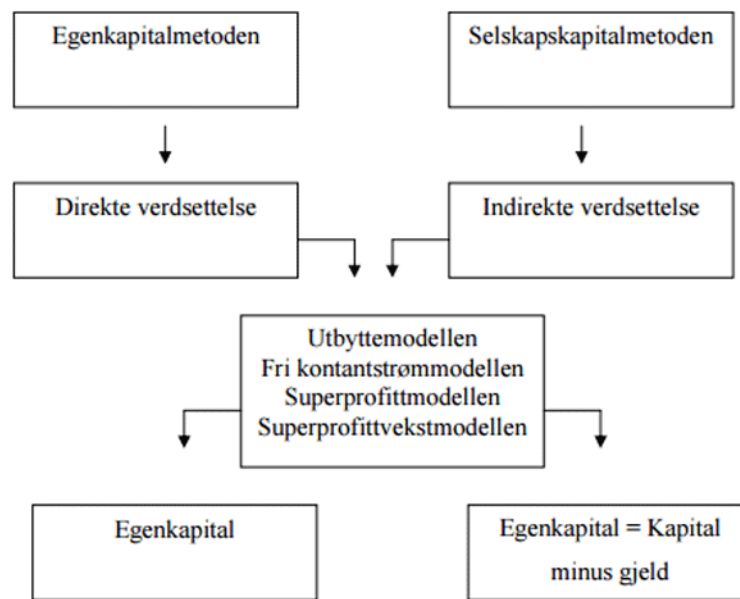
r = avkastningskravet til egenkapitalen

Figur 7: Gordon`s vekstformel (Kilde Bodie, Kane and Marcus 2014, s.597).

Videre i fundamental verdsettelse kan man velge mellom egenkapital- og total kapitalmetoden (A. Damodaran 2012). Disse metodene har igjen flere under modeller. I prinsippet er begge metodene ekvivalente og vil dermed gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Metodene vil for all del gi forskjellige resultat dersom avkastningskravene er vektet på bakgrunn av budsjetterte og ikke virkelige verdier. Foruten dette, skulle det hende at de ga totalt forskjellige svar (altså stor variasjon mellom estimatene) vil det da være nødvendig å konvergere verdiene.

Forskjellene mellom metodene er i hovedsak fordringshaverne. Når vi benytter total kapitalmetoden beregner vi den totale kontantstrømmen fra driften og neddiskonterer med en estimert WACC¹ før man trekker ut selskapets gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. I egenkapitalmetoden derimot er det kun kontantstrømmen til egenkapitalen for eierne som beregnes, for å så neddiskontere med avkastning for egenkapitalen. Vi kan illustrere det som følger:

¹ WACC (Weighted Average Cost of Capital) tilsvarer gjennomsnittlig kapitalkostnad rate som er vektet forholdsvis mellom selskapets gjelds-og egenkapital andel (BKM 2014, s.618).



Figur 8: Fundamental verdsettelse illustrasjon (Kilde: nettside studie)

3.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er den metoden hvor man direkte verdsetter ut ifra selskapets egenkapital. Denne teknikken er kjent for å neddiskontere den frie kontantstrømmen til egenkapital ved bruk av egenkapitals avkastningskrav. Egenkapitalmetoden kan videre deles inn i fire forskjellige modeller som kan anvendes for å finne nåverdien av bedriftens egenkapital. Disse er:

- Fri kontantstrømmodellen
- Dividendemodellen
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekstmodellen

3.1.1.1 Fri kontantstrømmodellen (*Discounted Cash Flow Model*)

Den mest populære metoden er kontantstrømmetoden. Modellen baserer seg på å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som tilfaller egenkapitalen. Den tar utgangspunkt på nåverdi regelen hvor verdien av et aktivum er nåverdien av dens forventende kontantstrøm. Vi diskonterer estimerte kontantstrøm ved bruk av avkastningskravet til egenkapitalen. I prinsippet er denne metoden svært sammenfallende med utbyttemetoden, ettersom netto utbetalt utbytte er det samme som fri kontantstrøm til EK. Det som eventuelt skiller dem fra hverandre er at fri kontantstrømmodellen går ut på hva som *kan* bli utbetalt til eierne mens dividendemodellen er hva som *faktisk* blir utbetalt. Vi bruker her konstant vekst formel for å estimere terminal verdi og deretter diskonterer med egenkapitalkravet. Formelen er som følger:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k)^t} + \frac{V_T}{(1+k_E)^t} \quad \text{hvor } V_T = \frac{FCFE_{T+1}}{k_E - g}$$

Figur 9: Fri kontantstrømmodell formel (Bodie, Kane & Marcus 2014, s.618)

Hvor,

$FCFE_t$ = Free Cash Flow to Equity in time t

k = avkastningskrav EK

V_T = estimat av terminal verdi

g = vekstfaktor

Vi har en såkalt "lettere" versjon som tilsvarer den samme beregning av fri kontantstrøm til EK (Free Cash Flow to Equity). Den kan vi uttrykke slik:

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{Net Income} - \text{Net Capital Expenditure} \\ & - \text{Change in Net Working Capital} + \text{New Debt} - \text{Debt repayment} \end{aligned}$$

Figur 10: Tilsvarende formel FCFE (Kilde: Investopedia)

<i>Net Income</i>	= Netto inntekt
<i>Net Capital Expenditure</i>	= Investeringsutgifter minus avskrivninger
<i>Change in Net Working Capital</i>	= Endring i arbeidskapital
<i>New Debt</i>	= Nye opptak av lån
<i>Debt repayment</i>	= Avdrag på lån

3.1.1.2 Dividendmodellen (*Dividend discount Model*)

Dividendmodellen også kalt netto betalt utbytte er grunnmodellen som anvendes for å beregne verdien av egenkapital i dag. For å kalkulere må vi beregne nåverdien av fremtidige netto utbytte betalinger. Formelen for denne metoden består i hovedsak av to ledd. Den første delen tar for seg summen av netto betalt utbytte som diskonteres med egenkapitalkravet fram til tidspunkt t. Den andre delen antar vi at selskapet har konstant vekst frem i tid. Dette betyr at vi antar konstant vekst i framskrivingsperioden i det uendelig (into perpetuity) og diskonterer med egenkapitalkravet. Til tross for at det er en enkel måte for tilnærmingen finnes det herunder også en svakhet med denne modellen. Den tar nemlig ikke hensyn til andelen av overskuddet som skytes tilbake til selskapet. Formelen for dividendmodellen ser slik ut:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

Figur 11: Dividendmodell formel (Bodie, Kane and Marcus 2014, s.596)

Hvor,

D_1 = tilsvarer dividende år 1 (2 for år 2 osv.)

k = står for egenkapital avkastningskrav

3.1.1.3 Superprofittmodellen

Superprofitt modellen (SPE-modellen) baserer seg på å anslå hvor stort resultat selskapet har og hvor mye det forventes å skape framover, med utgangspunkt i en definert avkastning. Med andre ord fokuserer denne modellen på meravkastningen man får i forhold til hva man ville fått gjennom en alternativ plassering av pengene. Den estimerer dagens egenkapitalverdi pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt. Man kan si at selskapet har superprofitt dersom egenkapitalrentabiliteten overgår egenkapitalkravet. Modellen kan uttrykkes slik:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{T=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

Figur 12: Superprofittmodell formel (Kilde: Stephen H. Penman 2013)

Hvor,

SPE = Superprofitt til egenkapital

ekk = egenkapital avkastningskrav

ekv = egenkapitalvekst

3.1.1.4 Superprofitt vekstmodellen

Superprofittvekstmodellen kan vi definere som egenkapitalverdien som er lik (=) den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst, summert med nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er en justert superprofittvekst som kun gir en verdi dersom veksten fører til en økt superprofitt.

En svakhet med de sistnevnte modellene er at de er litt mer komplekse enn de andre. Med ved konsistente forutsetninger og riktig bruk så skal alle modellen i prinsippet gi like og ekvivalente estimater. I praksis så er egenkapitalmetoden mer utfordrende enn totalkapitalen da den har flere potensielle feilkilder. Det blir som regel derfor anbefalt å bruke totalkapitalmetoden for å vurdere verdien på et selskaps egenkapital.

3.1.2 Totalkapitalmetoden

Totalkapitalmetoden er i motsetning til egenkapitalmetoden en mer indirekte metode for å estimere egenkapitalverdien. I noen tilfeller blir denne metoden også kalt for selskapsmetoden (Koller 2015). Ved bruk av denne metoden diskonterer vi alle fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen (selskapet, investor, aksjonær osv.) med avkastningskravet WACC. På denne måten blir egenkapitalen verdsatt indirekte. I egenkapitalmetoden blir den frie kontantstrømmen diskontert med egenkapitalavkastningen.

Bruker vi totalkapitalen er det to underliggende modeller som vi kan anvende.

- Verdsetting ved å bruke netto driftskapital → Her finner vi først verdien av netto driftskapital og trekker deretter fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser.
- Verdsetting ved å bruke sysselsatt kapital → Egenkapitalen verdsettes ved å beregne verdi av sysselsatt kapital og trekker derfra finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Bruker vi sysselsatt kapitalmetoden kan estimatet avvike fra netto driftskapital. Slik nevnt tidligere, ved konsistent bruk og riktige parametere vil totalkapital og egenkapitalmetoden gi samme svar.

Prinsippet skrevet over kan vi uttrykke slik:

$$\begin{aligned} & \text{Netto driftskapital eller sysselsatt kapital} \\ & - \text{Finansiell gjeld} \\ & - \text{Minoritetsinteresser} \\ & = \text{Totalkapital} \end{aligned}$$

Figur 13: Totalkapital

Stort sett pleier vi å estimere fremtidige kontantstrømmer for en gitt periode. Verdier etter dette tidspunktet blir beregnet av en terminalverdi. Denne metoden krever at vi tar vurderinger og forutsetninger på hvordan selskapet kommer til å vokse i fremtiden. En forutsetning vi må ta er at den siste estimerte kontantstrømmen vil stabilisere seg og fortsette

med en vekst som er lik for alltid. For å beregne terminalverdien (terminal value) bruker vi Gordons vekstformel som også er nevnt tidligere.

$$\text{Terminal verdi} = \frac{CF_{t+1}}{r - g}$$

Figur 14: Terminal verdi (Kilde: Bodie, Kane & Marcus 2014, s. 597).

Hvor,

CF_{t+1} = forventet kontantstrøm i neste periode

r = diskonteringsrente

g = forventet vekstrate (growth rate)

3.1.2.1 Fri kontantstrømmodell

I total kapitalmetoden er fri kontantstrømmodellen tilnærmet lik som beskrevet tidligere i egenkapitalmetoden. Hovedforskjellen er at vi finner verdien til egenkapitalen ved å trekke ifra gjeld og minoritetsinteresser. Dette gjøres for både sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi beregner verdien av sysselsatt kapital ved å diskontere fri kontantstrøm med avkastningskravet til sysselsatt kapital. Formelen ser slik ut:

$$\text{Firm value} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{V_T}{1 + WACC)^t}, \text{ hvor } V_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

Figur 15: Fri kontantstrømmodell formel FCF (Bodie, Kane & Marcus 2014, s. 618).

Hvor,

$FCFF_t$ = Free Cash Flow to firm to time t

$WACC$ = Vektet gjennomsnittlig total kapital (avkastning til total kapital)

V_T = estimat av terminal verdi

g = konstant vekstfaktor

Fri kontantstrøm til total kapital er etter-skatt kontantstrøm generert av firmaets virksomhet, netto investeringer i kapital og netto arbeidskapital. Vi kan med andre ord bruke denne tilsvarende formelen for beregning av den frie kontantstrømmen til total kapitalen:

$$FCFF = EBIT(1 - t_c) + Depreciation - Capital expenditures - Increase in NWC$$

Figur 16: Tilsvarende formel FCFE (Bodie, Kane & Marcus 2014, s.618).

Hvor,

EBIT = Driftsresultat (earnings before interest and taxes)

t_c = skattesats

NWC = Netto arbeidskapital

3.1.2.2 Superprofittmodellen

I likhet med egenkapitalmetoden så vil superprofittmodellen for total kapital i prinsipp følge samme metode. Vi verdsetter sysselsatt kapital til den balanseførte verdien og legger deretter på med nåverdien av framtidig superprofitt. Superprofitt neddiskonteres med avkastningskravet. Deretter for å finne verdien av egenkapitalen trekker vi ifra verdien av netto finansiell gjeld.

3.1.2.3 Superprofittvekstmodellen

I prinsippet samme handlingsteori her også. Den eneste forskjellen er at i denne modellen kapitaliserer vi nettoresultatet til egenkapitalen for framtidige år. Vi legger deretter til nåverdien av framtidig vekst som også blir kalt for superprofittvekst.

3.1.2.4 Avkastningskrav

Avkastningskrav er en rate som reflekter hvilken avkastning eierne og kapitalleverandører kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme risiko (Kilde Lederkilden). Med andre ord er avkastningskrav den forventede avkastning eiere eller kreditorer krever for en spesifikk investering. I den forstand bruker vi forskjellige metoder for estimering av

avkastningskrav. For total kapital er det svært vanlig å bruke vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC). For egenkapital bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM).

3.1.3 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (KVM) er en standardmodell som brukes til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. I internasjonal sammenheng går navnet også under betegnelsen CAPM som står for "Capital Asset Pricing Model" (BKM, 2014). Modellen tar for seg forholdet mellom risiko og forventet avkastning i henhold til markedet. Hensikten med CAPM er å sørge for at investorer skal få betalt for å ta systematisk risiko. Den representerer med andre ord avkastningen som aksjonærene forventer å få ved å investere. Da er det slik at jo mer risiko en investor tar, desto mer avkastning skal han få tilbake. Dette er uten tvil den mest brukte modellen for beregning av egenkapitalavkastning. Modellen kan uttrykkes slik:

$$k_e = E(r_i) = R_f + \beta_i(E(r_m) - R_f)$$

Figur 17: Kapitalverdimodell CAPM (Kilde: Bodie, Zane and Marcus, 2014)

Hvor,

$E(r_i)$ = Forventet avkastning for aksje i

R_f = Risikofri rente

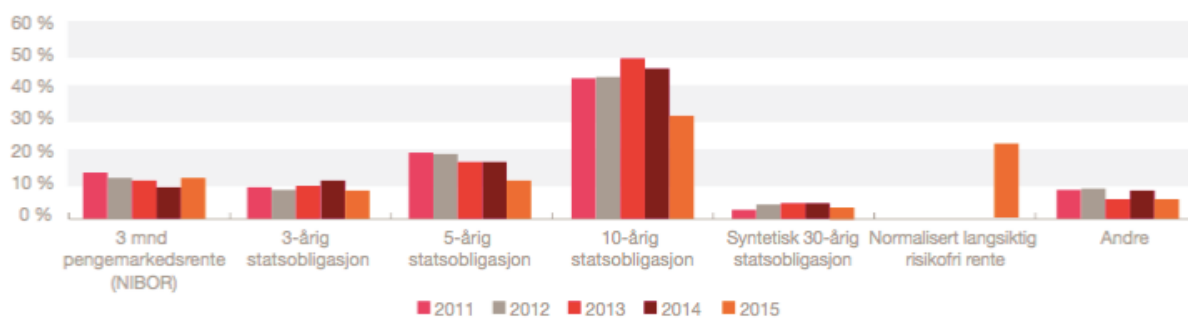
$E(R_m)$ = Forventet avkastning til markedsporteføljen

β_i = Egenkapitalbeta

Ved å bruke denne modellen forutsetter vi at forventet avkastning til aksjen er lik risikofri rente pluss egenkapitalbeta multiplisert med markedets risikopremie. Det vi kaller for risikopremie er differansen mellom avkastningskravet til markedsporteføljen og risikofri rente.

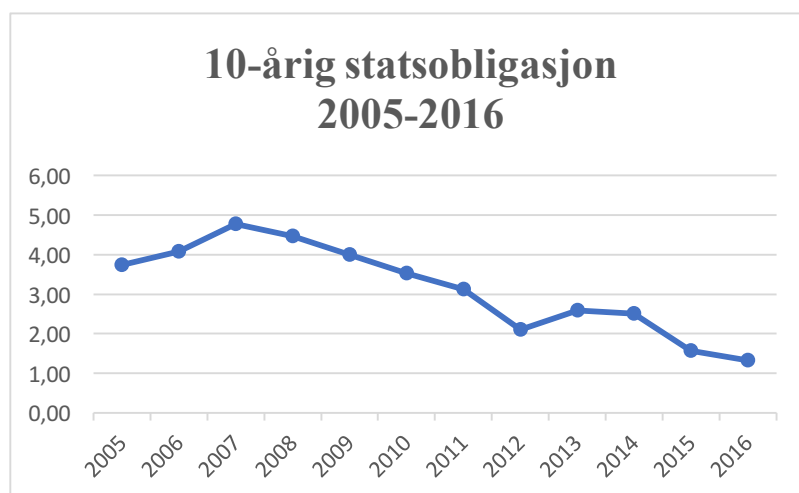
3.1.3.1 Risikofri rente- (R_f)

Risikofri rente er den oppnåelige avkastningen på en investering uten risiko, dvs. noe man med sikkerhet vet man får avkastning i. Ofte pleier dette å bli definert som renten i pengemarkedet. Nærmere sagt vil det være den renten man kan få på kortsiktige verdipapirer som er utstedt av stat og som ikke har konkursrisiko. Som regel pleier den risikofrie renten betraktes som nullkupong statsobligasjon. Det er også svært vanlig å bruke statsobligasjoner med løpetid tilsvarende verdsettelsesvarighet for fastsettelse av risikofri rente (fordi de tilnærmet er risikofrie). I bunn er det ulike meninger om lengden på den risikofrie renten. Siden vi ikke finner statsobligasjoner med uendelig løpetid brukes det vanligvis i teorien statsobligasjoner med ti års løpetid. På bakgrunn av dette har jeg dermed valgt å bruke 10-årige statsobligasjoner som et estimat på den risikofrie renten (Norges Bank).



Figur 18: Risikofri rente (Kilde: PwC undersøkelse 2015)

Nedenfor viser en historisk illustrasjon på 10-årig statsobligasjon rentenivå i perioden 2005-2016. Nødvendige tall er hentet ifra Norges Bank.



Figur 19: Historisk rentenivå 10-årigstatsobligasjon (Kilde Norges Bank)

3.1.3.2 Beta- β_i

Kapitalverdimodellen skiller mellom systematisk og usystematisk risiko. Beta er en størrelse som skal angi selskapets systematiske risiko. Systematisk risiko er den delen av aksjen som skyldes relative svingninger i markedet. Dette er en markedsrisiko som påvirker alle typer selskaper og aksjer. Den kan med andre ord ikke diversifiseres bort (slik som inflasjon). Usystematisk risiko er knyttet til forhold som skyldes særskilt for den enkelte aksje og er uavhengig av utviklingen generelt i markedet. Risikoen er relatert til selskapsspesifikke faktorer. Den er med andre ord ikke korrelert med markedets svingninger. På grunnlag av dette er det derfor mulig å diversifisere den bort. Med en samvariasjon mellom selskap og marked ($Cov(r_i, r_m)$) og markedsvariansen (σ_M^2) estimerer vi egenkapitalbetaen. Dette kan uttrykkes slik:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_M^2}$$

Figur 20: Beta (Kilde: Bodie, Kane and Marcus, 2014)

Hvor,

$Cov(\mathbf{r}_i, \mathbf{r}_m)$ = kovarians aksje og markedsportefølje

σ_M^2 = varians markedsportefølje

Aksje beta forklarer oss i hvilken grad aksjen også kalt egenkapitalen er korrelert med markedssvingninger. Beta representerer hvor sensitiv selskapet er til markedssvingningene. Den estimerte betaen må da forholde seg til noen grenser. Dersom $\beta=1$ vil dette bety at selskapets forventede avkastning vil i stor grad være lik markedets. Har selskapet $\beta < 1$ vil dette tilsvare at selskapet svinger mindre enn markedsporteføljen. Dette betyr med andre ord at selskapet er utsatt for mindre risiko. Har den dermed $\beta > 1$ vil dette tyde på at selskapet vil være utsatt for en større risiko, da den svinger mer enn markedsporteføljen. Skal vi finne

totalbeta må vi inkludere hele selskapet uavhengig av finansieringsstruktur (både EK og gjeld). Totalbeta viser risikoen forbundet med hele selskapet.

I tillegg til overnevnte formel kan vi også estimere beta på følgende måte:

$$(r_i - r_f)t = \alpha + \beta_i(r_m - r_f)t + e_t$$

Figur 21: Beta (2)

Hvor,

r_i = avkastning ved å investere i selskapets EK i periode t

r_f = risikofri rente i periode t

α = skjæringspunkt

β_i = beta til selskapet EK

r_m = markedets avkastning

$(r_m - r_f)$ = egenkapitalens risikopremie

e_t = del av EK avkastning som ikke kan forklares av svingninger i markedet

3.1.3.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan vi definere som differansen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten. Hvor stor risikopremien er indikerer hvor stor kompensasjon en investor krever for å investere i markedsporteføljen. Det finnes ulike metoder for å beregne markedets risikopremie på hvorav noen inkluderer bruk av historiske meravkastninger som grunnlag.

Det er kjent og likeså greit å ha i bakhodet når man beregner at risikopremien som regel ligger mellom 4,5 og 5,5 % (Koller 2010). Risikopremie formelen ser ut som følger:

$$\text{Markedets risikopremie} = (r_m - r_f)$$

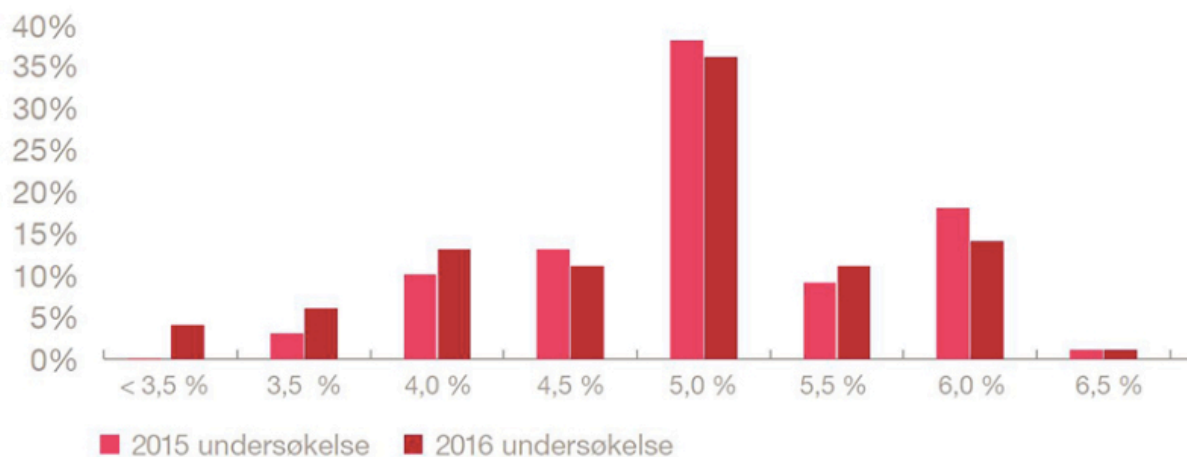
Figur 22: Markedets risikopremie (MRP (Kilde BKM 2014, s. 309))

hvor r_m står for markedsavkastning og r_f står for risikofri rente.

Markedsrisikopremie	2011	2012	2013	2014	2015
Gjennomsnitt	5,2 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %

Figur 23: Markedsrisikopremie 2011-2015 (Kilde PwC undersøkelse 2015, side 8)

I flere år har PwC Norge i samarbeid med NFF (Norske Finansanalytikers Forening) gjennomført en undersøkelse om risikopremien i det norske markedet (2015). I rapporten kommer det tydelig frem at markedsrisikopremien for år 2015 (side 8) i gjennomsnitt har vært 5,2 %, hvor den de siste årene har forholdt seg relativt stabil. Medianen i undersøkelsen er beregnet til 5 %. Tallene forholder seg i stor grad stabilt gjennom historien.



Figur 24: Markedsrisikopremie 2016 (Kilde: PwC)

3.1.4 Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC)

Weighted Average Cost of Capital, WACC er vektet gjennomsnitt av selskapets egenkapitalkostnad og gjeldskostnad. Den representerer totalavkastningen til selskapet og tar hensyn til både gjeldsfinansiering og egenkapital. Egenkapitalkostnaden representerer avkastningskravet til eierne og gjeldskostnaden representerer avkastningen for kreditorer. I slike tilfeller er det hensiktsmessig å bruke totalkapitalmetoden for beregning (Berk & DeMarzo, 2014). WACC består av to ledd: egenkapitalavkastning og gjeldskostnad etter skatt.

Utrekningen kan vises på følgende tre steg:

1. Evaluere selskapets kapitalstruktur(gjeld/EK)

Det første steget innebærer å finne selskapets vektete kapitalstruktur. Med vekt mener jeg hovedsakelig hvor stor andel av selskapets investerte kapital som kommer fra EK og gjeld. For å finne investert kapital må man ekskludere ikke-rentebærende gjeld fra balansen. Det er viktig å vekte kapitalstrukturen med henhold til markedsverdi. I tilfeller markedsverdi ikke er tilgjengelig kan vi bruke bokført verdi.

2. Estimere alternativkostnaden til gjelden og egenkapitalen. Deretter justere disse for skatt der det er nødvendig.

Videre skal vi beregne avkastningskravet til egenkapital og gjeld. Avkastningskravet til gjeld er den raten man låner akkurat nå (f.eks. rente fra banklån). Den reflekterer som regel rentenivået i markedet. Dette steget kan videre deles inn i to (estimering av avkastningskrav for gjeld): 1) ta utgangspunkt i utestående obligasjoner eller 2) ta utgangspunkt i kredittrating av selskapet og estimer et risikotillegg.

For å estimere avkastningskravet til egenkapitalen bruker vi CAPM (kapitalverdimodellen).

3. Deretter regne ut selskapets WACC vha. formelen som følger

Tilslutt putter vi all informasjon i formelen under for å beregne WACC. En viktig huskeregel er at WACC-baserte modeller fungerer best når selskapet som verdsettes opprettholder en relativt stabil kapitalstruktur (Goedhart, Koller & Wessels, 2010)

Formelen for kapitalkostnad kan vi uttrykke slik:

$$WACC = \frac{E}{V} * R_e + \frac{D}{V} * R_d * (1 - T)$$

Figur 25: WACC formel (Kilde: Titman & Martin, 2014)

Hvor,

E = Markedsverdi av EK

V = E+D

Re = Avkastningskrav til EK

D = Markedsverdi av gjeld

Rd = Avkastningskrav til gjeld

T = Skattesats

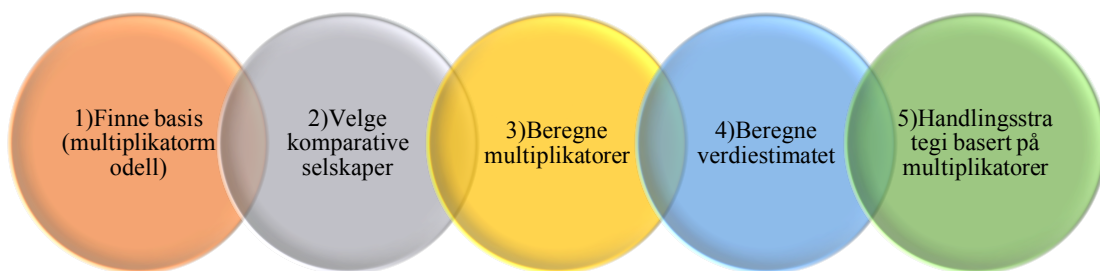
3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse også kalt for markedsbasert metode er en analyse metode hvor vi tar utgangspunkt i regnskapstall (markedsverdi) til to eller flere selskaper og sammenligner de med hverandre. Ved å sammenligne relativt like selskaper i samme bransje kan vi estimere verdien av et selskap som baserer seg på f.eks. inntjening, kontantstrøm eller bokført verdi. I praksis er denne metoden svært populær og brukes flittig da den krever minimalt med tid og har lave kostnader. Komparativ verdsettelse skiller mellom direkte og indirekte verdsettelsesmetode. Direkte verdsettelse utføres ved hjelp av multiplikatorer og kalles dermed for multiplikatormodellen. Den indirekte verdsettelsen kalles herunder for substansverdmodellen. En svakhet med denne metoden er at stemningen i aksjemarkedet kan lett påvirke verdsettelsen. Opplever aksjemarkedet en god tid vil multiplikatorbasert verdsettelse medføre at selskapet blir verdsatt høyere enn hva fundamental verdsettelse hadde gitt. Opplever markedet dårlig tid vil dette medføre en vesentlig lavere verdsettelse av selskapet (Damodaran 2012).

3.2.1 Multiplikatormodell

Denne modellen krever at vi beregner selskapets egenkapitalverdi ved å sammenligne markedsverdiene til tilsvarende selskaper ved bruk av multipler. Multipler brukes for å komme frem til en verdi på verdsettelsesobjektet. Under denne modellen finner vi flere underliggende metoder. I praksis er metodene enkelt å ta i bruk. De mest vanligste multiplikatorene er pris-til-fortjeneste, pris-til-bok, pris-til-salg og EV/EBITDA.

Rammeverk for verdivurdering multiplikatormodell:



Figur 26: Oppstilling for multiplikatormodell

1. P/E

Pris-til-fortjeneste kommer fra det engelske ordet "Price-to-Earnings" og er en av de mest brukte multiplikatormodellene. Formelen er definert som pris per aksje dividert med fortjeneste per aksje. Vi anvender P/E for å beregne selskapets markedsverdi i forhold til inntjening. Ut ifra beregningen kan man si noe om hvor dyr en aksje er.

$$P/E = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

Figur 27: P/E ratio (Kilde: Bodie, Kane and Marcus 2014, s.654)

2. P/B

Pris-til-bok betegnelsen kommer også fra det engelske ordet "Price-to-book". Det som skiller dette uttrykket er at vi henter verdiene fra regnskapet og ikke fra markedsverdier. Bokførte verdier gir relative verdier som kan sammenlignes med

markedspriser. P/B blir dermed et uttrykk for hvor mye investorer har investert i selskapet. Siden bokverdi er en akkumulert størrelse i balansen er den nesten alltid positiv. Vi kan regne P/B basert på verdier per aksje eller for hele egenkapitalen i selskapet.

$$P/B = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi av EK per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Bokført verdi av egenkapitalen}}$$

Figur 28: P/B ratio (Kilde: Bodie, Kane and Marcus 2014, s.616)

3. EV/EBITDA

EV er en forkortelse for enterprise value (sysselsatt kapital) og EBITDA er en forkortelse for "earnings before interest taxes and amortization" og tilsvarer driftsresultat før renter, skatt og avskrivninger. EV/EBITDA er en svært brukt multiplenummer ved verdivurdering. Siden denne multiplenummeren er selskapsbasert er den best egnet for selskap med store investeringer og mye avskrivninger (Titman & Martin 2014). Denne ratioen er definert som markedsverdi av sysselsatt kapital, dvs. markedsverdi av egenkapitalen + markedsverdi av netto rentebærende gjeld som er dividert med driftsresultatet før avskrivninger. Diverse faktorer som skatt, avskrivninger og nedskrivninger har en stor betydning på om multiplenummeren er høy eller lav. Forholdet kan vi uttrykke slik:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

Figur 29: EV/EBITDA ratio

EV= Enterprise value= (Markedsverdi utestående aksjer + markedsverdi EK + markedsverdi gjeld – bank/kontanter.

4. P/S

Pris-til-salg sammenligner et selskaps aksjekurs til inntektene. Den kommer fra det engelske ordet "price-to-sale" og beregnes med grunnlag i markedsverdien til selskapet. Den blir ofte kalt for inntektsmultiplum og brukes i sammenheng med relativt nye selskaper med negative overskudd. Har et selskap høy P/S kan den betraktes som et dyrt selskap og motsatt med lav P/S.

Formelen er definert som pris per aksje dividert med salgsinntekt per aksje. I noen tilfeller bruker vi også denne varianten: markedsverdi/salgsinntekt.

$$P/S = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Salgsinntekt per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Figur 30: P/S ratio (Kilde BKM 2014, s.616)

3.2.2 Substansverdimodellen

Substansverdimodellen er den indirekte metoden innenfor komparativ verdsettelse. Den tar utgangspunkt i markedsverdien av eiendelene i et selskap. Vi regner ut verdien ved å trekke fra markedsverdien av gjelden, slik at bare substansverdien av EK står igjen. Ved å bruke denne modellen beregner vi verdien av eiendeler ved å sammenligne med markedsverdien til komparative eiendeler. Deretter kommer vi fram til et verdiestimat på egenkapitalen ved å ta substansverdien av eiendelene minus gjeld (inkl. skatt). Tar vi i bruk denne metoden må vi forutsette at selskapet har aktive markeder der eiendeler kan selges og kjøpes. Denne metoden er herunder mest relevant når verdien til eiendelene er uavhengige av selskapet, slik at eiendelene kan fritt selges uavhengig av selskapet. Vi kan så sammenlikne substansverdien av egenkapitalen med børskursen og fortelle hvorvidt selskapet er over- eller underpriset. Igjen er komparativ verdsettelse en av de mest brukte metodene da den i praksis er enkel, krever lite ressurser og er lite tidskrevende. En viktig faktor å ha i bakhodet er at denne metoden er best egnet til kapitalintensiv virksomhet (f.eks. shipping og eiendom).

Rammeverk for substansverdimodellen



Figur 31: Oppstilling for substansverdimodell (Kilde: Knivsflå 2015)

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er den tredje verdsettelsesteknikken jeg skal foreta i teori kapitlet. Denne metoden blir sett på som et supplement for andre verdsettelsesteknikker som blant annet fundamental verdsettelse. Ved bruk av denne verdsettelsesmetoden synliggjør vi verdien av fleksibilitet. Selskapets egenkapitalverdi vil dermed bestå av egenkapital (basert på fundamental verdsettelse) og nåverdien av fleksibilitet. Med andre ord benytter vi opsjonsbasert verdsettelse til å verdsette fleksibilitet vha. opsjonsprising. Ofte pleier nåverdien av fleksibilitet være verdien av realopsjoner i drift eller finansiering. Uttrykket kan settes opp slikt:

$$VEK = VEK^* + \text{nåverdien av fleksibilitet}$$

Figur 32: Verdivurdering av opsjoner (Kilde: Kaldestad og Møller, 2016 2.utgave)

VEK^* = fundamentalverdi av egenkapital

En opsjon er en rett, men ikke en plikt (for eiere) til å kjøpe eller selge verdipapirer til en avtalt pris et gitt tidspunkt i framtiden (Bodie, Kane & Marcus, 2014). Vi kan dele opsjoner inn i to: finansielle og realopsjoner. Finansielle opsjoner (aksjer og obligasjoner) kan i all hovedsak være avtale om salg/kjøp av aksjer, råvarer eller valuta. En finansiell opsjon gir rett,

men ikke plikt til å kjøpe/selge en eiendel til en avtalt pris i framtiden (Berk & DeMarzo 2011). Realopsjoner derimot er mer driftsrelaterte og kan gi selskapet muligheter til å foreta spesielle beslutninger senere. Disse spesielle beslutningene kan blant annet være utsettelse av investeringer, utvidelse av drift og nedleggelse av drift.

Bruker vi opsjonsbasert verdsettelse vil det gjøre det mulig for oss å estimere verdi på eiendeler det ellers er vanskelig å verdsette. Foruten dette så egner opsjonsbasert metode seg best for virksomheter som gjennomgår ulike faser og som har stor fleksibilitet. Fordelen med denne teknikken er at den kan gi estimat på verdier som kan undervurderes ved bruk av andre verdsettelsesmetoder (fundamental). Fundamental analyse ignorerer delvis verdien av å besitte rettigheten, men ikke plikten, til å gjennomføre bestemte type tiltak. Ulempen er at det er vanskelig å få tak i informasjon som er nødvendig for å verdsette.

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

Hittil har ulike verdsettelsesmetoder blitt presentert. Hver og en av dem er unike og har sine styrker og svakheter. Når det gjelder å verdsette et selskap er det viktig at man grundig og nøye går gjennom verdsettelsesmetodene for å så velge den metoden som egner seg best for virksomheten. Det er i hovedsak tre faktorer som spiller en rolle. Det første er hvilken bransje selskapet er i. Den andre er hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i. Den siste er virksomhetens planer om videre drift. Foruten dette er det andre viktige faktorer som vi bør ta hensyn til som blant annet hvorvidt det er tilgang på informasjon og hvor mye tid vi har til disposisjon.

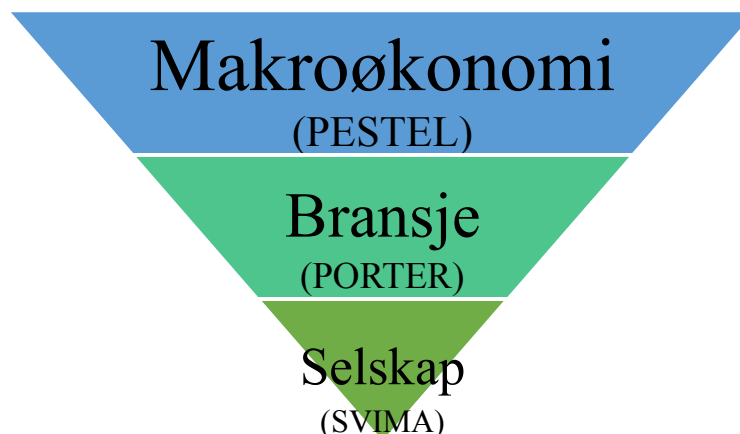
Jeg anser SR-bank som et moderat selskap som stadig er i utvikling. Selskapet har hatt sine oppgangs-og nedgangstider, men er regnet som et stabilt selskap med lang driftshistorie. Etersom banken også er børsnotert foreligger det god tilgang på tilgjengelig informasjon. Da det er vanskelig å finne god nok informasjon for å beregne estimater på opsjonsverdier velger jeg å se bort ifra denne teknikken. På bakgrunn av dette vil jeg foreta en fundamental verdsettelse av SR-bank ettersom denne teknikken anses som den mest nøyaktige og relevante verdsettelsesmetoden. For å sammenligne estimatet fra fundamental verdsettelse skal jeg utføre en komparativ verdsettelse for å vurdere holdbarheten til estimatene. Til slutt trekkes det en konklusjon.

4.0 Strategisk Analyse

I dette kapitlet skal jeg ta for meg en strategisk analyse av SR-bank.

Hensikten med en slik analyse er å få inngående kunnskaper om bransjen og selskapet. Analysene skal danne et bilde av konkurranseforholdene som selskapet omgir seg i. Vi kan dele analysen inn i to deler: ekstern del og intern del. Den eksterne delen tar for seg makroøkonomiske faktorer og bransjeforhold og har som hensikt å kartlegge omgivelsene til selskapet. Den interne delen tar for seg selskapets ressurs og kompetanse og har som mål å identifisere kritiske verdidrivere som har betydning for selskapet.

Struktur for analysen vil bestå hovedsakelig av tre nivåer som kan illustreres med en top-down tilnærming vist i figur 36. Først starter jeg med å foreta en makroøkonomisk analyse av konkurrentene i markedet og dets betydning for selskapet i fremtiden. Dette gjøres ved anvendelse av PESTEL-rammeverket. Deretter blir bransjens posisjon vurdert i verdikjeden ved å ta i bruk Porters fem-faktor-modell. Det siste nivået skal analysere SR-bank internt ved bruk av SVIMA-analysen. Alt resultat fra den eksterne og interne delen vil til slutt bli oppsummert i en SWOT-tabell.



Figur 33: Top-down tilnærming

4.1 Ekstern Analyse

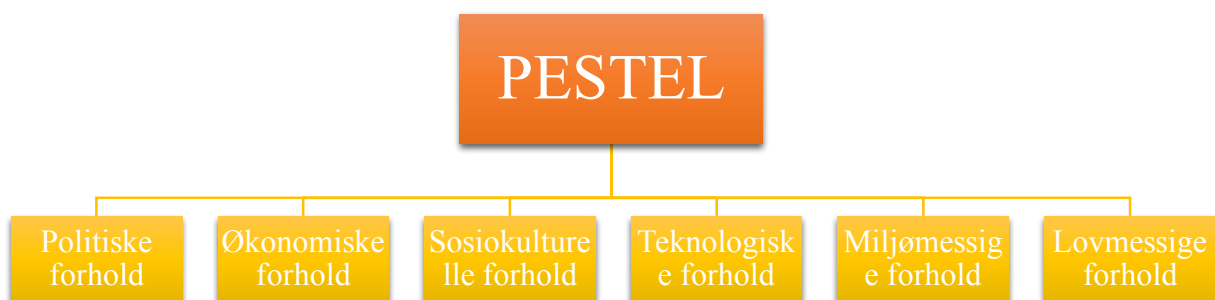
Denne delen fokuserer på faktorer som har betydning for bedriften utenfra og som påvirker både selskapet og markedet. Ekstern analyse er kritisk for selskapets suksess og har svært stor effekt på virksomhetens strategiske handlinger da den både er makro- og bransjeorientert. Jeg utfører denne analysen for å få en bredere forståelse av markedet og vurdere hvordan ulike faktorer påvirker selskapets potensial for lønnsomhet.

4.1.1 PESTEL-analyse

For å undersøke forholdene til SR-bank vil jeg utføre en makroanalyse ved bruk av en PESTEL analyse. PESTEL analysen kategoriserer de viktigste hovedgrupper av faktorer som kan påvirke en virksomhet. Disse hovedgruppene er politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold. Hvilken faktor som spiller en rolle er avhengig av bransjen selskapet tilhører i. Formålet med denne analysen er å identifisere og kartlegge de viktigste makroøkonomiske faktorene som kan (vil) påvirke selskapet.

I analysen vil jeg fokusere på de viktigste faktorene som kan påvirke SR-bank.

Makroøkonomiske nøkkelfaktorer som rentenivå, inflasjon, BNP, boligpriser og sysselsetting vil bli drøftet i henhold til effekten den har for bankbransjen. I tillegg tar jeg for meg retningslinjene når det gjelder utlån til bolig og kapitalkravene i Basel III.



Figur 34: PESTEL-rammeverket

4.1.1.1 Politiske faktorer (P)

Denne delen i analysen omhandler politiske forhold som kan påvirke selskapet. I hovedsak må en bedrift forholde seg til de reglene som er satt i det landet de driver virksomhet i. Ulike regelverk gjelder ut ifra hvilken bransje man opererer i. Her er det viktig å ta i betraktning handelsrestriksjoner, infrastruktur og ikke minst skattepolitikk. Selv om vi i Norge har høy grad av forutsigbarhet og politisk stabilitet gjelder det å holde reglene stramt for å opprettholde den solide finansielle stabiliteten.

***Skattepolitikken**

Generelt er selskapsbeskatningen i Norge relativt høyere en gjennomsnittlig for Europa. I den sammenheng har myndighetene redusert nivået på selskapsskatt og personskatt. I 2015 var både selskapsskatt- og personskatt på 27 % og ble redusert med 2 % i 2016. Selskapsskatten og personskatten ble dermed 25 %. Det er blitt foreslått å redusere selskapsskatten ned til 22 % i løpet av 2016-2018 (Finansdepartementet). En reduksjon i skatt vil føre til blant annet at bedriftene for beholde en større andel av overskuddet sitt som eventuelt kan bli brukt til noe annet.

***Basel III standarden**

Dette er et globalt, frivillig regelverk for banknæringen. Avtalen inneholder anbefalinger om banklover og forskrifter gitt av Baselkomiteen for banktilsyn som skal gradvis innføres gjennom periode 2013-2019. I juni 2004 ble Basel II innført (videre for Basel I) og var ment til å endre internasjonale standarder om hvor mye kapital bankene måtte ha for å beskytte seg mot eventuelle risikoer de står ovenfor. Jo større risiko en bank er utsatt for, jo mer kapital må banken ha for å ivareta sin soliditet og økonomisk stabilitet. Basel III standarden omfatter blant annet skjerpede krav til ansvarlig kapital og likviditetskrav. Målet med dette regelverket og disse kravene er at de er ment til å gjøre bankene mer solide.

Andre viktige punkter i regelverket er kravet om kapitalbuffer for å dempe virkningen av økonomiske og finansielle sjokk. Formålet med kapitalbevaringsbufferen er at den skal forsørge at kapitalen ikke reduserer minimumskravet under lavkonjunkturer samtidig som den skal dekke eventuelle tap. I tillegg er det andre viktige elementer som minstekrav til uvektet egenkapitalandel (leverage ratio), økte minstekrav til kjernekapital og kvantitative likviditetskrav (Kilde: Finanstilsynet.no). Kravet om uvektet egenkapitalandel er ment å være som et supplement til de andre minstekravene. Da kravet enda ikke er vedtatt foreslås det om

at raten skal utgjøre minst 3 % av kjernekapitalen av eksponeringsmål (eiendelsposter og ikke-balanseførte poster) Kilde Finanstilsynet.no.

Minstekravet til ansvarlig kapital holdes uendret på 8 % av et vektet beregningsgrunnlag, samtidig som ren kjernekapital og kjernekapital utgjør henholdsvis 4,5 og 6 %. Ren kjernekapital opplever en økning på minstekravet fra 2 % (Basel II) til 4,5 % (Basel III). Denne økningen vil føre til at egenkapitalrentabiliteten (EKR) til bankene reduseres. Et annet moment er at når kjernekapitalen øker vil tilleggskapital og hybridkapital avta (redusere) som i all hovedsak består av ansvarlige lån og obligasjoner (Kilde: Regjeringen.no). For at vi skal kunne opprettholde vår lånekapasitet må vi som bank øke egenkapitalen i en slik situasjon.

Hvert år publiserer Norges Bank rapporten om **Finansiell Stabilitet**, hvor formålet er å vurdere sårbarhet og risiko i det finansielle systemet (Kilde Norges Bank, finansiell stabilitetsrapport 2016). I rapporten legges det vekt på langsiktige og strukturelle trekk ved bankene og finansmarkedene som har betydning for finansiell stabilitet. Lønnsomheten i banksystemene holder seg relativt bra til tross for økte tap pga. oljerelatert virksomhet. Større åpenhet om bankenes likviditet og finansieringsstruktur kan bidra til bedre likviditet og mer robust finansiering (Kilde Norges Bank Finansiell stabilitet). Ved bruk av stresstester tyder det på at bankene er i stand til å tåle store tap dersom de har tilgang på finansiering. Kapitaldekning alene kan ikke forhindre alvorlige konsekvenser i norsk økonomi, men en vurdering fra Norges Bank tilsier at kapitaldekningen har bedret seg siden finanskrisen og er derfor bedre i stand til å tåle store tap.

*** Retningslinjer for utlån til boligformål**

Finansdepartementet la fram et forslag om krav til nye utlån med pant i bolig. I bunn bygger forskriften på gjeldene retningslinjer fra Finanstilsynet og har som formål å bidra til en mer bærekraftig utvikling (Kilde Regjeringen.no). Forskriften trådte i kraft 1.juli 2015.

Ut ifra forskriften skal bankene beregne kundens evne til å betjene boliglånet ut fra inntekt og utgifter. Retningslinjene er rettet mot låntakers likviditet og betalingsevne. Det legges til en renteøkning for å vurdere låntakers betjeningsevne (Kilde Finanstilsynet). Raten økes med ett prosent, fra 5 til 6 %, dette for at bankene skal vurdere om låntaker tåler en renteøkning. Den viktigste effekten er om den som låner består stresstesten, som sier noe om betjenings-og betalingsevnen.

Nedbetalingslån med pant i bolig skal ikke overstige 85 % av boligens verdi, noe som tilsvarer et egenkapitalkrav på 15 %. Maksimal belåningsgrad for rammelån reduseres fra 70 til 65 % (av boligens markedsverdi) (Kilde: Finanstilsynet.no).

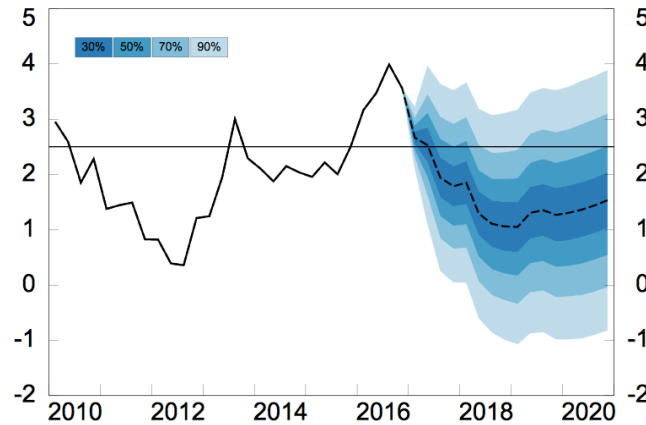
På generell basis fastslår finanstilsynet at disse retningslinjene har ført til bedre kredittpraksis i de fleste bankene. Det er nok flest førstegangskjøpere (studenter/nyutdannede) som gjerne rammes av disse betingelsene i første omgang. I helheten er dette segmentet lønnsomt for bankene ettersom unge personer har større sannsynlighet for å øke inntekten sin.

Finansdepartementet anbefaler at bankene kan være mer fleksible når det gjelder utlån for boligformål. Selv om det er nødvendig med 15 % egenkapitalkrav er det ikke alltid like lett for unge personer i startfasen. Bankene kan dermed tilby boliglån for førstegangskjøpere dersom de klarer å vise god fremtidig gjeldsbetjeningsevne og at de faktisk klarer å spare over tid. Klarer man dette kan låntakere få boliglån med 10 % egenkapitalkrav av markedsverdien.

4.1.1.2 Økonomiske faktorer (E)

Den økonomiske delen i PESTEL analysen handler om makroøkonomiske faktorer som kan være med å påvirke bransjen. Herunder skal jeg vurdere faktorer som inflasjon, BNP og rentenivå.

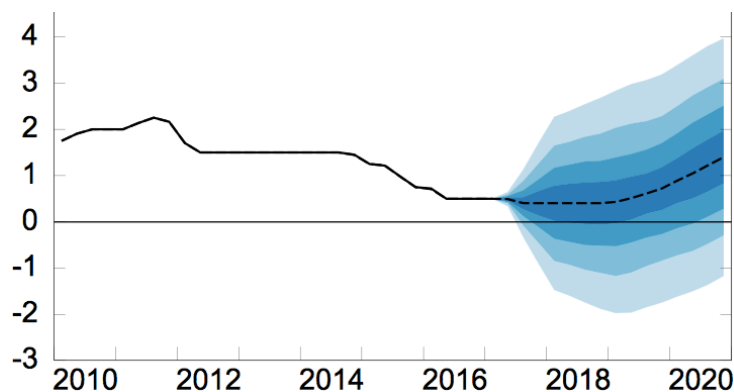
Inflasjon er en makroøkonomisk faktor som med stor sannsynlighet kan påvirke SR-bank. Inflasjon vil si vekst i det generelle prisnivået eller motsatt at pengene faller i verdi. Som regel er årsaken til inflasjon at pengemengden øker uten at produksjonen av varer og tjenester øker. Pengemengden kan typisk øke på grunn av at rentenivået er lavt. Norges Bank har med samarbeid med regjeringen fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken. Målet er rettet mot konsumprisene som over tid skal vokse med 2,5 %. Formålet med pengepolitikken er at den skal medvirke til å stabilisere utviklingen i produksjon og sysselsetting. Historisk sett har inflasjonen nådd nesten 5 % i 2008 på grunn av finanskrisen. Inflasjonsendringen fra mars 2016 til mars 2017 ligger på 2,4 % (Kilde SSB). Figuren under viser historisk KPI og fremtidsprognoser (Kilde Norges Bank)



Figur 35: KPI-anslag fra Penge politisk rapport

En annen makroøkonomisk faktor som er viktig er **Bruttonasjonalproduktet (BNP)**. BNP er den samlede produksjon av varer i et land og beskriver den årlige produksjonen. Den totale verdiskapningen er beregnet av alle samlede varer og tjenester trukket ifra forbrukte varer. Ut ifra beregninger fra SSB (publisert 2016) er det Oslo og Rogaland som har høyest BNP per innbygger med henholdsvis 23 og 7 % over landsgjennomsnittet. Den høye BNPen i Rogaland skyldes først og fremst oljerelatert virksomhet. Dette reflekterer positivt ovenfor SR-bank da Rogaland er et fylke med relativt bra befolkningsvekst og høy næringsaktivitet som tilsvarer en god velstand. Befolkningsvekst fører normalt til økt etterspørsel av boliger som automatisk gir en økt etterspørsel etter boliglån. Ifølge SSB har boligprisene steget med 2,7 % fra 3. til 4.kvartal 2016 hvorav prisveksten på enebolig og småhus var på henholdsvis 1,9 og 1,8 %.

Når **styringsrenten** går opp vil dette i høyeste grad føre til mindre investeringer i kommuner og husholdninger. Dette skyldes at det blir dyrere å låne og at man får mindre penger til overs når gjelden er betjent. (Norges Bank). I all hovedsak vil dette svekke bedriftenes økonomi og det vil bli mindre interesse for investeringer. Styringsrenten har holdt seg i overkant av 1,0 % i løpet av 2014, men har gradvis sunket i 2015 og 2016. Fra og med 2016 til i dag har styringsrenten holdt seg stabilt på 0,50 %. Derimot en reduksjon i styringsrenten vil trolig føre til at bankene får en lavere rente på sine innskudd i Norges Bank.

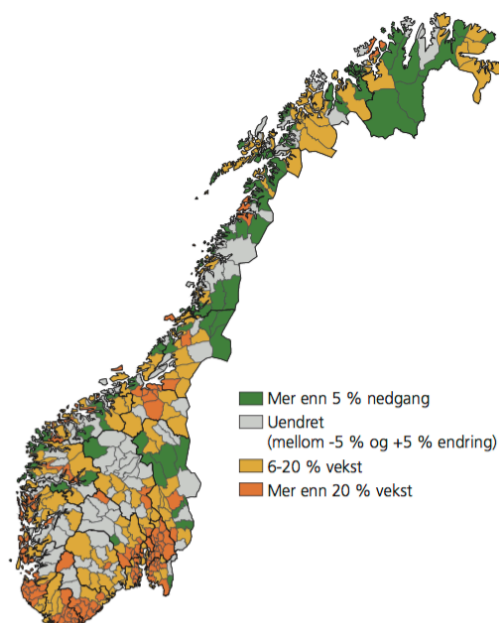


Figur 36: Historisk og fremtidig styringsrente (Kilde: Norges Bank)

4.1.1.3 Sosiokulturelle faktorer (S)

Med sosiokulturelle faktorer mener jeg hovedsakelig forhold som omfatter et lands demografi og kultur. Viktige punkter som kan være med på å påvirke sparebanknæringen er alderssammensetning og befolkningsendringer. Ut ifra en rapport utgitt av SSB (befolkningsframskrivinger 2016-2100) er det estimert en betraktelig befolkningsøkning i hele landet.

Storbyer og sentrale strøk som Oslo, Bergen, Stavanger og Trondheim kommer til å vokse betraktelig (Befolkningsframskrivinger 2016-2100). Slik det også vises i figuren til høyre er det stor vekst i folkerike fylker. I tillegg blir det kraftig vekst i kommuner som ligger i nærheten av landsdelssentrene. Oslo er på topp med hele 30 % vekst som følges av Akershus med 29 % vekst.



Figur 37: Prosentvis vekst i kommunene 2016-2040 (Kilde: Statistisk sentralbyrå)

Norge blir stadig mer sentralisert og folk har en større tendens til å flytte til byene og bynære strøk. Framskrivningen indikerer på at mobiliteten mellom kommunene er større og at dette fører til at folk flytter stadig mer. Det er to grunner eller såkalt demografiske hovedkilder til sentralisering i Norge. Det ene er innenlands flytting og det andre er innvandring. En

sekundæreffekt er at de som flytter og innvandrer er unge og i fruktbar alder, noe som bidrar til flere fødte og lavere aldring (Kilde: SSB, Regionale befolkningsframskrivinger 2016-2014).

Generelt vil denne befolkningsøkningen fremme økonomien i regionen. Dette vil ha stor påvirkning for landsøkonomien da etterspørsel for varer og tjenester øker ihop med befolkningen. Dette betyr mer arbeid for folket og mer varer for innbyggerne. Fra økonomisk perspektiv vil dette føre til mer investeringer i prosjekter, økt leverandørgjeld osv. For SR-bank vil denne økningen bidra positivt da det blir mer etterspørsel for lån både fra privat personer og bedriftskunder. Foruten dette vil befolkningsøkningen i seg selv føre til økt etterspørsel av boliger. Med andre ord vil SR-bank få økt kundemasse(eiendom), i tillegg til andre tjenester som hus-og billån.

I tillegg til befolkningsøkning er alderssammensetning en viktig makroøkonomisk faktor som kommer til å endre seg betydelig i fremtiden. Det blir stor vekst i den eldste gruppen som skyldes hovedsakelig økt levealder. Andelen 70 år og eldre stiger fra 11 % til 19 % i 2060 da det forutsettes at framtidens eldre aldersgrupper kommer til å leve betydelig lengre enn de eldste i dag (Kilde: SSB, Befolkningsframskrivinger). Forventet levealder ved fødselen øker fra 80 år i dag til 87 år i 2060 (Kilde SSB, befolkningsframskrivinger(rapport)) og det antas at denne økningen vil fortsette. Det positive med en økende eldre-befolkning er at tjenester relatert til pensjon øker samtidig. Pensjonsforpliktelser vil øke og pensjonssparing vil bli viktigere i fremtiden. SR-bank sine produkter og tjenester rettet mot eldrebefolkningen vil da bli viktigere samtidig som det også kommer til å øke kraftig.

4.1.1.4 Teknologiske faktorer(T)

Dagligbankundersøkelsen er en årlig landsrepresentativ spørreundersøkelse som blir utført av TNS Gallup for Finans Norge. I undersøkelsen tyder det at kun 6 % av kundene bruker bankkontorene (dvs. oppsøker banken fysisk). Denne andelen utgjør ca. 250.000 personer hvorav halvparten av disse er over 67 år (Kilde: Dagligbankundersøkelsen 2016).

Undersøkelsen viser også til 3,9 millioner nordmenn som bruker nettbank samt 2,1 millioner som bruker mobilbank. Hensikten med undersøkelsen er at den viser at teknologi er svært viktig for kundene i og med at det er lett tilgjengelig og sparer tid. Så lenge teknologien brukes bra kan den føre til å effektivisere banktjenestene.

4.1.1.5 Miljømessige faktorer (E)

Denne delen omfatter miljømessige forhold som kan ha påvirkning for hele banknæringen og SR-bank. Jeg observerer herved ingen forhold som har noe direkte påvirkning overfor SR-bank. Dette fordi bedriften er en bankvirksomhet i en tjenesteytende sektor hvor miljøfaktorer ikke påvirker bedriftens drift.

4.1.1.6 Lovmessige faktorer (L)

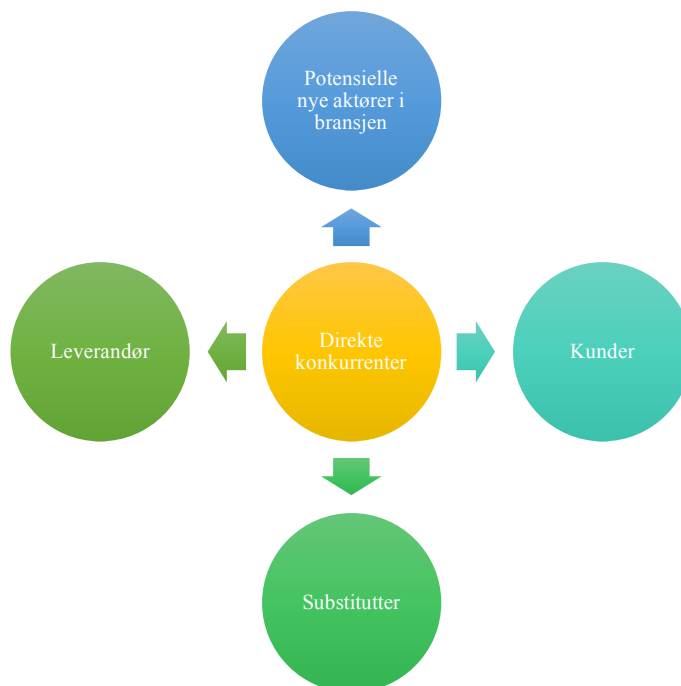
I Norge er det Finansdepartementet via Finansmarkedsavdelingen som forbereder forslag til lover og forskrifter som skal gjelde hele banknæringen. Fra og med 1.januar 2017 trådte det i kraft nye regelendringer som blant annet omhandler skatter, avgifter, finansmarkedene og statens pensjonsfond (Kilde Regjeringen.no).

4.1.1.7 Oppsummering

Analysen gir oss et klart tegn på at den økonomiske veksten i Norge forholder seg stabil med henhold til de forskjellige faktorene. Det har de siste årene blitt strengere med reguleringer som skjerper opp banknæringen. Fremtidsprognoser utgitt av SSB gir tydelig tegn på at Norge vil få større andel eldre i framtiden noe som tilsier at pensjonssparing blir viktigere. Foruten dette så er det mindre andel som er avhengig av bankene fysisk hvor flertallet bruker nett/mobilbank. For å trekke samme trådene kan jeg si at makroøkonomiske faktorer vil som regel alltid være i endring noe som gjør det utfordrende for oss å vurdere fremtidige forhold.

4.1.2 Porters fem krefter

PESTEL-analysen tok for seg faktorer som var knyttet til et overordnet nivå. Under denne delen skal jeg ta for meg en mikroøkonomisk bransjeanalyse av selskapet. Formålet med denne analysen er å identifisere og kartlegge de sentrale aktørene for SR-bank og hvilken trussel disse aktørene utgjør. Porter (1980) har delt de fem kreftene inn i: trusler fra inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, trusler fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og intern rivalisering (direkte konkurrenter).



Figur 38: Fem-faktor-modell (Kilde: Regjeringen.no)

4.1.2.1 Trusler fra inntrengere

Med inntrengere menes det nye aktører som vil etablere seg i markedet. Banknæringen er en kapitalintensiv bransje med svært høyt konkurransenivå. For å vurdere andel av nye aktører som kan trenge seg inn i markedet kan vi benytte oss av en inntrengeranalyse. Denne analysen skal i bunn gi oss en pekepinn på hvor lett/vanskelig det er for nye aktører å etablere seg i markedet. Det vil tas i betraktning inngangsbarrierer² for bedrifter som ønsker å etablere seg i

² Inngangsbarrierer er hindringer som er i veien for en aktør som ønsker å etablere seg.

et spesifikt marked. I vår bransje kan vi redegjøre for to potensielle typer inntrengere. Det kan være aktører innen samme bransje som holder til i utlandet eller aktører som tilhører en annen bransje.

Det krever store investeringer for å etablere seg innenfor banknæringen. Rent økonomisk sett kreves det store kapitalinvesteringer. I tillegg må ny etablerende aktører også investere en del i kontorbygg (evt. filialer), IT-systemer og andre ressurser for å etablere en sterk merkevare. Uten dette er den nest største investeringen arbeidskraft, dvs. humankapital. For effektiv drift og for å tilby det beste til kundene har bedriftene behov for kompetente ansatte med høyt utdanningsnivå. I realiteten vil ny etablerende aktører møte vanskeligheter med å gjøre seg kjent i markedet som fører til bruk av mye ressurser på markedsføring.

Den største trusselen utgjøres av allerede etablerte aktører i markedet. Konkurrenter som Dnb, Nordea, Skandiabanken osv. har potensiell mulighet til å styrke konkurransen i markedet samtidig som de utgjør en moderat trussel for SR-bank. Det er spesielt viktig å trekke frem blant annet Skandiabanken og Gjensidige som tilbyr sine kunder elektronisk banktjenester fremfor filialer. I den grad vil aktørene redusere kapitalinvesteringene sine samtidig som de også slipper å investere i kontorbygg. Dette medfører selvsagt økte investeringer i IT-systemer og markedsføring. Denne anvendte metoden reduserer inngangsbarrierene for etablering i andre bydeler noe som kan virke truende for de allerede eksisterende bedriftene i markedet. I tillegg har det blitt svært vanlig at utenlandske banker ønsker å etablere seg i det norske markedet, som for eksempel Danske Bank som har etablert seg flere plasser.

Totalt kan jeg si at trusselen for nye aktører som trenger seg inn i markedet kan vurderes som lav da de eksisterende bedriftene har en god historisk bakgrunn og lojal kundemasse.

4.1.2.2 Kundernes forhandlingsmakt

Dette forholdet er direkte knyttet til kundene og den relative forhandlingsmakten de har. Kundene til SR-bank kan vi dele inn i to: privatkunder og bedriftskunder. Bedrifter som historisk sett har eksistert lenge og kan betraktes som solide kan være med på å redusere risikoen i bankens portefølje. Dette vil med andre ord øke bedriftenes forhandlingsmakt.

Som regel når kunder har sterk forhandlingsposisjon vil det ofte tilsi at produktet utgjør en betydelig del. Vi vet at de fleste av oss i dag har boliglån, billån, forsikringer og andre tilbud som bankene tilbyr oss som er helt essensielt for hverdagen. Det er da normalt å tenke at kundene i de fleste tilfeller kan reagere sensitivt på prisendringer. I helheten er dette en viktig faktor da det resulterer i at kundene har (får) stor forhandlingsmakt.

Teknologisk utvikling spiller en stor rolle for banknæringen. Nettbank, mobilbank, app'er og diverse andre tilbud som er ment for å gjøre hverdagen lettere for kundene inntar mer og mer i markedet. Dette fører til mindre bruk av bankene fysisk og reduserer dermed behovet for filialer. Som regel brukes bankene for rådgivning for huslån, billån etc. Dagligvarebutikker og minibanker står også sentralt for uttak av penger.

Kundene har stor informasjonsveksling på tvers av internett som gir dem mulighet til å sammenligne bankbetingelser hos flere banker. For eksempel en fremtidig renteøkning vil gjøre kundene mer prissensitive og kan føre til at de bytter til en bank med lavere rente. Faktorer som dette er med på å redusere kundens relasjon til banken noe som igjen vil føre til svak kundelojalitet. For å øke grad av lojalitet blant kundene har de fleste bankene innført en form for fordelsprogram for kundene. Dette programmet går ut på at kundene får diverse fordeler ved å ha alle sine finansielle behov i en bank. SR-bank har innført "helkunde forsikring" hvor de belønner de beste kundene med inntil 20 % samlrabatt på skadeforsikringene sine.

4.1.2.3 Trusler fra substitutter

Substitutt kan defineres som varer eller tjenester som kan erstatte kundens behov. Med trussel refererer jeg til kundens tilbøyelighet til å erstatte produkter/varer som i det lange løp kan virke truende mot bankene. Hvor stor grad kunden er villig til å erstatte er avhengig av kundens behov og selvfølgelig varens kvalitet og pris. I denne bransjen kan vi liste opp følgende substitutter for bankene: Husbanken, Statens pensjonskasse (SPK), kreditt i butikk og obligasjonslån (bedrifter). Kreditt i butikk og obligasjonslån er rettet mot kreditt for privat kunder og bedrifter. Av disse fire kan vi dermed betrakte Husbanken og SPK som substitutter da de dekker kundenes behov for boliglån.

Husbanken har som mål å hjelpe de som har vansker og lav inntekt med å komme inn i boligmarkedet (Kilde: www.husbanken.no). De tilbyr startlån, grunnlån og bostøtte for sine kunder. Deres kunder er hovedsakelig kunder som har fått avslag på boliglånsøknaden fra

bankene pga. blant annet lav inntekt. Til tross for husbankens mål er det aldeles mange med høy inntekt som har fått lån innvilget. Denne høye andelen av kunder er med på å redusere kundemassen til bankene. Dersom Husbanken strammer inn på retningslinjene kan det i framtiden utgjøre mindre risiko og trussel.

Statens pensjonskasse er Norges største leverandør av offentlig tjenstepensjon som tilbyr boliglån og kan være et mulig alternativ for kundene sine (Kilde: www.spk.no). En av hovedgrunnene for at SPK kan utgjøre en trussel er at de tilbyr lån med lav rente og gode forsikringsmuligheter. Medlemstallet over en million er med på å forme denne organisasjonen som en reel trussel mot bankene. Til tross for høyt medlemstall er det ikke alle som kvalifiserer seg for boliglån og de som kvalifiserer seg kan få lån innvilget opp til 1,7 mill. kr. På grunnlag av dette kan jeg konkludere med at SPK, spesielt for statlige ansatte utgjør en risiko og trussel for bankene.

4.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Her vurderes det hvor stor forhandlingsmakt leverandørene har ovenfor SR-bank når det gjelder prissetting av bankens produkter og tjenester. Bankenes største leverandører er uten tvil leverandør av kapital, IKT-systemer og arbeidskraft i form av humankapital.

Det er i det godeste å betrakte bankens ansatte som leverandør av arbeidskapital da det er de som jobber aktivt i hverdagen med kundene. SR-bank har flere filialer i landet og behovet for kunnskapsrike ansatte er uten tvil en viktig faktor. Det er imidlertid stor konkurranse om å ansette de mest dyktigste i bransjen, som tilsvarer at medarbeiderne har høy makt. Det er ingen tvil om at studier innenfor økonomi og regnskap har økt betraktelig de siste årene, spesielt med tanke på oljekrise og dens konsekvenser. Tar vi også i betraktning at antall bank filialer har blitt redusert gjennom historien fører dette til at mindre personer blir ansatt. I den forstand kan jeg si at leverandør for arbeidskraft (forhandlingsmakt) kan i fremtiden bli mer redusert.

IT/IKT har økt betraktelig etter dot com-boblen. Teknologiske systemene har per i dag stor forhandlingsmakt, ikke bare for finansnæringen, men for samfunnet generelt. Ikke bare bidrar den med å øke effektiviteten til banken, men har en tendens til å redusere den operasjonelle risikoen også. Bankene kan imidlertid utvikle egne IT-løsninger, men da dette er svært

krevende og kostnadshøy vil det innebære store investeringer både for anlegg og kompetanse. Basert på dette kan jeg si at teknologi spiller en svært stor rolle for finansbransjen. Med stor forhandlingsmakt i dag kan man forutsi at det sannsynligvis kommer til å øke de kommende årene. Ut ifra dette kan man dermed vurdere forhandlingsmakten som høy.

I hovedsak har bankene to måter å finansiere kapital på; innskudd fra kunder og ved markedsfinansiering (Kilde: Norges Bank). Potensiell kundemassen til SR-bank er hovedsakelig bankkunder som kan betraktes som leverandør av kapital. Baktanken her er at kundene betraktes som *leverandør av kapital* dersom de har innskuddskonto og kan regnes som *kunder* dersom de tar opp lån i banken. Denne strategiske tenkemåten fører oss tilbake til standpunktet om kundenes forhandlingsmakt (som har blitt forklart tidligere).

4.1.2.5 Intern rivalisering- Direkte konkurrenter

Dette er den femte faktoren i Porters modell som tar for seg bransjens interne rivalisering. Her legges det vekt på konkurrenter som tilbyr lignende produkter og tjenester. De faktorene presentert hittil er med på å påvirke den interne rivaliseringen. Foruten disse faktorene er det andre faktorer som også påvirker den interne rivaliseringen. Det er blant annet differensiering mellom konkurrentene, konkurrentenes størrelse, aktørenes kapasitet og bransjens utgangsbarrierer.

Ut ifra informasjon gitt tidligere (kap. 2) og fokus på SR-bank sine kjerneområder kan jeg vurdere Dnb, Nordea og Skandiabanken som primære konkurrenter i bransjen. Dnb er Norges største finanskonsern og blir sett på som en prisleder i bransjen hvor flere mindre banker følger. Mindre sparebanker utgjør først en moderat risiko for SR-bank dersom de er samlet, men på individuell basis vil de ikke ha svært stor betydning. Tidligere i oppgaven har jeg nevnt kjerneområdene til SR-bank og hvor de opererer mest i. Fylker som Rogaland, Agder og Oslo-områdene er blant de største stedene. En viktig faktor i konkurranseintensiteten er hvordan andre konkurrenter har mulighet til å ekspandere seg og dermed virke truende for allerede etablerte banker. De fleste bankene har forholdt seg til strategien om å markedsføre seg som lokale banker, da dette vil føre til nærhet mellom bankene og kundene. På grunn av den teknologiske utviklingen har effekten av denne strategien blitt betydelig redusert, noe som igjen har ført til å gjøre ekspansjonsprosessen lettere for konkurrenten våre.

Rentekostnader utgjør en stor del av bankenes største kostnader, enten det gjelder renter på kundeinnskudd eller renter på ekstern finansiering. I den sammenheng er innskuddsrentens nivå noe som spiller en stor rolle for bankkunder. I dagens situasjon er det svært enkelt og lite som skal til for kunder å sammenligne renter blant ulike banker. Dette tilsvarer at det er en hard konkurranse mellom bankene for å opprettholde sin kundemasse, som bidrar til å øke den interne rivaliseringen i bransjen.

For å summere alt opp kan jeg si at den interne rivaliseringen til tross for prisleder (konkurransedempende) kan vurderes som middels til høy grunnet sterke konkurrenter i bransjen.

4.1.3 Oppsummering

For å trekke alt sammen kan jeg si at både trusselen for nye aktører og trusselen fra substitutter kan hovedsakelig vurderes som lav til middels. Derimot har både kundene og leverandørene vesentlig høy forhandlingsmakt som bidrar til å øke konkurranseintensiteten. Den interne rivaliseringen kan jeg også vurdere som relativt høy. I helheten tilsvarer dette at bankene fremdeles kan oppnå bra lønnsomhet i markedet.

4.2 Intern analyse

I dette kapittelet skal jeg foreta en ressurs basert intern analyse av SR-bank. Målet med en slik analyse er først og fremst å kartlegge og kategorisere virksomhetens ressurser. Det blir deretter vurdert om disse ressursene kan gi grunnlag for konkurransefortrinn (Kilde: Wikipedia). Jeg har valgt å benytte SVIMA-analysen som har som formål å identifisere virksomhetens styrker og svakheter.

4.2.1 SVIMA-analyse

SVIMA-analysen er den norske betegnelsen for VRIO-rammeverket. Bokstavene indikerer for; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. Når vi sier **sjelden** mener vi at ressursen er få eller ingen av konkurrentene har en tilsvarende ressurs. En ressurs er **viktig** i den forstand at den for eksempel har betydning for bedriftens kostnader. Med **ikke-imiterbar** menes det hvilken grad konkurrenter eller inntrengere kan få tak i ressursen og hvor vanskelig det er å kopiere. Det er selvsagt ikke viktig å kun ha ressursen tilgjengelig, men den må også tas i bruk. Med **mobilisert** menes det at bedriften må være organisert slik at de utnytter ressursen for fullt. Den siste bokstaven, **appropriert** indikerer på at den økonomiske verdien som skapes må være en fordel for virksomheten. I grunn for å oppnå varig konkurransefortrinn bør en bedrift oppfylle disse kriteriene.



Figur 39: SVIMA-analyse

Ressursene i en virksomhet kan vi dele inn i forskjellige typer alt fra finansielle ressurser til relasjonsbaserte ressurser. Jeg skal videre forklare om de ulike ressursene til SR-bank og hvordan de kan hjelpe oss med å oppnå konkurransefortrinn.

4.2.1.1 Fysiske ressurser

Fysiske ressurser røper seg litt selv da det er fysiske ting vi kan ta på. For SR-bank vil dette i stor grad omfatte kontorer, lokaler, inventar, IT-utstyr, bygninger og maskiner. Bankene” produserer” ikke varer hvor det fysisk er mulig å ta på, men tilbyr

rådgivnings/kunnskapsbasert tjenester innen bolig, finans, forsikring etc. Ut ifra årsrapporten for 2016 kommer det fram at SR-bank har 36 kontorer landsbasis kontra 52 kontorer (2013) Denne nedgangen er en konsekvens som følge av den teknologiske utviklingen og tilsier at flere tar i bruk mobilbank og nettbank. Til tross for økende utvikling i teknologi kan vi fremdeles vurdere de fysiske ressursene som verdifulle da de har nytteverdi for en potensiell kundemasse. De fleste konkurrentene til SR-bank (blant annet Dnb) opererer med filialer. Dette betyr med andre ord at fysiske ressursene SR-bank tilbyr ikke er svært sjelden. På grunnlag av dette kan jeg si at fysiske ressurser gir SR-bank paritetsfortrinn³.

4.2.1.2 Finansielle ressurser

Slik det går frem av navnet er dette ressurser som er basert på finansielle investeringer som for eksempel verdipapirer. Når vi snakker om finansielle ressurser er det essensielt å trekke inn totalresultatet til virksomheten. SR-bank hadde i 2016 et totalresultat på 1 812 mill.kr kontra 1 837 mill.kr i 2015. Forskjellen er ikke på store summer, men det er tydelig det foreligger en forskjell. Sammenligner vi det spesielt med 2014 og 2015 som lå på henholdsvis 1 503 mill. kr og 1 837 mill. kr vises det til tydelige forskjeller (Kilde: Årsrapport SR-bank). Jeg kan trygt si at 2016 har vært et år preget av konsekvenser knyttet opp mot olje-og gass industrien. Spesielt Rogaland som befinner seg i denne regionen har blitt rammet av følgene. Generelt kan vi ikke betrakte denne ressursen som sjelden eller vanskelig å imitere. Selv om SR-bank har mobilisert og appropriert ressursene sine vil enhver bank under normale omstendigheter og markedsforhold oppnå finansielle resultater. Dette betyr med andre ord at finansielle ressurser gir SR-bank kun midlertidig fortrinn.

4.2.1.3 Organisatoriske ressurser

Organisatoriske ressurser er som regel vanskelig å verdsette og identifisere da det kan være alt fra rutiner til organisasjonskultur. Som regel vil fysiske ressurser (maskiner, møbler osv.) slites over tid. Organisatoriske ressurser vil derimot erstattes eller styrkes underveis og videreutvikles. Slik nevnt tidligere er humankapital en av de viktigste faktorene for bankene. For å være den beste blant de beste må bankene stadig sørge for å ha kompetente medarbeidere med høyt kunnskapsnivå, noe som gjør denne ressursen verdifull. I og med at

³ Mange i bransjen som har den samme ressursen.

konkurrentene våre også handler i henhold til denne strategien vil det verken være sjelden eller vanskelig å kopiere. Gir dermed ingen konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter.

4.2.1.4 Relasjonsbaserte ressurser

Å vise seg aktivt i markedet og ha en potensiell kundemasse med lojale kunder er svært viktig for videreutvikling av bankene. SR-bank har lenge eksistert og vist sitt gjennomslag i historien noe som bidrar til å styrke nettverket vårt. Gjennom kunnskap og geografisk beliggenhet kan lokale sparebanker tiltrekke nye kunder. Det er derimot vanskelig å skille seg fra konkurrentene i og med at de som regel tilbyr like varer eller tjenester. Bankenes standpunkt om bærekraftig utvikling og samfunnsansvar er en viktig del av forretningsstrategien til bankene. SR-bank har siden start i 2012 støttet over 1000 forskjellige organisasjoner som inkluderer alt fra idrett til barn og ungdom. Ved å satse på samfunnsnyttige formål forsterker vi vår posisjon i markedet og bidrar effektivt til å øke sjansen for et bedre omdømme. Jo sterkere omdømme vi har jo større sjanse har vi for å øke kundelojaliteten. På bakgrunn av dette kan jeg beskrive selskapets omdømme som verdifull.

4.2.1.5 Kompetansebaserte ressurser

Dyktige medarbeidere og kompetent kunnskap er viktig for å tilby det beste til sine kunder. I den forstand samarbeider flere sparebanker i alliansen om å bygge opp en felles merkevare. Vi kan oppnå store fordeler ved å utveksle kunnskap og erfaring gjennom møter og workshop og forsterke kompetanse ressursene våre. I hvilken grad kundene er fornøyde med tilbudet gjenspeiler dog i undersøkelser om lojalitet og tilfredshet. Nevnt i kapittel 2 lå Sparebank 1 Gruppen på nummer fire i Norsk kundebarometer sin årlige undersøkelse. Dette viser oss at vi har en sterk posisjon i markedet.

4.2.2 Oppsummering SVIMA

Nedenfor følger en oppsummering i tabell for SVIMA-analysen. Ut ifra tabellen har vi paritetsfortrinn på fysiske ressurser, dvs. viktig men ikke sjelden. Jeg anser finansielle ressurser som midlertidig fortrinn da det vil være enkelt for andre bedrifter å imitere. Organisatorisk ressurs gir ikke noe konkurransefortrinn. Relasjon og kompetansebaserte ressurser gir banken varig men ikke behold fortrinn. Det vil si i det lange løp vil det være mulig for våre konkurrenter å oppnå et bedre omdømme, kunnskap og kompetanse.

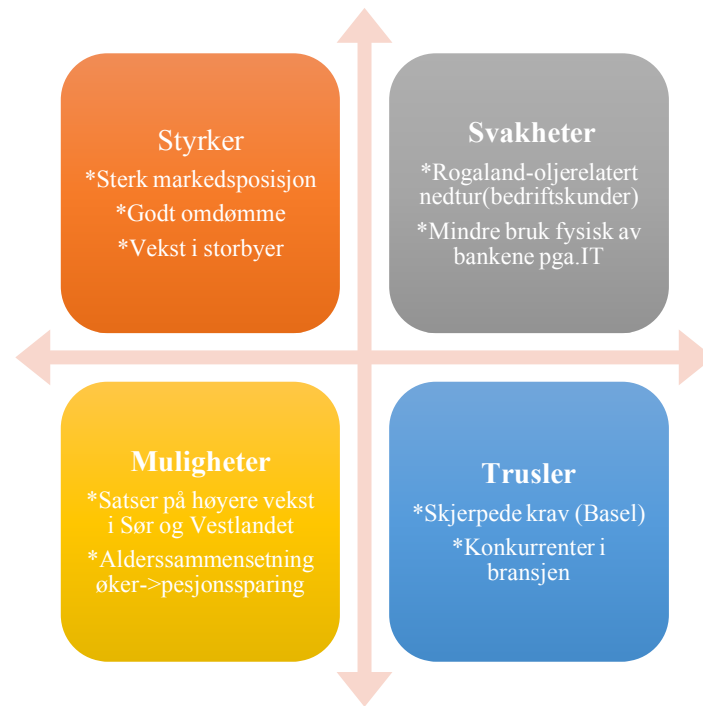
Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Grad
Fysiske	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritetsfortrinn
Finansiell	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Organisatorisk	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Ingen konkurranse fortrinn
Relasjon	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Varig. Ikke beholdt fortrinn
Kompetanse	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Varig. Ikke beholdt fortrinn

Tabell 1: Oppsummering SVIMA-analyse

4.3 SWOT- en oppsummering av ekstern og intern analyse

Jeg valgte å benytte meg av PESTEL-rammeverket i den eksterne analysen. Resultatet av analysen indikerer på at vi har stabil økonomisk vekst i Norge. Det har kommet skjerpede krav til bankreguleringene som skal sørge for blant annet forsvarlig utlån til boligformål. Videre benyttet jeg meg av Porters fem-faktor modell. Denne resulterte i lav-middel trussel fra nye aktører og substitutter og høy forhandlingsmakt hos kunder og leverandører. Avslutningsvis kan jeg si at Porters analyse indikerer på at bransjen er preget av hard konkurranse. Den tredje analysen forteller oss at SR-bank god tilgang på både finansiell og fysiske ressurser, men skiller seg ikke ut i det lange løp. Selskapet har sterk posisjon i markedet pga. godt omdømme, men er noe konkurrentene kan jobbe seg opp til i framtiden. For å konkludere kan jeg si at SR-bank er et veldrevet selskap med sterk posisjon i markedet.

Til slutt summerer jeg alt opp i en SWOT-analyse som klargjør for bankens styrker, svakheter, muligheter og trusler.



Figur 40: SWOT-analyse

5.0 Regnskapsanalyse

Jeg skal i dette kapittelet utføre en regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen er en systematisk gjennomgang av data for å vurdere den økonomiske tilstanden og utviklingen i selskapet. Analysen tar utgangspunkt i resultat- og balanseregnskapet hvor formålet er å bearbeide tallene slik at det gjør det mulig å hente ut mer informasjon. Ved verdsettelse er det nødvendig med en omgruppering av regnskapet for å gjøre regnskapet mer investororientert enn kreditororientert.

5.0.1 Analysenivå og periode

Jeg vil herunder påpeke at analysen utføres som en ekstern regnskapsanalyse og tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Historiske tall er standpunktet for fremtidige prognoser og vil i samråd med den strategiske analysen være estimat for fremtidige kontantstrømmer for selskapet. Analyseperioden er de siste fem årene (2012-2016) hvor utgangspunktet er tilgjengelige årsrapporter. For sammenlignbare banker har samme hensynet blitt tatt. Det tas utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon slik som årsrapporter.

5.0.2 Valg av komparative selskaper

Oftest pleier ikke regnskapsanalyser å gi tilstrekkelig med informasjon om bankene. Det er derfor svært vanlig å sammenligne utfallene med sammenlignbare banker i bransjen. For å finne hensiktsmessig sammenligningsgrunnlag har jeg valgt å fokusere på størrelse (forvaltningskapital). Da de har tilnærmet like størrelser på forvaltningskapital har jeg valgt å sammenligne SR-bank med: Sparebanken Vest, Sparebanken SMN og Sparebanken Nord-Norge. Jeg utelukker valget om å sammenligne med Dnb da dette fører til stor variasjon på forvaltningskapital (2 841 milliard kroner) og fordi man kan anse Dnb som en forretningsbank og ikke sparebank.

Forvaltningskapital (i mill kr)	2012	2013	2014	2015	2016
Sparebank Nord-Norge	kr 75 329,00	kr 77 520,00	kr 83 197,00	kr 85 403,00	kr 90 501,00
Sparebank SMN	kr 107 919,00	kr 115 360,00	kr 126 047,00	kr 131 914,00	kr 138 080,00
Sparebank Vest	kr 127 748,00	kr 134 396,00	kr 147 070,00	kr 161 663,00	kr 162 752,00

Tabell 2: Sammenlignbare sparebanker

5.1 Omgruppering

Finansregnskapet består av resultatregnskap, balanse og kontantstrøm som er utarbeidet i henhold til regnskapslover. Ved redegjørelse for en verdsettelse vil finansregnskapet ikke være optimalt. En omgruppering er nødvendig for å kunne gjennomføre en regnskapsanalyse da det tradisjonelle finansregnskapet er kreditororientert. For å gjøre det investororientert må man dermed omgruppere regnskapet. Omgrupperingen vil foregå i fire steg hvor jeg har valgt å presentere stegene, men foretar ikke en omgruppering. Som vedlegg har jeg valgt å presentere det ordinære regnskapet. En omgruppert balanse vil blant annet se slik ut:

Omgruppert balanse	
Driftsrelaterte anleggsmidler	Egenkapital
Driftsrelaterte omløpsmidler	Langsiktig driftsrelatert gjeld
Finansielle anleggsmidler	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
Finansielle omløpsmidler	Langsiktig driftsfremmed gjeld
	Kortsiktig driftsfremmed gjeld

Figur 41: Illustrasjon omgruppert balanse

5.1.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Som regel pleier avsatt utbytte i finansregnskapet befinne seg under kortsiktig gjeld. I investororientert regnskap regnes ikke utbytte som gjeld. Hovedgrunnen er at vi i investororientert perspektiv regner bedriften som eiere. Eierne kan dermed ikke kreve eller ha til gode penger fra seg selv. Avsatt utbytte pleier derfor omgrupperes fra gjeld til egenkapital. Avsatt utbytte er allerede kvalifisert som egenkapital og vil derfor ikke være nødvendig med noen omgrupperinger.

	2012	2013	2014	2015	2016
Avsatt utbytte	72	409	512	384	575
Sum avsatt utbytte	72	409	512	384	575

(tall i mill. kroner)

Tabell 3: Avsatt utbytte

5.1.2 Steg 2: Dirty Surplus

I følge kongruensprinsippet i regnskapsloven skal alle inntekter og kostnader resultatføres. “Dirty surplus” er betegnelsen på når det er brudd på kongruensprinsippet. Dirty surplus kan være inntekter og kostnader som direkte er ført opp mot egenkapitalen. Det motsatte er når det foreligger manglende regnskapsføring som kalles for skjult dirty surplus (Hidden dirty surplus). I teorien skal det ikke foreligge mye ”dirty surplus” i norske regnskap, men forekommer nå og da. Fra investororientert perspektiv skal ”dirty surplus” føres inn som et resultatelement og ikke mot egenkapitalen. Det må dermed omgrupperes for å inngå i resultatregnskapet. I tabellen vises beregnet ”dirty surplus” for SR-bank. Dirty surplus har en negativ verdi fra år 2013-2016 som hovedsakelig kan skyldes egenkapitaltransaksjoner som ikke stemmer ihht. forfallstidspunkt og markedsverdien av kapitalen.

Endring i EK	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 1.1	9757	12637	14056	15403	16914
+Årsresultat	1698	1805	1776	2002	1639
+Dirty surplus	995	-656	-664	-850	-1036
-Netto betalt utbytte	-187	-270	-235	-359	-771
= Egenkapital 31.12	12637	14056	15403	16914	18288

(tall i mill. kroner)

Tabell 4: Dirty surplus med endelig egenkapital

5.1.3 Steg 3: Normale kontra unormale poster

Her skiller vi mellom normale og unormale poster. Normale poster kan vi definere som poster som dukker opp regelmessig i hver periode som har en markant betydning for fremtiden.

Unormale poster er poster som fremkommer en eller få ganger i løpet av resultatregnskapet og som ikke har svært stor betydning for fremtiden. Unormale poster kan vi videre dele inn i ekstraordinære, diskontinuerlige og andre unormale poster. Det kan oppstå poster som vi kan klassifisere som ekstraordinære da de er av uvanlig art og som inntreffer sjelden. Unormale poster kan bestå av nedskrivninger, dirty surplus, tap/gevinst ved salg av anleggsmidler og andre finansposter. Nedskrivninger på tap og utlån kan anses som en unormal post i resultatet. I helheten er det viktig å ta høyde for at banker normalt forventer å ha noe tap på sine utlån. På grunnlag av dette vil det være vanskelig å vurdere om denne posten er normal eller

unormal. Det faktum at det heller ikke er en en-gangs-post (dukker opp flere ganger) har dermed en stor betydning. Da den dukker opp i regnskapene i flere år anser jeg denne posten som en normal post. Videre inngår posten” innlån statsforvaltning vedrørende bytteordning OMF” et få tall ganger. Så langt offentlig informasjon tilsier så har denne ordningen befunnet seg i balansen fra 2009-2013. I nyere regnskap fra 2014-2016 befinner den seg ikke. Jeg anser dermed denne posten som unormal.

5.1.4 Steg 4: Drift vs. Finansiering

Denne posten skiller mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld fremfor finansielle eiendeler og gjeld. Innenfor eiendeler skiller vi mellom anleggsmidler og omløpsmidler. Jeg velger å vise en punktlig oversikt over hva som inngår.

Driftsrelatert anleggsmiddel

Dette er anleggsmidler som er relatert til den daglige driften av selskapet og som spiller en markant rolle. Poster som inngår her er varige driftsmidler, immaterielle eiendeler, utsattskattefordel, goodwill og bygning og løsøre.

Driftsrelatert omløpsmiddel

Her inngår poster som kan klassifiseres som omløpsmidler og som er driftsrelaterte. Poster som varelager/beholdning, kundefordringer og andre fordringer

Finansielle anleggsmiddel

I motsetning til driftsrelaterte eiendeler vil denne posten inneholde finansielle anleggsmidler som er relatert til den finansielle parten. Poster som investering i tilknyttede selskap, lån i tilknyttede selskap, investering i aksjer og andeler og eventuell andre fordringer inngår under denne posten.

Finansielle omløpsmiddel

Her inngår investeringer og bankinnskudd, kontanter og kassekreditt.

Egenkapital

Beregning av egenkapital skjer ved å inkludere poster som aksjekapital, overkursfond, avsatt utbytte og annen egenkapital.

Langsiktig driftsrelatert gjeld

Her fokuseres det på langsiktig gjeld som er knyttet opp mot den daglige driften. Blant annet poster som utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og andre avsetninger for forpliktelser inngår under denne posten.

Kortsiktig driftsrelatert gjeld

I likhet med overnevnte er dette kortsiktig gjeld knyttet opp mot den daglige driften. Leverandørgjeld, betalbar skatt og skyldig offentlige avgifter inngår i denne posten.

Langsiktig finansiell gjeld

Gjeld knyttet opp mot det finansielle og inkluderer blant annet konvertible obligasjonslån, gjeld til kredittinstitusjoner og forøvrig langsiktig gjeld.

Kortsiktig finansiell gjeld

Gjeld til kredittinstitusjoner og annen kortsiktig gjeld inngår her.

Resultatregnskap 2012-2016

(alle tall i tusen)		2012	2013	2014	2015	2016
Renteinntekter		5 300 000,00	5 644 000,00	6 137 000,00	5 752 000,00	5 563 000,00
Rentekostnader		3 558 000,00	3 525 000,00	3 733 000,00	3 159 000,00	2 692 000,00
Netto renteinntekter		1 742 000,00	2 119 000,00	2 404 000,00	2 593 000,00	2 871 000,00
Provisjonsinntekter		1 105 000,00	1 452 000,00	1 370 000,00	1 605 000,00	1 511 000,00
Provisjonskostnader	3,30 %	76 000,00	72 000,00	78 000,00	78 000,00	72 000,00
Andre driftsinntekter		437 000,00	444 000,00	440 000,00	5 000,00	4 000,00
Netto provisjons-og andre inntekter		1 466 000,00	1 824 000,00	1 732 000,00	1 532 000,00	1 443 000,00
Utbytte		25 000,00	33 000,00	36 000,00	17 000,00	110 000,00
Inntekter fra eierinteresser		265 000,00	355 000,00	506 000,00	422 000,00	384 000,00
Netto inntekter/tap fra finansielle instrumenter		288 000,00	167 000,00	236 000,00	135 000,00	160 000,00
Netto inntekter fra finansielle investeringer		578 000,00	555 000,00	778 000,00	304 000,00	654 000,00
Sum netto inntekter		3 786 000,00	4 498 000,00	4 914 000,00	4 429 000,00	4 968 000,00
Personalkostnader	24,89 %	1 082 000,00	1 196 000,00	1 202 000,00	945 000,00	1 166 000,00
Andre dritskostnader	19,02 %	806 000,00	823 000,00	854 000,00	918 000,00	866 000,00
Sum driftskostnader før nedskrivning på utlån	43,91 %	1 888 000,00	2 019 000,00	2 056 000,00	1 863 000,00	2 032 000,00
Driftsresultat før nedskrivning på utlån	56,09 %	1 898 000,00	2 479 000,00	2 858 000,00	2 566 000,00	2 936 000,00
Nedskrivninger på utlån og garantier	15,18 %	137 000,00	132 000,00	257 000,00	2 146 000,00	778 000,00
Avskrivninger	0,02 %	87 000,00	70 000,00	88 000,00	77 000,00	75 000,00
Driftsresultat før skatt	40,91 %	1 761 000,00	2 347 000,00	2 601 000,00	420 000,00	2 158 000,00
Skattekostnad	9,77 %	400 000,00	487 000,00	506 000,00	400 000,00	403 000,00
Driftsresultat etter skatt		1 361 000,00	1 860 000,00	2 095 000,00	20 000,00	1 755 000,00
Utbytte per aksje	57 %	1,50	1,60	2,00	1,50	2,25
Resultat per aksje	33 %	5,32	7,28	8,20	6,83	6,87

Tabell 5: Resultatregnskap

Gjennomsnittlig økning/reduksjon for årene

Gjennomsnittlig økning for årene					Adjusted	
2013	2014	2015	2016	Gj.snitt	Average incr	Adjustmer
6,49 %	8,73 %	-6,27 %	-3,29 %	1,42 %	1,01	0 %
-0,93 %	5,90 %	-15,38 %	-14,78 %	-6,30 %	0,94	0 %
21,64 %	13,45 %	7,86 %	10,72 %	13,42 %	1,13	0 %
31,40 %	-5,65 %	17,15 %	-5,86 %	9,26 %	1,09	0 %
-5,26 %	8,33 %	0,00 %	-7,69 %	-1,16 %	0,99	0 %
1,60 %	-0,90 %	-98,86 %	-20,00 %	-29,54 %	0,70	0 %
24,42 %	-5,04 %	-11,55 %	-5,81 %	0,50 %	1,01	0 %
32,00 %	9,09 %	-52,78 %	547,06 %	133,84 %	2,34	0 %
33,96 %	42,54 %	-16,60 %	-9,00 %	12,72 %	1,13	0 %
-42,01 %	41,32 %	-157,20 %	-218,52 %	-94,10 %	0,06	0 %
-3,98 %	40,18 %	-60,93 %	115,13 %	22,60 %	1,23	0 %
18,81 %	9,25 %	-9,87 %	12,17 %	7,59 %	1,08	0 %
10,54 %	0,50 %	-21,38 %	23,39 %	3,26 %	1,03	
2,11 %	3,77 %	7,49 %	-5,66 %	1,93 %	1,02	
6,94 %	1,83 %	-9,39 %	9,07 %	2,11 %	1,02	0 %

Tabell 6: Gjennomsnittlig økning for perioden. Forbehold om at det ikke er tatt noen justeringer

Balanse 2012-2016

alle tall i mill.kroner	2012	2013	2014	2015	2016
EIENDELER(tall i mill.kroner)					
Kontanter og fordringer på sentralbanken	1 314,00	1 265,00	1 847,00	931,00	1 079,00
utlån til og fordringer på kredittinstitusjoner	1 087,00	1 253,00	2 222,00	2 984,00	4 334,00
Utlån til kunder	108 758,00	119 525,00	140 920,00	154 357,00	156 372,00
Sertifikater og obligasjoner	18 677,00	21 065,00	15 261,00	19 533,00	21 024,00
Finansielle derivater	4 578,00	4 923,00	7 340,00	6 135,00	4 315,00
Aksjer, andeler og andre egenkapitalinteresser	671,00	938,00	626,00	441,00	596,00
Virksomhet som skal selges	85,00	85,00	22,00	168,00	22,00
Investering i eierinteresser	4 964,00	4 710,00	4 727,00	4 792,00	4 460,00
Investering i konsernregnskap	-	-	-	-	-
Immaterielle eiendeler	43,00	39,00	20,00	61,00	89,00
Varige driftsmidler	363,00	362,00	327,00	404,00	495,00
Andre eiendeler	1 003,00	2 820,00	1 614,00	2 243,00	622,00
Sum eiendeler	kr 141 543,00	kr 156 985,00	kr 174 926,00	kr 192 049,00	kr 193 408,00
GJELD(tall i mill.kroner)					
Gjeld til kredittinstitusjoner	4 522,00	3 742,00	6 139,00	4 343,00	2 674,00
Innlån statsforvaltning vedrørende bytteordning	7 299,00	6 429,00			
Innskudd fra kunder	67 594,00	71 667,00	81 489,00	89 444,00	85 914,00
Gjeld stiftes ved utstedelse av verdipapirer	40 691,00	52 328,00	63 253,00	71 979,00	79 183,00
Finansielle derivater	2 282,00	2 013,00	3 317,00	3 739,00	2 515,00
Betalbar skatt	209,00	377,00	206,00	637,00	681,00
Utsatt skatteforpliktelse	631,00	671,00	821,00	654,00	360,00
Annen gjeld	1 455,00	1 698,00	1 334,00	880,00	1 147,00
Ansvarlig lånekapital	4 223,00	4 004,00	2 964,00	3 459,00	2 646,00
Sum gjeld	kr 128 906,00	kr 142 929,00	kr 159 523,00	kr 175 135,00	kr 175 120,00
EGENKAPITAL					
Aksjekapital	6 385,00	6 389,00	6 394,00	6 394,00	6 394,00
Overkursfond	1 587,00	1 592,00	1 587,00	1 587,00	1 587,00
Avsatt utbytte	384,00	409,00	512,00	384,00	575,00
Fond for urealiserte gevinster	72,00	162,00	59,00	163,00	52,00
Annen EK	4 209,00	5 504,00	6 851,00	8 386,00	9 680,00
Sum egenkapital	12 637,00	14 056,00	15 403,00	16 914,00	18 288,00
Sum gjeld og egenkapital	kr 141 543,00	kr 156 985,00	kr 174 926,00	kr 192 049,00	kr 193 408,00

Tabell 7: Balanse for perioden

6.0 Risikoanalyse

Risikoanalyse eller såkalt nøkkeltallsanalyse kartlegger et selskaps risiko og vurderer hvor stor grad selskapet er solid og lønnsom. Formålet er å analysere bankens underliggende økonomiske forhold. I analysen kan man skille mellom likviditet, soliditet og lønnsomhet.

6.1 Likviditet

Denne analysen har som formål å kartlegge bedriftens evne til å betjene sine betalingsforpliktelser. Har en bedrift god likviditet vil dette bety at man har god mulighet til å dekke forventede utgifter. I den sammenheng skiller vi mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 1 forteller oss om forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld slik vist i formelen under. Denne måler selskapets evne til å dekke sine forpliktelser etterhvert som de forfaller. Det anbefales at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 42: Likviditetsgrad 1 formel

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016
Sparebank 1 SR-bank	1,04	1,04	1,03	1,03	1,53
Sparebank 1 Nord-Norge	1,13	0,88	1,01	1,09	1,26
Sparebank 1 SMN	1,01	1,01	0,99	1	1,32
Sparebank 1 Vest	1,05	1,05	1,06	40,2	1,18
Gjennomsnitt	1,06	1,00	1,02	10,83	1,32

Tabell 8: Likviditetsgrad SR-bank og komparative selskaper

Ut ifra tabellen over ser vi at ingen av bankene tilfredsstillt kravet om likviditetsgrad på over 2 (her må vi ta i betraktning eventuelle tastefeil eller kalkuleringsfeil). Vi ser også at bankene er på relativ god vei oppover, dvs. positiv utvikling.

Likviditetsgrad 2 måler i likhet med grad 1, forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den eneste forskjellen her er at vi ikke inkluderer varelageret, dvs. vi trekker ifra varelageret. Vi anser varelageret som det minst likvide omløpsmiddelet og inkluderer det dermed ikke. Formelen for likviditetsgrad 2 er som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 43: Likviditetsgrad 2 formel

Likviditetsgrad 2	2012	2013	2014	2015	2016
Sparebank 1 SR-bank	1,42	1,33	1,17	1,41	1,417
Sparebank 1 Nord-Norge	1,02	1,41	1,59	1,77	2,01
Sparebank 1 SMN	1,06	2,03	1,21	0,7	0,93
Sparebank 1 Vest	0,83	0,96	1,02	0,95	1,12
Gjennomsnitt	1,08	1,43	1,25	1,21	1,37

Tabell 9: Likviditetsgrad 2

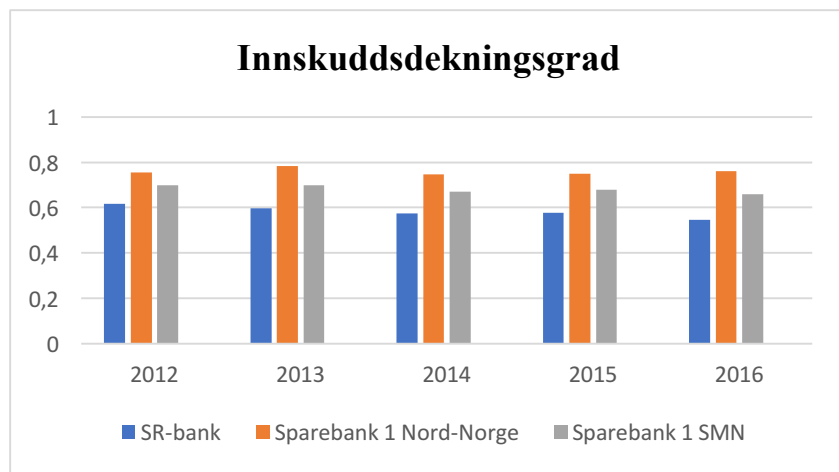
Det er ingen fasit svar på hvor mye likviditetsgrad 2 bør ligge på, men som en huskeregel bør den være over 1. SR-bank ligger godt i forhold til andre sammenlignbare sparebanker. I realiteten må man si at dette kun er statistiske målinger som viser likviditetsforholdet på et gitt tidspunkt. Det vil si konjunkturer, sesongsvingninger ol. kan påvirke likviditetsgraden betydelig.

6.2 Innskuddsdekning

Innskudd fra kunder regnes normalt som en sikker og stabil finansieringskilde for bankene og er dermed en viktig indikator for sparebankers utvikling. Innskuddsdekningsgraden viser oss andel av bankens brutto utlån som er finansiert av innskudd. På grunn av tidspress og for å gjøre det enkelt henviser jeg kun forøvrig til en tabell med innskuddsdekningsgraden for SR-bank og tilsvarende andre sparebanker. (Hadde jeg hatt tid og kapasitet ville jeg ha benyttet nedliggende formel for å komme fram til estimatene). I tabellen blir sparebank vest forøvrig utelukket da det ikke var mulig å finne fram til relativ informasjon i årsrapportene.

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

Figur 44: Innskuddsdekningsgrad



Tabell 10: Innskuddsdekningsgrad (Kilde tall: Årsrapport til bankene)

En normal indikator for innskuddsdekningsgrad antas å være mellom 70-100. Her ser vi at SR-bank har hatt en tilsynelatende lav(!) grad da den de siste årene har sunket fra omlag 61 % (2012) til 54 % (2016). Den lave graden skyldes høy aktivitet i næringslivet og sterk prisøkning i blant annet Rogaland.

6.3 Rentedekningsgrad

Denne raten fortelles oss selskapets overskudd i forhold til renteforpliktelsene. Formålet med dette er at den gir uttrykk for evnen til å påta seg økte renteforpliktelser. En rentegrad på 1 tilsvarer at overskuddet fra drift i helhet går til å betale rentekostnadene. Formelen er henholdsvis slik:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Figur 45: Rentedekningsgrad formel

Rentedekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016
SR-bank	1,49	1,66	1,69	1,67	1,8
Sparebank 1 Nord-Norg	1,45	1,69	1,85	1,86	2,7
Sparebank 1 SMN	1,55	1,7	1,86	1,82	2,15
Sparebank 1 Vest	1,38	1,41	1,5	1,6	2,044

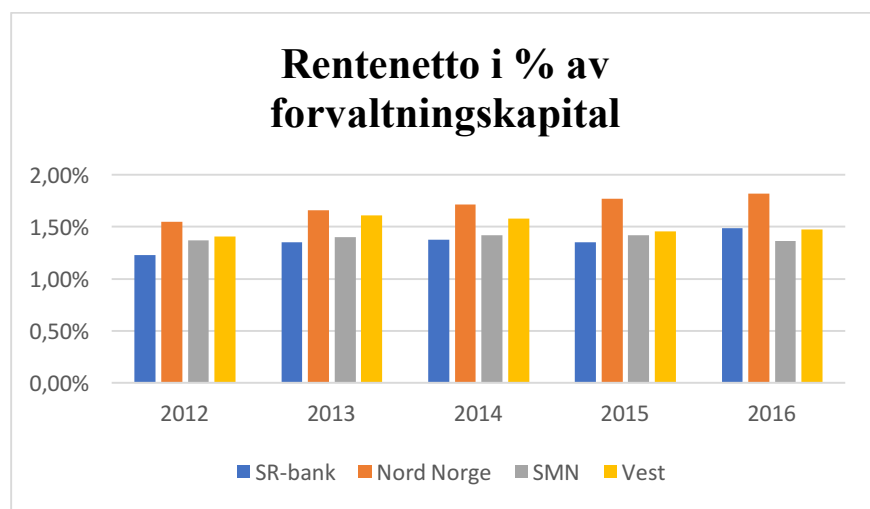
Tabell 11: Rentedekningsgrad

Hva som kan tolkes som bra og dårlig vil selvsagt avhenge av rentenivå og kapitalintensitet. Normal praksis sier at rentedekningsgraden bør være mellom 2-3 for at bedriften skal ha

mulighet til å påta seg større finanskostnader (noe som de ikke dekker til i tabellen ovenfor). En av hovedgrunnene til den lave rentedekningen er at rentekostnadene er høyere enn resultatet før skatt. Spesielt for Nord Norge, SMN og Vest ser det ut som situasjonen bedrer seg da rentedekningsgraden er på vei opp. SR-bank er også på bedringsvei, men beveger seg saktere enn resten.

6.4 Rentenetto

Rentenetto er forskjellen mellom renteinntektene og rentekostnadene og anses som bankens viktigste inntektskilde. Renteinntekter oppnås ved utstedelse av forskjellige verdipapirer, obligasjoner og diverse utlån fra banken. Rentekostnadene derimot er knyttet opp mot kundeinnskudd. Jeg har under regnet rentenettoen i prosent av forvaltningskapitalen.



Tabell 12: Rentenetto i % av forvaltningskapitalen

Slik det tyder har SR-bank den laveste rentenettoen utenom år 2016. Sparebank Nord Norge har den største marginen i alle periodene. En av grunnene til den lave rentenettoen kan skyldes risikohåndtering av utlånsporteføljen. Jo mer risiko utlånsporteføljen har jo mer vil det føre til høyere utlånsrenter. En svakhet med rentenettoen er at den ikke uttrykker bankens evne til å skape verdi for aksjonærene. For at vi skal kunne skape verdi for aksjonærene via rentenettoen må banken sette høyere rente på utlån og lavere rente på innlån. En høyere utlånsrente vil svekke konkurranseposisjonen til banken.

6.5 Soliditet

Når vi analyserer soliditeten til en bedrift mener man egentlig bedriftens evne til å tåle tap og bære risiko. Den økonomiske soliditeten forteller om selskapets økonomiske styrke. Bedrifter som har høy egenkapitalprosent resulterer med god soliditet og kredittverdighet. Bra soliditet betyr ikke nødvendigvis at bedriftene ikke kommer opp i kniper. En veldig solid bedrift kan allikevel komme i vanskeligheter. I tillegg til tabellen nedenfor legger jeg til som vedlegg soliditeten til SR-bank basert på kjernekapital. På grunn av tid og andre faktorer velger jeg å ikke inkludere den i selve oppgaven min. Formelen som er blitt brukt for kjernekapital er slik:

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

Figur 46: Kjernekapital formel

Formelen jeg har brukt for å komme fram til estimatene i tabellen nedenfor er som følger:

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Sum Egenkapital}}{\text{Sum EK + Gjeld}} \times 100$$

Soliditet	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
SR-bank	0,08928	0,08954	0,08805	0,08807	0,09456	0,08990
Sparebank 1 Nord-Norge	0,09135	0,10967	0,11230	0,11664	0,12167	0,11032
Sparebank 1 SMN	0,09337	0,10005	0,09936	0,10539	0,11080	0,10180
Sparebank 1 Vest	0,05877	0,06053	0,06183	0,06999	0,08028	0,066278
Gjennomsnitt	0,08319	0,08995	0,09039	0,09502	0,10182	0,09207

Tabell 13: Soliditet (Vedlegg: Soliditet m/kjernekapital i %)

Utdrag fra tabellen viser oss Sparebank Nord Norge som har et gjennomsnitt på 11,032 % som følges av Sparebank SMN med et gjennomsnitt på 10,180 %. SR-bank har økt soliditeten sin med nærmere 1 % fra 2012-2016, som kan anses til å være svært lavt. For å øke soliditeten sin må de øke andel av egenkapital som antas å skje mellom 2016-2019 (basel-standarden).

Lav andel vil ikke nødvendigvis indikere på svak soliditet slik som høy soliditet ikke tilsvarer det samme.

6.5.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad forteller oss om selskapets gjeld kontra selskapets egenkapital. For å vurdere hvor solid et selskap er må gjeldsgraden være lavest mulig. Tilsvarende gjeldsgraden 1 vil dette si det er like mye gjeld som egenkapital. Normalt anses en gjeldsgrad på under 2 som god.

Gjeldsgraden er lik sum gjeld/sum egenkapital. For enkelhetsskyld foretar jeg kun gjeldsgrad for SR-bank (for komparative selskaper kan dere finne den under vedlegg). Under ser vi svært høye tall i forhold til normal praksis. Dette indikerer på lav soliditet.

	2012	2013	2014	2015	2016
Gjeldsgrad	10,20	10,17	10,36	10,35	9,58

Tabell 14: Gjeldsgrad

6.6 Lønnsomhet

Rentabilitet er den avkastningen på kapitalen som er investert i selskapet. Et annet ord for lønnsomhet er rentabilitet. God lønnsomhet vil bidra til å styrke soliditeten til selskapet. I lønnsomhetsanalysen skiller vi mellom total kapitalens rentabilitet og egenkapitalens rentabilitet. Jeg skal foreta en rentabilitets-analyse for å vurdere SR-banks lønnsomhet.

6.6.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet (EKR) viser forholdet mellom selskapets egenkapital og årsresultatet. EKR angir hvilken avkastning eierne får på egenkapitalen. For beregning legger vi til grunn selskapets gjennomsnittlige egenkapital og årsresultatet. EKR og EKR før skatt kan regnes ved bruk av disse formlene:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Resultat før skattekostnad}}{\text{Gjennomsnitt EK}}$$

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat}}{\text{Gjennomsnitt EK}}$$

Figur 47: Egenkapitalrentabilitetsformel for henholdsvis før skatt og etter skatt

Egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	Gj-snitt
SR-bank	12,16 %	13,94 %	14,22 %	10,81 %	9,97 %	12,22 %

Sparebank 1 Nord-Norge	8,97 %	12,55 %	12,28 %	9,03 %	11,94 %	10,95 %
Sparebank 1 SMN	11,73 %	13,13 %	14,99 %	20,64 %	11,27 %	14,35 %
Sparebank 1 Vest	13,46 %	11,69 %	13,79 %	10,26 %	12,47 %	12,33 %
Gj.snitt	11,58 %	12,83 %	13,82 %	12,68 %	11,41 %	

Tabell 15: Egenkapitalrentabilitet 2012-2016

Ut ifra bransjeutvalget (gjennomsnitt) ser vi over at SR-bank ligger rett bak Sparebank Vest. Sparebank SMN har et gjennomsnitt på 14,35 % som er det høyeste, mens Sparebank Nord Norge har det laveste på 10,95 %.

6.6.2 Totalkapitalrentabilitet

I motsetning til egenkapitalrentabilitet, angir totalkapitalrentabilitet hvor stor avkastning selskapet har på sin totale kapital uavhengig av hvordan kapitalen er finansiert. Denne rentabiliteten fortelles oss om lønnsomheten til selskapet. I egenkapitalrentabiliteten over dividerer vi på gjennomsnitt av egenkapital, mens i totalkapitalrentabilitet dividerer vi på verdien som blir fordelt mellom egenkapital og gjeld. Formelen jeg har brukt for å komme fram til estimatene nedenfor er:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnitt total kapital}}$$

Figur 48: Totalkapitalrentabilitet formel

Totalkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	Gj.snitt
SR-bank	3,90 %	3,93 %	3,82 %	2,89 %	2,52 %	3,41 %
Sparebank 1 Nord-Norge	3,34 %	3,78 %	3,63 %	2,64 %	2,78 %	3,23 %
Sparebank 1 SMN	3,64 %	3,81 %	3,83 %	3,05 %	2,74 %	3,41 %
Sparebank 1 Vest	3,54 %	3,15 %	3,15 %	2,39 %	2,36 %	2,92 %
GJ. Snitt	3,61 %	3,67 %	3,61 %	2,74 %	2,60 %	

Tabell 16: Totalkapitalrentabilitet 2012-2016

Totalkapitalrentabiliteten til SR-bank følger et gjennomsnitt på 3,41 % for perioden mellom 2012-2016, i likhet med Sparebank SMN.

6.7 Beskrivelse av utlånsportefølje

Jeg har valgt å se nærmere på utlånsporteføljen til SR-bank for år 2016.

Totalt engasjement fordelt på sektor og næring		
(alle tall i mill)		i % av total
Jordbruk/skogbruk	7094	3,76 %
Fiske/fiskeoppdrett	900	0,48 %
Bergverksdrift/utvinning	5109	2,71 %
Industri	4534	2,41 %
Kraft og vannforsyning/bygg og anlegg	5327	2,83 %
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	4596	2,44 %
Utenriks sjøfart, rørtransport, øvrig transport	10042	5,33 %
Eiendomsdrifts	33354	17,69 %
Tjenesteytende virksomhet	10633	5,64 %
Offentlig forvaltning og finansielle tjenester	3837	2,04 %
Sum næring	85426	45,32 %
Personmarked	103084	54,68 %
Totalt	188510	100,00 %

Tabell 17: Utlånsportefølje SR-bank

I tabellen over ser vi utlånsporteføljen til SR-bank og fordelingen over ulike næringer. Av prosent andelen er det tydelig at SR-bank har betydelig engasjement for eiendom. Av sum næring utgjør eiendom omtrent 39,04 % og for hele totalen utgjør den 17,69 %.

6.8 Oppsummering nøkkeltall

For å oppsummere nøkkeltallsanalysen kan jeg si at SR-bank opererer i de fleste tilfellene innenfor bransjegjennomsnittet (utvalget). I og med at innskuddsdekningsgraden er lavere enn sammenlignbare bankene fremstår SR-bank som en sterk sparebank. Likviditetsgrad 1 er i ferd med å forbedres gjennom årene og hadde det høyeste blant utvalget i 2016. Soliditeten fra beregningene er lav, men lav soliditet vil ikke alltid nødvendigvis tilsvare svakhet i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten det siste året var på 9,97 % mens totalkapitalrentabiliteten lå på 2,52 %. Man bør i helheten alltid være forsiktig når man skal fortelle om noe er bra eller dårlig ut ifra nøkkeltall. Konjunkturer, målsetninger, omstillingsprosesser er med på å påvirke selskapet og gjenspeiles dermed i nøkkeltallene.

7.0 Fastsetting av avkastningskrav

Jeg har valgt å benytte meg av kapitalverdimodellen for beregning av avkastningskravet. Dette kapitlet tar dermed kun beregningene i betraktning da teori for modellen allerede har blitt forklart. Modellen er som følger:

$$k_e = E(r_i) = R_f + \beta_i(E(r_m) - R_f)$$

Figur 49: Kapitalverdimodellen- CAPM

7.1 Risikofri rente- (R_f)

Den risikofrie renten pleier ofte å bli betraktes som nullkupong statsobligasjon. I følge Soffer & Soffer (2003) bør man bruke en rente med tilsvarende varighet som kontantstrømmen i og med at en verdsettelse har en lang tidshorison. I dette tilfellet vil det være mest relevant å benytte en 10-års statsobligasjon. Gjennomsnittet for en 10-årig statsobligasjon for 2016 er 1,33 % (Norges Bank). Jeg har valgt å benytte siste års gjennomsnitt for 10-årig statsobligasjon som et estimat for egenkapitalavkastningskravet som lyder på 1,33 %.

Statsobligasjoner gjennomsnitt

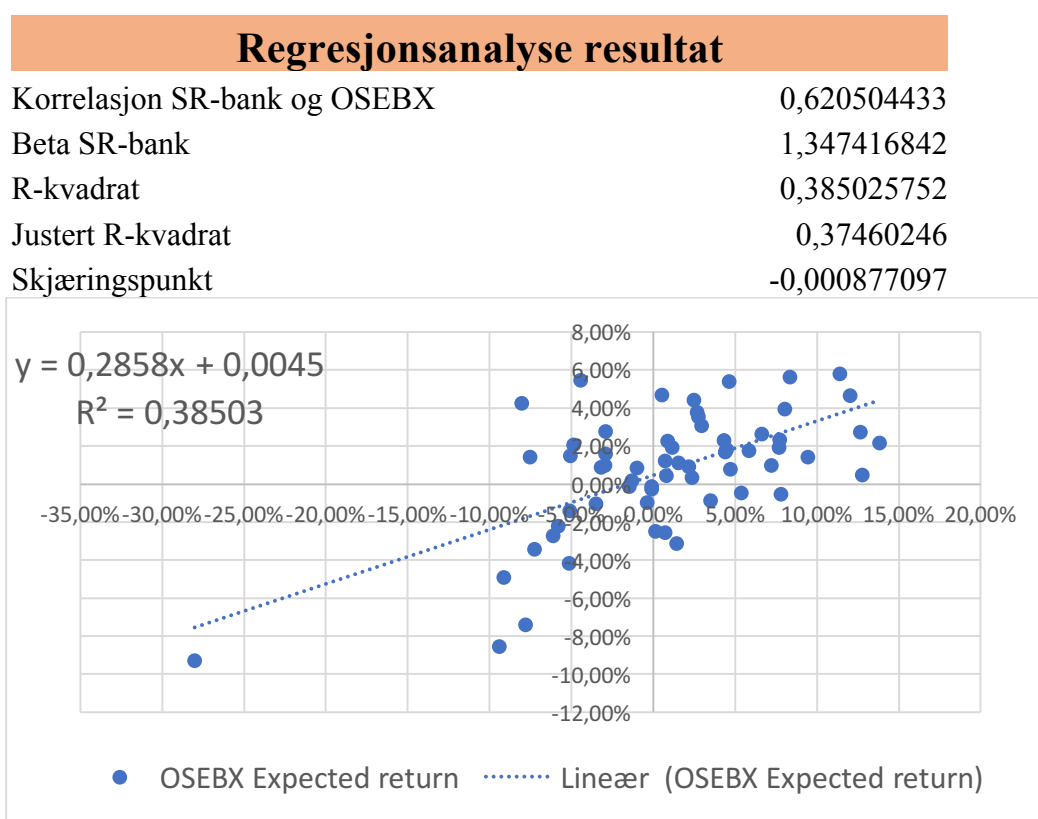
	3 års 3 year	5 års 5 year	10 års 10year
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,10
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47
2007	4,79	4,77	4,78
2006	3,74	3,90	4,07

Tabell 18: 10-årig statsobligasjoner

7.2 Beta- β_i

Kapitalverdimodellen skiller mellom systematisk og usystematisk risiko. Beta er en størrelse som skal angi selskapets systematiske risiko. For å estimere selskapets beta må vi analysere historiske data. På bakgrunn av dette har jeg valgt å gjennomføre en regresjonsanalyse for å beregne betaverdien. Jeg har brukt månedlige observasjoner av avkastning (2012-2016) og kommet fram til historiske avkastninger. For sammenligningsgrunnlag har jeg valgt Oslo Børs markedsindeks (OSEBX) som jeg antar som en god indikator på markeds avkastning. Historiske tall er hentet fra Yahoo Finance.

Resultat fra regresjonsanalyse



Tabell 19: Regresjonsresultat

R-kvadrat også kalt for R^2 sier oss noe om svingningene som skyldes svingninger i markedsindeksen. Beta for SR-bank er på 1,3474 som tyder på at selskapet er mer utsatt for større risiko (svinger mer enn markedsporteføljen). Grunnen til den lave R^2 (38,50 %) forklarer oss at banknæringen er mer utsatt for konjunktursvingninger.

7.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan vi definere som differansen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten. Flere år har PwC Norge gjennomført undersøkelser om risikopremien i det norske markedet. Markedsrisikopremien har i gjennomsnitt vært 5,2 % og medianen har vært på 5 % (Pwc.no). Tallene forholder seg i stor grad stabilt. På grunnlag av den gitte informasjonen estimerer jeg den langsiktige risikopremien til å bli 5 %.

7.4 Avkastningskravet til SR-bank

Setter vi inn de verdiene som er beregnet over får vi et estimat på avkastningskravet til egenkapitalen.

$$k_e = R_f + \beta_i(E(r_m) - R_f)$$

$$K_e = 0,0133 + 1,3474(0,05 - 0,0133) = 0,062750$$

Egenkapitalkravet til SR-bank er etter mine beregninger **6,2749 %**

(Den lave avkastningen skyldes historisk lave rentenivåer som er med på å redusere egenkapitalkravet)

Avkastningskrav CAPM	
Risikofri rente	0,0133
Beta	1,347
Markedsrisikopremi	0,05
CAPM	0,0627349

Tabell 20: Avkastning egenkapital-CAPM

7.5 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur er betegnelsen vi bruker til å vekte egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden slik at vi får selskapets total kostnad. Andel gjeld og egenkapital beregnes her og blir videre brukt i forskjellige sammenhenger. Gjeldsandel kan finnes ved å dividere sum gjeld på sum egenkapital og gjeld. Egenkapital finnes på tilsvarende måte ved å ta sum egenkapital dividert på sum egenkapital og gjeld. Kapitalstruktur beregnet ut fra hovedregnskapet, hvor markedsverdi av egenkapital fremkommer som aksjer*aksjepriser.

Antall utestående aksjer	255642099
Aksjepris	60,75
Markedsverdi egenkapital	15530257514
Gjeldsandel	0,905443415
Egenkapitalandel	0,094556585

Tabell 21: Kapitalstruktur

7.5.1 Avkastningskrav-Gjeld

Avkastningskravet for gjeld kan vi estimere ved å addere risikofri rente med selskapets misligholds risiko i tillegg til landstillegg. Misligholds risiko pleier i stor grad å basere seg på selskapets kredittrisiko. SR-bank hadde for 2016 et misligholds risiko på 0,68 %.

Risikofri rente	1,33 %
Selskapets misligholds risiko	0,68 %
Landstillegg	-
Avkastningskrav på gjeld	2,01 %

Tabell 22: Avkastningskrav gjeld

7.5.2 Avkastningskrav på totalkapitalen (WACC)

Avkastningskrav totalkapital	
Avkastningskrav EK(ke)	0,0627349
Egenkapitalandel	0,094556585
Gjeldsrente	0,0201
Gjeldsandel	0,905443415
Skatt	25 %
WACC	0,019581557

Tabell 23: Avkastningskrav totalkapital-WACC

8.0 Fremtidsprognoser

Under dette kapitlet skal jeg redegjøre for fremtidsprognoser. Fremtidsregnskapet baserer seg på de historiske regnskapene fra perioden 2012-2016. For å foreta en verdsettelse er det nødvendig å utarbeide prognoser for fremtiden. Disse prognosene skal videre brukes til å budsjettere fremtidige kontantstrømmer til SR-bank. Jeg bruker det opprinnelige regnskapet for fremtidsbudsjettet.

8.1 Tidshorisont og steady state

Hvor lang tidsperiode man velger å bruke på fremtidsprognosen er en viktig faktor for verdsettelsen. I den forstand er det viktig å avsette en tidshorisont der selskapet når steady state. SR-bank befinner seg i en relativ moden bransje, noe som tilsier en kortere prognoseperiode. Banknæringen har historisk sett vært utsatt for konjunktursvingninger. Strengere krav via Basel-standarden har vært med på å skjerpe bankene for eventuelle svingninger i markedet. Alt dette i betraktning har jeg valgt en prognoseperiode på 10 år. Etter mine beregninger vil SR-bank dermed nå steady state i 2026. Steady state er betegnelsen på når et selskap går inn i stabil vekst i fremtiden. I steady state vil selskapet vokse med en konstant vekstfaktor. I det selskapet når steady state (2026) kan vi beregne verdien av selskapet ved å benytte oss av en vekstformel. I undersøkelse om risikofri rente (PwC 2016) finner vi også respondentenes svar på resultatvekst ved bruk av Gordons vekstformel. Omlag 61 % mener en vekstrate på 2 % bør benyttes som langsiktig vekstrate. På bakgrunn av dette velger jeg derfor å bruke en konstant vekstrate på 2 %.

8.1.1 Vekst-forvaltningskapital og brutto utlån

Vekst i forvaltningskapital og brutto utlån er faktorer som sparebankene er avhengige. Jo større forvaltningskapital en bank har, jo mer utlånsvolum kan de opprettholde. Nedenfor følger en historisk utvikling for forvaltningskapital og brutto utlån. Tallene er i samsvar med hverandre da brutto utlån finansierer gjennom forvaltningskapitalen til banken.

Gjennomsnittlig endring i prosent for forvaltningskapitalen utgjør 8,20 % og 9,68 % for brutto utlån.

	2012	2013	2014	2015	2016
Forvaltningskapital	141543	156985	174926	192049	193408
Endring i prosent		0,10910	0,11428	0,09789	0,00708
Brutto utlån	109513	120273	141620	155190	157638
Endring i prosent		0,09825	0,17749	0,09582	0,01577

Tabell 24: Forvaltningskapital og vekst i %

I følge Norges Bank har norske banker generelt hatt lave taps nivå på sine utlån. Til og med under bankkrisen i 90-tallet og finanskrisen i 2008 har tapene vært begrenset. I praksis vil en bank forvente tap på utlån da den påtar risiko ved å låne ut. I et normalt marked vil det da være helt naturlig med en del tap. Derimot når markedet er utsatt for svingninger, dvs. konjunkturerendringer kan det oppstå unormale tap.

SR-bank	2012	2013	2014	2015	2016	Gj.snitt
Brutto utlån til kunder	108758	120273	141620	155190	157638	136695,8
Netto bokførte tap på utlån	137	132	257	420	778	344,8
Tap i % av brutto utlån	0,126 %	0,110 %	0,181 %	0,271 %	0,494 %	0,236 %

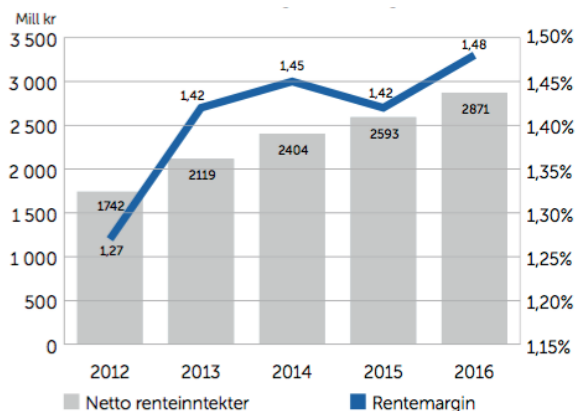
Tabell 25: Brutto utlån og tap i %

Tapstallene fra historien har vært lav spesielt i 2012 og 2013. I 2014 begynner tapsandelen å øke og øker drastisk i 2015 og 2016. Den markante økningen i taps nivå i 2015-16 antar jeg skyldes markedssvingninger grunnet olje, spesielt da i Rogaland området.

8.1.2 Vekst-rentemargin og provisjonsinntekter

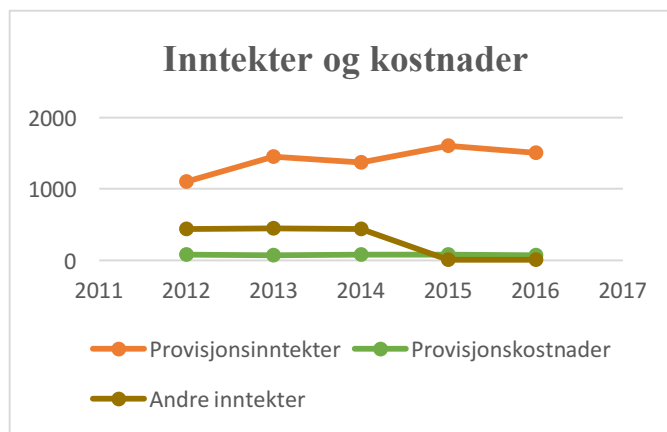
Gjennomsnittlig rentemargin for 2012-2016 var 1,40 % og forventes å stabilisere seg kommende år. I perioder med økonomisk vekst reduseres utlånsporteføljen. Dette betyr at bankene kan låne ut penger med lavere rente.

Norges Bank satte ned styringsrenta i 2016 til 0,5 % og antar at den vil holde seg uendret frem mot 2019 (Kilde: SSB). Nå som økonomien får fatt i taket (konjunkturoppgang) vil rentene øke, kan man muligens anta at styringsrenta kan bli satt opp med 0,25 % nærme 2020.



Tabell 26: Netto renteinntekter og rentemargin (Kilde: Årsrapport)

Provisjonsinntektene økte mye fra 2012 til 2013 og har etter det hatt en relativ vekst helt fram til 2016. Det synes at provisjonskostnadene har hatt en stabil utvikling mens andre inntekter har hatt et betraktelig fall fra 2014. Netto provisjons-og andre inntekter utgjorde 1443 mill.kr i 2016 sammenlignet med utfallet for 2015 som lå på 1532 mill.kr. Denne reduksjonen på 89 mill.kr skyldes hovedsakelig reduserte provisjonsinntekter fra Sparebank 1 Boligkreditt. Videre forventer jeg at provisjonskostnader og andre inntekter kommer til å holde seg relativt stabil de kommende årene



Tabell 27: Provisjonsinntekter-og kostnader samt andre inntekter

8.1.3 Vekst personal-og andre driftskostnader

Ut ifra tabellen nedenfor kan vi se at personalkostnadene har hatt en jevn økning til frem til 2014. Den negative endringen på 21,38 % i 2015 skyldes oljerelatert virksomhet(nedbemanning), som i stor grad rammet Rogaland. Det synes videre i tabellen at situasjonen bedrer seg da det forekommer en økning på ca. 23 % i 2016. Det har også vært endring i andre driftskostnader, men i mindre grad.

Vekst i personalkostnader	12	13	14	15	16	Gj.snitt
Personalkostnader	1082	1196	1202	945	1166	
Endring i %		10,54 %	0,50 %	-21,38 %	23,39 %	3,26 %
Vekst andre driftskostnader	806	823	854	918	866	
Endring i %		2,11 %	3,77 %	7,49 %	-5,66 %	1,93 %

Tabell 28: Endring i personal-og andre driftskostnader

8.2 Fremtidsprognose- forecast financial statement

Jeg har tatt for meg en tidshorisont på 10 år og antar at i 2026 vil SR-bank nå steady state.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
o renteinntekter	3 256 249,45	3 693 194,17	4 188 770,97	4 750 847,50	5 388 347,10	6 111 390,55	6 931 456,67	7 861 564,60	8 916 480,45	10 112 9
o provisjons-og andre inntekter	1 450 285,66	1 457 608,11	1 464 967,53	1 472 364,11	1 479 798,03	1 487 269,48	1 494 778,66	1 502 325,75	1 509 910,95	1 517 5
o inntekter fra finansielle invester	801 815,56	983 040,05	1 205 224,48	1 477 626,51	1 811 596,22	2 221 048,99	2 723 045,33	3 338 501,70	4 093 062,10	5 018 1
i netto inntekter	5 508 350,67	6 133 842,33	6 858 962,98	7 700 838,12	8 679 741,36	9 819 709,03	11 149 280,66	12 702 392,05	14 519 453,50	16 648 6
onalkostnader	1 370 875,89	1 526 543,44	1 707 005,88	1 916 525,28	2 160 147,18	2 443 853,56	2 774 747,10	3 161 273,50	3 613 489,76	4 143 3
re dritskostnader	1 047 947,04	1 166 944,93	1 304 896,94	1 465 061,13	1 651 294,51	1 868 169,91	2 121 116,89	2 416 591,63	2 762 282,06	3 167 3
i driftskostnader før nedskrivning	2 418 822,93	2 693 488,37	3 011 902,82	3 381 586,42	3 811 441,69	4 312 023,46	4 895 863,99	5 577 865,13	6 375 771,83	7 310 7
ation profit	3 089 527,74	3 440 353,96	3 847 060,16	4 319 251,70	4 868 299,66	5 507 685,56	6 253 416,67	7 124 526,92	8 143 681,67	9 337 9
tsresultat før nedskrivning på utlån	3 089 527,74	3 440 353,96	3 847 060,16	4 319 251,70	4 868 299,66	5 507 685,56	6 253 416,67	7 124 526,92	8 143 681,67	9 337 9
skrivninger på utlån og garantier	836 132,25	931 077,87	1 041 146,53	1 168 937,77	1 317 528,99	1 490 568,76	1 692 389,19	1 928 141,53	2 203 959,78	2 527 1
skrivninger	1 227,99	1 367,43	1 529,09	1 716,77	1 935,00	2 189,13	2 485,54	2 831,78	3 236,86	3 7
tsresultat før skatt	2 253 395,49	2 509 276,09	2 805 913,63	3 150 313,94	3 550 770,68	4 017 116,80	4 561 027,48	5 196 385,39	5 939 721,89	6 810 7
tekostnad	594 896,41	662 448,89	740 761,20	831 682,88	937 403,46	1 060 518,84	1 204 111,25	1 371 845,74	1 568 086,58	1 798 0
tsresultat etter skatt	1 658 499,08	1 846 827,20	2 065 152,44	2 318 631,06	2 613 367,22	2 956 597,97	3 356 916,22	3 824 539,65	4 371 635,31	5 012 7

Tabell 29:Fremtidsregnskap 2017-2026

9.0 Fundamental verdsettelse

9.1 Fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden

Jeg har valgt å utføre en fundamental verdsettelse ved bruk av egenkapitalmetoden. Dette tilsvarer at jeg finner fremtidige kontantstrømmer og diskonterer de med kapitalavkastningen for egenkapitalen.

Slik tabellen viser nedenfor har jeg prognostisert fremtidig kontantstrøm i hele budsjettthorisonten frem til steady state. Jeg tar i bruk en vekstrate (growth rate) på 2 % da både medianen og vektet snitt for 2016 har ligget på 2 % (Kilde: PwC rapport 2016).

	2017	2018	2019	2020	2021
Firm free cash flow	2 201 376,04	2 362 756,75	2 541 258,19	2 733 311,22	2 939 942,54
Diskontering	2 071 425,38	2 092 035,87	2 117 258,88	2 142 837,87	2 168 773,15
Growth rate					
Terminal value (TV)					
Discounted TV					

	2022	2023	2024	2025	2026
	3 162 256,64	3 401 441,71	3 658 776,02	3 935 634,69	4 233 497,06
	2 195 065,35	2 221 715,44	2 248 724,65	2 276 094,52	2 303 826,84
					2 %
					99 064 162,15
					53 909 728,07

Tabell 30:FCFE

Terminal verdien regner jeg ut ifra formelen som er vist tidligere i oppgaven. Jeg tar kontantstrømmen for 2026 og dividerer med avkastningskravet for EK minus vekstraten. Jeg tar deretter terminalverdien på 99 064 162,15 og diskonterer med egenkapitalkravet og ender opp med 53 909 728,07. I 2016 hadde SR-bank 255 642 099 utestående aksjer. For å komme frem til aksjeprisen tar jeg (totalverdien + gjeld – kontanter) og dividerer på antall utestående aksjer. Gitt dette kommer jeg fram til en estimert aksjepris på **67,529 kr**.

Total present value D	53 909 728,07
Total present value CF	31 170 250,88
Total	85 079 978,95
Total	85 079 978,95
Debt	kr 17 512 000 000,00
Cash	333 800 000,00
Shares outstanding	255 642 099,00
Share price estimated	67,53

Tabell 31: Estimert aksjepris

Alle andre tall som skulle vært nødvendig i form av å finne den estimerte aksjeprisen gjengis i vedleggene (Netto arbeidskapital, CAPEX etc.).

9.2 Fundamental verdsettelse ved bruk av dividendemodeller

Dividendemodellen er også en veldig brukt metode for å estimere aksjepriser. Jeg har estimert tre forskjellige aksjepriser basert på ulike metoder innad i dividendemodellen. Jeg skiller herved mellom:

- Dividendemodell med konstant vekst
- Dividendemodell med ikke-konstant vekst m/Terminal verdi
- Dividendemodell med ikke-konstant vekst m/Terminal verdi og P/E

9.3 Dividendemodell med konstant vekst

Nedenfor vises den estimerte aksjeprisen jeg kom fram til ved bruk av denne modellen.

Eventuell andre tallmateriale som er blitt brukt legges til som vedlegg. For å komme fram til den estimerte aksjeprisen gjør jeg følgende:

$$\text{Share price} = \frac{\text{Last annual dividends}(1 + \text{constant dividend growth})}{(\text{DCF} - \text{constant dividend growth})}$$

Figur 50: Formel for beregning av aksjeprisen

Jeg sitter da igjen med en aksjepris på **74,97 kr.**

Outputs	
Sustainable growth rate	6,72 %
Cost of equity	
CAPM	6,273 %
DCF	9,93 %
Share price estimated	kr 74,97

Tabell 32: Estimert aksjepris-dividendemodell med konstant vekst

9.4 Dividendemodell ikke-konstant vekst m/Terminal verdi

Denne metoden tar for seg dividende modell med ikke-konstant vekst og med terminal verdi.

Forskjellen her er at jeg bruker kontantstrømmene nedenfor for å så sette de inn i nåverdiformel i excel. Som avkastningskrav bruker jeg DCF. Ved bruk av denne metoden ender jeg opp med en estimert pris på **67,57 kr.**

Year	Dividend	Terminal Value	Cash flow
2017	2,5481		2,548
2018	2,8624		2,862
2019	3,1892		3,189
2020	3,5240		3,524
2021	3,8618		3,862
2022	4,1965		4,196
2023	4,5217		4,522
2024	4,8307		4,831
2025	5,1165	109,0216463	114,138
2026	5,3723		

Share price estimated kr 67,57

Tabell 33: Estimert aksjepris-Dividendemodell m/ikke-konstant vekst og terminal verdi

9.5 Dividendemodell ikke-konstant vekst m/Terminal verdi og P/E

Denne er i likhet med foregående modell. Som ekstra tar denne hensyn til P/E raten og multipliserer den med terminal verdien. Vi ender da opp med kontantstrømmer som videre legges til grunn i nåverdiformelen i excel. Som avkastning brukes igjen DCF. Ved bruk av denne metoden får jeg en estimert pris på **82,93 kr.**

Year	Dividend	Terminal Value	Cash flow
2017	2,5481		2,548
2018	2,8624		2,862
2019	3,1892		3,189
2020	3,5240		3,524
2021	3,8618		3,862
2022	4,1965		4,196
2023	4,5217		4,522
2024	4,8307		4,831
2025	5,1165	145,0062802	150,123
2026	5,3723	16,40342536	

2026 EPS 16,40342536
Share price kr 82,93

Tabell 34: Estimert aksjepris-Dividendemodell m/ikke-konstant vekst og terminal verdi + P/E

Ved bruk av forskjellige modeller er det kommet fram til ulike estimater på aksjeprisen. Blant disse tre estimatene er det dividendemodell m/ikke konstant vekst som gir en aksjepris på 67,5 kr som er nærmest. Jeg vil med andre ord bruke dette tallet videre i resultatet.

10.0 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kan benyttes for verdsetting. Denne form for analyse krever lite tid, er mye brukt i praksis og enkel å anvende. Slik det kommer av navnet ”komparativ” vil det gjøre det enkelt å sammenligne med sammenlignbare bedrifter.

10.1 Pris-til-fortjeneste (P/E)

Denne multiplikatoren (price to earnings) viser oss forholdet mellom selskapets inntjening og markedsverdi. Nedenfor følger P/E multiplikatorer for sammenlignbare sparebanker.

P/E	2016
SR-bank	8,84
Sparebank Nord Norge	8,96
Sparebank SMN	8,19
Sparebank Vest	7,73
Gjennomsnitt	8,43

Tabell 35: P/E for SR-bank og sammenlignbare sparebanker

P/E SR-bank 2016= 8,84

Ut ifra utvalget har SR-bank en bra P/E som er høyere enn bransje gjennomsnittet. En P/E multiplum på 8,84 vil si at markedet er villig til å betale 8,84 kroner for hver inntjening SR-bank har i dag.

I prinsippet kan en ”lav” P/E både være bra og dårlig. Den kan være bra da den vil være billig for investorer, men kan også gi spørsmålet om ”hvorfor den er billig”. Det er også greit å se på den historiske utviklingen av P/E. P/E er høyere i 2016 (8,84) enn da den var i 2012 (6,98). Denne økningen indikerer på at selskapet er ”mer dyrere” nå enn den var før. Det at SR-bank har høyere P/E enn blant annet Sparebank Vest og Sparebank SMN indikerer på at selskapet er mer verdt eller ”dyrere” basert på inntjening.

Jeg benytter den gjennomsnittlige P/E multiplikatoren for videre estimering av markedsverdien til SR-bank. For å komme fram til markedsverdi tar jeg og multipliserer den gjennomsnittlige P/E med årsresultatet til SR-bank, deretter dividerer med antall utestående aksjer.

P/E verdi	14795,8762
Aksjekurs	57,877

Tabell 36: Selskapsverdi ved anvendelse og estimert aksjepris

Beregningen ved bruk av P/E gir meg 14,79 milliarder kroner i selskapsverdi og en aksjekurs på 57,87 kr.

10.2 Pris-til-bok (P/B)

Pris-til-bok eller såkalt price-to-book ratio brukes for å sammenligne aksjers markedsverdi til bokført verdi. Dette kan gjøres ved å ta aksjekurs dividert på bokført verdi pr. aksje, eller markedsverdien av selskapet dividert med den bokførte egenkapitalen. Nedenfor følger P/B til SR-bank og sammenlignbare selskaper. Gjennomsnittet ligger på 0,9650. For videre beregning for verdi for selskapet bruker jeg gjennomsnittlig P/B multiplisert med bokført egenkapital.

Verdi selskap= P/B * bokført egenkapital

P/B	2016
SR-bank	0,99997
Sparebank Nord Norge	1,0300
Sparebank SMN	0,8800
Sparebank Vest	0,9500
Gjennomsnitt	0,9650

Tabell 37: P/B til SR-bank og sammenlignbare sparebanker

Som regel brukes P/B av investorer for å identifisere aksjer som er underpriset i markedet. Høyere P/B enn 1 indikerer på at aksjekursen er høyere enn hva selskapets egenkapital ville bli solgt for. En lav P/B indikerer på at aksjen (selskapet) er undervurdert.

P/B SR-bank 2016= 0,9997 (rundet opp til 1)

SR-bank har igjen høyere P/B en bransjeutvalget som ligger på 0,9650. En P/B multiplum på 1 (grense) tilsvarer etter min mening at aksjekursen er overvurdert. I likhet med P/E, vil jeg nå benytte meg av den gjennomsnittlige P/B for videre estimering av verdien i selskapet og aksjekursen. Beregningen gir meg en selskapsverdi på 17,648 milliarder kroner og en aksjekurs på 69,03 kr.

P/B verdi	17 648,37
Aksjekurs	69,03548

Tabell 38: Selskapsverdi ved anvendelse av P/B og estimert aksjepris

10.3 Sammenligning av de ulike verdsettelsesmetodene

Nedenfor følger en oppstilling av resultatene ved benyttelse av forskjellige metoder. Jeg har tidligere nevnt at jeg kun inkluderer én av tre estimater fra dividendemodellen. Jeg valgte estimatet med nærmest tilhørighet.

	Aksjekurs
FCFE	67,5
Dividendemodell	67,5
P/E	57,9
P/B	69,0

Tabell 39: Oppsummering

Av tabellen over ser vi at jeg får omtrent like estimater både fra kontantstrømmodellen og dividendemodellen. Ved bruk av komparativ verdsettelse gir multiplum modellen derimot noe mer varierte estimater. Selskapsverdi ved bruk av P/E ligger på 14,7 mrd. kroner og ved bruk av P/B ligger den på 17,6 mrd. kroner. Selskapsverdien for SR-bank i 2016 var på 15,5 mrd. kroner.

10.4 Oppsummering

Jeg har nå foretatt en fundamental verdsettelse og en komparativ verdsettelse. Jeg velger å benytte den fundamentale verdsettelsen som hoved metode for verdsettelsen og lar den komparative verdsettelsen være som et supplement. Normalt ved bruk av kontantstrømbaserte metoder finner man et estimat på den underliggende verdi også kalt for ”intrinsic value”. Bruker man derimot den komparative metoden blir verdsettelsen basert på hva markedet faktisk er villig til å betale for aksjen i dag. Ved bruk av kontantstrømmetoden og dividendemetoden får jeg nesten identisk like svar. Derimot ved bruk av multiplikatormodellen får jeg litt mer varierte svar. Jeg vil herved ta i bruk svaret fra kontantstrømmetoden videre i konklusjonen.

10.5 Konklusjon

Målet med denne oppgaven er å finne ut om aksjene til SR-bank er riktig priset i forhold til markedet. Aksjeprisen per 30.12.16 var på **60,75 kr** (Kilde: Finance Yahoo). Gjennom den fundamentale verdsettelsen er det blitt estimert en aksjepris pålydende **67,50 kr**. Dette er 11,1 % høyere enn børskursen. Det faktum at verdivurdering har stor potensiale til å inneholde en del usikkerheter vil ikke verdiesestimater alltid være presis. Handlingsstrategien vil være basert på ± 10 % regelen. Det vil si at det vil være naturlig å anbefale å holde aksjen så lenge den estimerte aksjeprisen ligger innenfor intervallet på 10 %. Den estimerte aksjekursen ligger akkurat ikke innenfor intervallet med en økning på 11,1 %. Med forbehold om at alle estimatene er gjort etter beste evne og nødvendig argumentasjon er gjort i henhold til teori, strategisk analyse og relevant litteratur hevder jeg at aksjene til SR-bank er underpriset i markedet. Ettersom aksjen er underpriset og ikke holder seg innenfor 10 % regelen vil handlingsanbefalingen være å kjøpe.

Aksjeprisen på 67,50 kr representerer mitt beste estimat på den virkelige verdien av Sparebank 1 SR-bank per 30.12.16.

Litteraturliste

Årsrapport, S. 1. (u.d.). *Sparebank 1*. (Årsrapporter, Produsent) Hentet fra spv.no:

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

Årsrapport, S. 1. (u.d.). *Sparebank 1 SMN*. (Årsrapporter, Produsent) Hentet fra

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

Årsrapport, S. 1. (u.d.). *sparebank1 nord norge*. (Årsrapporter, Produsent) Hentet fra

[sparebank1.no/nord norge](https://www.sparebank1.no/nord-norge): <https://www.sparebank1.no/nb/nord-norge/om-oss/investor/finansiell-info/rapporter-og-presentasjoner.html>

BKM. (2014). *Investments*. (M. risikopremie, Red.)

Bodie, K. a. (2014). (K. CAPM, Red.)

Bodie, K. a. (2014). *Investments*. Maidenhead, Berkshire, UK: McGraw-Hill Education.

Bodie, K. a. (2014). *Investments*.

Bodie, K. a. (2014). *Investments*. (D. formel, Red.)

Bodie, K. a. (2014). *Investments*. (T. Verdi, Red.)

Bodie, K. a. (2014). *Investments*. (Beta-formel, Red.)

Bodie, K. a. (2014). *Investments*. (P. P. P/E, Red.)

Bodie, K. a. (u.d.). *Investments*. UK: McGraw-Hill Educations.

C.Soffer, R. J. (2003). *Financial statement analysis*.

Damodaran, A. (2012). *Applied Corporate Finance*.

eStudie. (u.d.). *estudie*. (PESTEL-analyse, Produsent) Hentet fra estudie.no:

<https://estudie.no/pestel-analyse/>

eStudie. (u.d.). *estudie.no*. Hentet fra [estudie](https://estudie.no): <https://estudie.no/rammeverk-fundamental-verdsettelse/>

Finance Yahoo. (u.d.). *Fiannce Yahoo*. Hentet fra finance.yahoo.com:

<https://finance.yahoo.com/quote/SRBANK.OL?p=SRBANK.OL>

Finanstilsynet. (2016). *Finanstilsynet*. Hentet fra finanstilsynet.no:

https://www.finanstilsynet.no/contentassets/6f0fad50638a46feadae5d4a1880ef02/rundskriv_12_2016_finanstilsynets_praksis_for_vurdering_av_risiko_og_kapitalbehov.pdf

H.Penman, S. (2013). *Financial Statement analysis and Security Valuation*. (S. formel, Red.)

Husbanken. (u.d.). *Husbanken*. Hentet fra husbanken.no: <https://www.husbanken.no>

Koller, G. a. (2010). *Valuation*. McKinsey and Company.

Martin, T. &. (2014). *Valuation*. (W. A. (WACC), Red.)

Møller, K. o. (2016). *Verdivurdering*. (V. a. opsjoner, Red.) 2.utgave.

Møller, Y. K. (2016). *Verdivurdering*. 2.utgave.

Netfonds. (u.d.). *Netfonds*. Hentet fra netfonds.no:

<http://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=SRBANK.OSE>

Norge), T. G. (u.d.). *Finans Norge*. (D. 2016, Produsent) Hentet fra finansnorge.no:

<https://www.finansnorge.no/aktuelt/sporreundersokelser/dagligbankundersokelsen1/>

Norges Bank. (u.d.). *Norges-bank*. (10-årig statsobligasjon) Hentet fra norges-bank.no:

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges-Bank. (2016). *Norges Bank*. Hentet fra norges-bank.no: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Publikasjoner/Finansiell-stabilitet---rapport/2016-Finansiell-stabilitet/>

Norsk Kundebarometer. (2016). *bi.no/forskning*. (B. 2016, Produsent) Hentet fra Norsk

[Kundebarometer: norsk kundebarometer](http://www.kundebarometer.no/)

Oslo Børs. (u.d.). *Oslo Børs*. Hentet fra oslobors.no:

<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SRBANK.OSE/data>

Pwc undersøkelse. (2016). *PWC*. (s. (. Rapport 2015, Produsent, & Undersøkelse 2016.

Markedsrisikopremie og risikofri rente) Hentet mars 2017 fra pwc.no:

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>

Regjeringen. (u.d.). *Regjeringen*. (P.-f. krefter, Produsent) Hentet fra regjeringen.no:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2010-14/id628603/sec8>

Regjeringen. (u.d.). *Regjeringen*. (SWOT-analyse, Produsent) Hentet fra regjeringen.no:

<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/krd/kampanjer/ry/swot-analyse.pdf>

Reuters. (u.d.). *Reuters*. Hentet fra reuters.com:

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=SRBANK.OL>

Robert, M. L. (2015). *Derivatives Markets* (Vol. 2011). (t. e. Pearson new international edition, Red.) Edinburg Gate, Harlow: Pearson new international edition.

Sparebank 1 SR-bank. (u.d.). *Sparebank 1 SR-bank*. (Å. 2014, Produsent) Hentet fra

Sparebank 1: <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2014/arsrapport/Årsrapport%202014%20A4%20lett.pdf>

Sparebank 1 SR-bank. (u.d.). *Sparebank 1 SR-bank*. Hentet fra sparebank1.no:

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

Sparebank 1 SR-bank. (u.d.). *Sparebank 1 SR-bank*. (Å. 2012, Produsent) Hentet fra

Sparebank 1: https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2012/arsrapport/Årsrapport%202012_ny.pdf

Sparebank 1 SR-bank. (u.d.). *Sparebank 1 SR-bank*. (Å. 2015, Produsent) Hentet fra

Sparebank 1: <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2015/arsrapport/Årsrapport.pdf>

Sparebank 1 SR-bank. (u.d.). *Sparebank 1 SR-bank*. (Å. 2016, Produsent) Hentet fra Sparebank 1: <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2016/Årsrapport%202016.pdf>

SR-bank, S. 1. (2017). *Sparebank 1 SR-bank*. (Å. 2013, Produsent) Hentet fra Sparebank 1: <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2013/arsrapport/Aarsrapport%202013.pdf>

Statens pensjonskasse. (u.d.). *SPK*. Hentet fra spk.no: <https://www.spk.no>

Statistisk sentralbyrå. (u.d.). *SSB*. (K. Inflasjon, Produsent) Hentet fra ssb.no: <https://www.ssb.no/kpi?fokus=true>

Statistisk Sentralbyrå. (u.d.). *SSB*. (R. befolkningsframskrivninger, Produsent) Hentet fra ssb.no: <https://www.ssb.no/befolkning/statistikker/folkfram>

Wikipedia. (2016). (Dnb, Produsent) Hentet fra wikipedia.no: <https://no.wikipedia.org/wiki/DNB>

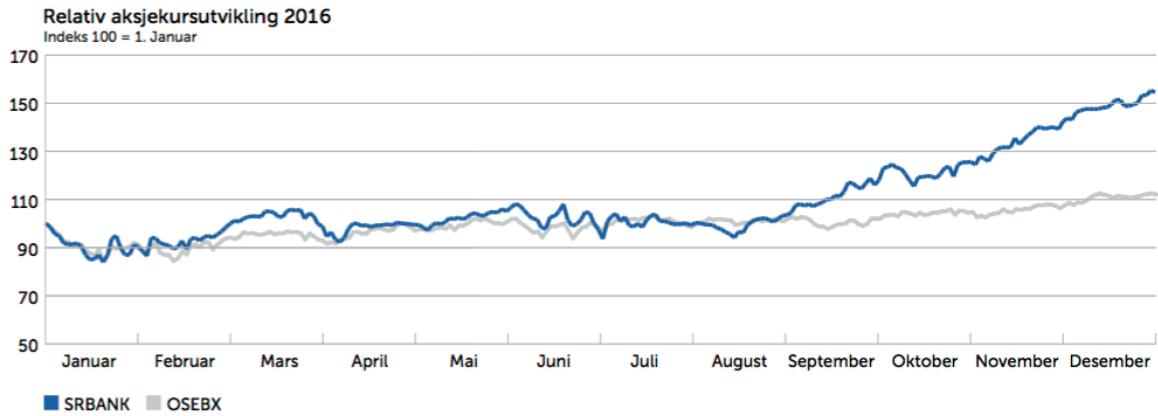
Wikipedia. (2016). *wikipedia.no*. (Nordea, Produsent) Hentet fra <https://no.wikipedia.org/wiki/Nordea>

Wikipedia. (u.d.). *Wikipedia*. (Skandiabanken, Produsent) Hentet fra wikipedia.no: <https://no.wikipedia.org/wiki/Skandiabanken>

Vedlegg

Vedlegg nr.1

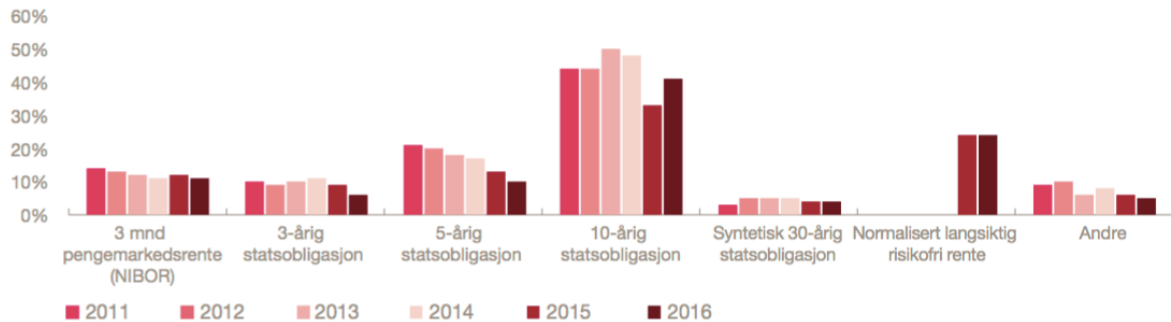
Aksjekursutvikling SR-bank 2016 vs. OSEBX



Vedlegg nr. 2

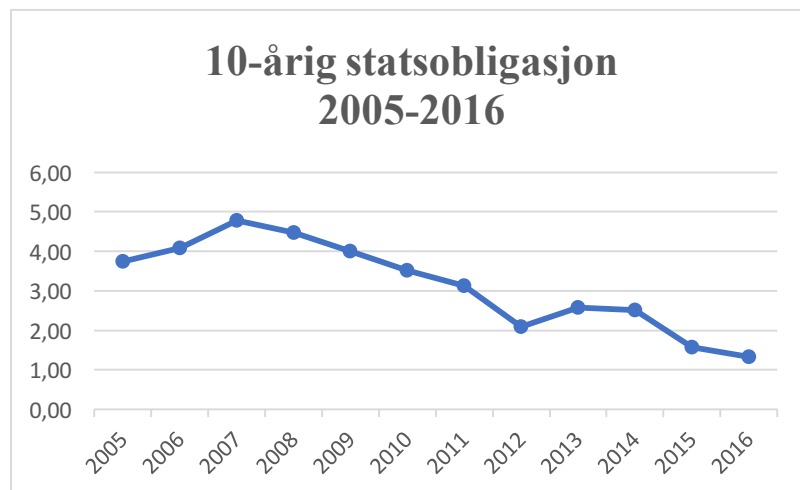
Risikofri rente (Pwc rapport 2015)

Figur 4.1: Risikofri rente



Vedlegg nr.3

10-årig statsobligasjon

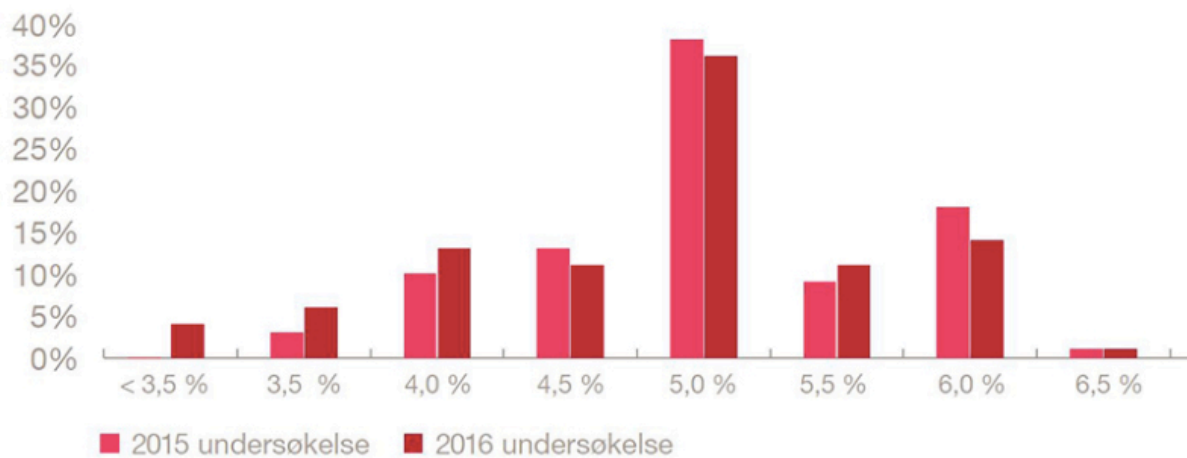


Statsobligasjoner gjennomsnitt

	3 års 3 year	5 års 5 year	10 års 10year
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,10
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52
2009	2,71	3,33	4,00
2008	4,53	4,43	4,47
2007	4,79	4,77	4,78
2006	3,74	3,90	4,07

Vedlegg nr. 4

Markedsrisikopremien



Historisk markedsrisikopremie

Markedsrisikopremie	2011	2012	2013	2014	2015
Gjennomsnitt	5,2 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %
Median	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Kvartil 1	4,5 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
Kvartil 3	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	6,0 %

Vedlegg nr.5

Soliditet med kjernekapital beregning

Soliditet	2012	2013	2014	2015	2016
Ren kjernekapitaldekning %	10	11,1	11,5	13,2	14,7
Kjernekapitaldekning %	12,1	12,8	12,3	14,2	15,6
Kapitaldekning %	13,1	14,1	14,5	16,7	17,5

Soliditet	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
SR-bank	0,08928	0,08954	0,08805	0,08807	0,09456	0,08990
Sparebank 1 Nord-Norge	0,09135	0,10967	0,11230	0,11664	0,12167	0,11032
Sparebank 1 SMN	0,09337	0,10005	0,09936	0,10539	0,11080	0,10180
Sparebank 1 Vest	0,05877	0,06053	0,06183	0,06999	0,08028	0,066278
Gjennomsnitt	0,08319	0,08995	0,09039	0,09502	0,10182	0,09207

Vedlegg nr. 6

Totalkapitalrentabilitet for SR-bank og sammenlignbare sparebanker

SR-bank	2012	2013	2014	2015	2016
Ordniært resultat før skatt	1761	2347	2601	2146	2158
Rentekostnader	3558	3525	3733	3159	2692
Gjennomsnitt TK	136342,5	149264	165955,5	183487,5	192728,5
TKR	3,90 %	3,93 %	3,82 %	2,89 %	2,52 %

Sparebank Nord-Norge	2012	2013	2014	2015	2016
Ordniært resultat før skatt	767	1181	1345	1033	1544
Rentekostnader	1679	1705	1572	1190	904
Gjennomsnitt TK	73150	76424,5	80354	84295,5	87952
TKR	3,3 %	3,8 %	3,6 %	2,6 %	2,8 %

Sparebank SMN	2012	2013	2014	2015	2016
Ordniært resultat før skatt	1355	1758	2143	1776	1983
Rentekostnader	2451	2502	2475	2159	1714
Gjennomsnitt TK	104687	111667,5	120703,5	128980,5	134997
TKR	3,6 %	3,8 %	3,8 %	3,1 %	2,7 %

Sparebank Vest	2012	2013	2014	2015	2016
Ordniært resultat før skatt	1191	1221	1493	1396	1956
Rentekostnader	3147	2913	2945	2299	1873
Gjennomsnitt TK	122406,5	131072	140733	154366,5	162207,5

TKR	3,5 %	3,2 %	3,2 %	2,4 %	2,4 %
-----	-------	-------	-------	-------	-------

Vedlegg nr.7

Egenkapitalrentabilitet for SR-bank og sammenlignbare sparebanker

SR-bank	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinært resultat før skatt	1761	2347	2601	2146	2158
Skattekostnad	400	487	506	400	403
Gjennomsnitt EK	11197	13346,5	14729,5	16158,5	17601
EKR	12,16 %	13,94 %	14,22 %	10,81 %	9,97 %

Nord Norge	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinært resultat før skatt	767	1181	1345	1033	1544
Skattekostnad	172	214	250	163	291
Gjennomsnitt EK	6626,5	7691,5	8922	9651,5	10486
EKR	8,98 %	12,57 %	12,27 %	9,01 %	11,95 %

SMN	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinært resultat før skatt	1355	1758	2143	1776	1983
Skattekostnad	295	388	362	370	341
Gjennomsnitt EK	14216	15703	11883	13214	14601,5
EKR	7,46 %	8,72 %	14,99 %	10,64 %	11,25 %

Vest	2012	2013	2014	2015	2016
Ordinært resultat før skatt	1283	1221	1493	1396	1956
Skattekostnad	327	313	305	349	435
Gjennomsnitt EK	7101,5	7764,5	8614,5	10204	12189,5
EKR	13,46 %	11,69 %	13,79 %	10,26 %	12,48 %

Vedlegg nr. 8

Regresjonsanalyse

SAMMENDRAG (UTDATA)

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,620504433
R-kvadrat	0,385025752
Justert R-kvadrat	0,37460246
Standardfeil	0,055035147
Observasjoner	61

riansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
gresjon	1	0,11188326	0,11188326	36,9389766	9,60459E-08
sidualer	59	0,178703174	0,003028867		
talt	60	0,290586434			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverst</i>
æeringspunkt	-0,000877097	0,007212277	-0,121611641	0,903619848	-0,01530883	0,013554636	-0,01530883	0,013554636
EBX								
pected return	1,347416842	0,22169686	6,077744368	9,60459E-08	0,90380245	1,791031234	0,90380245	1,791031234

Vedlegg nr. 9

Kovarians og korrelasjon SR-bank vs. OSEBX

Kovarians:

	<i>SRBANK Expected return</i>	<i>OSEBX Expected return</i>
SRBANK Expected return	0,004763712	
OSEBX Expected return	0,001361236	0,001010256

Korrelasjon:

	<i>SRBANK Expected return</i>	<i>OSEBX Expected return</i>
SRBANK Expected return	1	
OSEBX Expected return	0,620504433	1

Vedlegg nr.10

Gjeldsgrad SR-bank og komparative sparebanker

Gjeldsgrad	2012	2013	2014	2015	2016
SR-bank	10,20	10,17	10,36	10,35	9,58
Nord Norge	9,94	8,11	7,9	7,57	7,21
SMN	9,7	9,26	9,06	8,48	8,02
Vest	16,27	15,52	15,17	13,28	11,45

Vedlegg nr.11

Dividendmodell med konstant vekst

-Ruter med **grå/blå** er direkte tall hentet fra årsrapportene

-Ruter med **grønn** er tall som risikofri rente og beta som er regnet spesifikt for denne oppgaven og som har blitt begrunnet før.

-Ruter med **rosa/lilla** blir regnet ut ifra den gitte informasjonen jeg har.

For å komme fram til aksjeprisen tar jeg

$$\text{Share price} = \frac{\text{Last annual dividends}(1 + \text{constant dividend growth})}{(\text{DCF} - \text{constant dividend growth})}$$

Constant Growth dividend model						
Inputs						
Last annual dividends	2,25	Income statement				
Constant dividend growth rate	6,7 %					
Beta	1,347					
Risk free rate	1,33 %					
Market risk premium	5 %					
ROE	0,1					
Payout ratio	32,8 %					
Dividend yielded	3,2 %					
Retention rate	67,25 %					
Outputs						
Sustainabla growth rate	6,72 %					
Cost of equity						
CAPM	6,273 %	k=Riskfree rate+Beta*(Riskpremium)				
DCF	9,93 %	k=dividend yield+capital gains growth rate				
Share price estimated	kr 74,97					
	2012	2013	2014	2015	2016	gjsnitt
Dividend growth rate		6,7 %	25,0 %	-25,0 %	50,0 %	14,2 %
DPS	1,5	1,6	2	1,5	2,25	
EPS	5,32	7,28	8,2	6,83	6,87	
Payout ratio	0,2820	0,2198	0,2439	0,2196	0,3275	
ROE	0,1240	0,1400	0,1420	0,1080	0,1000	
Retention rate	0,7180	0,7802	0,7561	0,7804	0,6725	
Sustainabla growth	0,08904	0,10923	0,10737	0,08428	0,06725	

Vedlegg nr.12

Dividendemodell med ikke-konstant vekst og terminal verdi.

Fargekodene representerer det samme som fra forrige vedlegg.

Forskjellen her er at jeg bruker nåverdiformelen for å komme fra til den estimerte aksjeprisen.

Jeg diskonterer med DCF.

Non-constant growth w/constant growth terminal value			
Inputs			
Last annual dividends			2,25
Decay rate			0,92 %
Year 1 dividend growth			13,25 %
Year 2 dividend growth			12,33 %
Year 3 dividend growth			11,42 %
Year 4 dividend growth			10,50 %
Year 5 dividend growth			9,58 %
Year 6			8,67 %
Year 7			7,75 %
Year 8			6,83 %
Year 9			5,92 %
Constant growth rate			5 %
Year	Dividend	Terminal Value	Cash flow
2017	2,5481		2,548
2018	2,8624		2,862
2019	3,1892		3,189
2020	3,5240		3,524
2021	3,8618		3,862
2022	4,1965		4,196
2023	4,5217		4,522
2024	4,8307		4,831
2025	5,1165	109,0216463	114,138
2026	5,3723		
Share price estimated	kr 67,57		

Vedlegg nr.13

Dividendmodell ikke-konstant vekst med TV og P/E.

Fargekodene representerer det samme som fra forrige vedlegg.

Non-constant growth w/terminal value and P/E ratio					
Inputs					
Last annual dividend	2,25				
Decay rate	0,92 %				
Year 1 dividend growth	13,25 %				
Year 2 dividend growth	12,33 %				
Year 3 dividend growth	11,42 %				
Year 4 dividend growth	10,50 %				
Year 5 dividend growth	9,58 %				
Year 6	8,67 %				
Year 7	7,75 %				
Year 8	6,83 %				
Year 9	5,92 %				
Payout ratio	32,8 %				
P/E ratio	8,84				
Average P/E ratio	7,25				
Historic P/E ratio					
	2012	2013	2014	2015	2016
	6,98	8,28	6,4	5,75	8,84
Year	Dividend	Terminal Value	Cash flow		
2017	2,5481		2,548		
2018	2,8624		2,862		
2019	3,1892		3,189		
2020	3,5240		3,524		
2021	3,8618		3,862		
2022	4,1965		4,196		
2023	4,5217		4,522		
2024	4,8307		4,831		
2025	5,1165	145,0062802	150,123		
2026	5,3723	16,40342536			
2026					
EPS	16,40342536				
Share price	kr 82,93				

Vedlegg nr.14

FCFE

Free cash flow to equity	2017	2018	2019	2020
EBIT	2 997 910,60	3 225 412,39	3 470 178,56	3 733 519,25
Skatt	791 448,40	851 508,87	916 127,14	985 649,08
Operation profit after tax	2 206 462,20	2 373 903,52	2 554 051,42	2 747 870,16
Avskrivninger +				
CAPEX -	-6 595,81	-6 360,20	-6 133,01	-5 913,93
Increase in NWC -	11 681,97	17 506,97	18 926,24	20 472,87
FFCE	2 201 376,04	2 362 756,75	2 541 258,19	2 733 311,22

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	4 016 844,01	4 321 669,37	4 649 626,96	5 002 472,19	5 382 093,70	5 790 523,48
	1 060 446,82	1 140 920,71	1 227 501,52	1 320 652,66	1 420 872,74	1 528 698,20
	2 956 397,19	3 180 748,66	3 422 125,44	3 681 819,53	3 961 220,97	4 261 825,28
	-5 702,68	-5 498,98	-5 302,55	-5 113,13	-4 930,49	-4 754,37
	22 157,33	23 991,00	25 986,27	28 156,64	30 516,76	33 082,58
	2 939 942,54	3 162 256,64	3 401 441,71	3 658 776,02	3 935 634,69	4 233 497,06

Vedlegg nr.15

Net working capital

Working Capital	2017	2018	2019	2020	2021
Total eiendeler	kr 198 780,78	kr 215 793,70	kr 234 262,70	kr 254 312,40	kr 276 078,07
Total kortsiktig gjeld	kr 6 631,81	kr 6 137,76	kr 5 680,52	kr 5 257,34	kr 4 865,69
Arbeidskapital	kr 192 148,97	kr 209 655,94	kr 228 582,18	kr 249 055,06	kr 271 212,38
Net Working capital	kr 11 681,97	kr 17 506,97	kr 18 926,24	kr 20 472,87	kr 22 157,33
	2022	2023	2024	2025	2026
	kr 299 706,60	kr 325 357,40	kr 353 203,55	kr 383 432,97	kr 416 249,60
	kr 4 503,21	kr 4 167,74	kr 3 857,26	kr 3 569,91	kr 3 303,96
	kr 295 203,38	kr 321 189,65	kr 349 346,29	kr 379 863,06	kr 412 945,64
	kr 23 991,00	kr 25 986,27	kr 28 156,64	kr 30 516,76	kr 33 082,58

Vedlegg nr.16

CAPEX

CAPEX	17	18	19	20
UB anleggsmidler	178 052,19	171 691,99	165 558,98	159 645,04
IB anleggsmidler -	184 648,00	178 052,19	171 691,99	165 558,98
Avskrivning	-			

CAPEX	-6 595,81	-6 360,20	-6 133,01	-5 913,93
--------------	-----------	-----------	-----------	-----------

	21	22	23	24	25	26
	153 942,36	148 443,39	143 140,84	138 027,71	133 097,22	128 342,86
	159 645,04	153 942,36	148 443,39	143 140,84	138 027,71	133 097,22
	-5 702,68	-5 498,98	-5 302,55	-5 113,13	-4 930,49	-4 754,37

Vedlegg nr.17

Balanse m/gjennomsnittlig økning for periodene

e tall i mill.kroner						Gjennomsnittlig økning for årene				Gj.snitt	Adjusted Average in
	2012	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016		
ENDELER(tall i mill.kroner)											
øntanter og fordringer på sentralbanken	1 314,00	1 265,00	1 847,00	931,00	1 079,00	-4 %	46 %	-50 %	16 %	2 %	1,0
lån til og fordringer på kredittinstitusjoner	1 087,00	1 253,00	2 222,00	2 984,00	4 334,00	15 %	77 %	34 %	45 %	43 %	1,4
lån til kunder	108 758,00	119 525,00	140 920,00	154 357,00	156 372,00	10 %	18 %	10 %	1 %	10 %	1,1
rtifikater og obligasjoner	18 677,00	21 065,00	15 261,00	19 533,00	21 024,00	13 %	-28 %	28 %	8 %	5 %	1,0
nansielle derivater	4 578,00	4 923,00	7 340,00	6 135,00	4 315,00	8 %	49 %	-16 %	-30 %	3 %	1,0
esjer, andeler og andre egenkapitalinteresser	671,00	938,00	626,00	441,00	596,00	40 %	-33 %	-30 %	35 %	3 %	1,0
erksomhet som skal selges	85,00	85,00	22,00	168,00	22,00	0 %	-74 %	664 %	-87 %	126 %	2,2
vestering i eierinteresser	4 964,00	4 710,00	4 727,00	4 792,00	4 460,00	-5 %	0 %	1 %	-7 %	-3 %	0,9
vestering i konsernregnskap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
imaterielle eiendeler	43,00	39,00	20,00	61,00	89,00	-9 %	-49 %	205 %	46 %	48 %	1,4
irige driftsmidler	363,00	362,00	327,00	404,00	495,00	0 %	-10 %	24 %	23 %	9 %	1,0
idre eiendeler	1 003,00	2 820,00	1 614,00	2 243,00	622,00	181 %	-43 %	39 %	-72 %	26 %	1,2
im eiendeler	kr 141 543,00	kr 156 985,00	kr 174 926,00	kr 192 049,00	kr 193 408,00	11 %	11 %	10 %	1 %	8 %	1,0
JELD(tall i mill.kroner)											
eld til kredittinstitusjoner	4 522,00	3 742,00	6 139,00	4 343,00	2 674,00	-17 %	64 %	-29 %	-38 %	-5 %	0,9
nlån statsforvaltning vedrørende bytteordning	7 299,00	6 429,00				-12 %					
nskudd fra kunder	67 594,00	71 667,00	81 489,00	89 444,00	85 914,00	6 %	14 %	10 %	-4 %	6 %	1,0
eld stiftes ved utstedelse av verdipapirer	40 691,00	52 328,00	63 253,00	71 979,00	79 183,00	29 %	21 %	14 %	10 %	18 %	1,1
nansielle derivater	2 282,00	2 013,00	3 317,00	3 739,00	2 515,00	-12 %	65 %	13 %	-33 %	8 %	1,0
talbar skatt	209,00	377,00	206,00	637,00	681,00	80 %	-45 %	209 %	7 %	63 %	1,6
satt skatteforpliktelse	631,00	671,00	821,00	654,00	360,00	6 %	22 %	-20 %	-45 %	-9 %	0,9
nnen gjeld	1 455,00	1 698,00	1 334,00	880,00	1 147,00	17 %	-21 %	-34 %	30 %	-2 %	0,9
svartlig lånekapital	4 223,00	4 004,00	2 964,00	3 459,00	2 646,00	-5 %	-26 %	17 %	-24 %	-9 %	0,9
im gjeld	kr 128 906,00	kr 142 929,00	kr 159 523,00	kr 175 135,00	kr 175 120,00	10,9 %	11,6 %	9,8 %	0,0 %	8,1 %	1,0
GENKAPITAL											
esjekapital	6 385,00	6 389,00	6 394,00	6 394,00	6 394,00	0,06 %	0,08 %	0,00 %	0,00 %	0,04 %	1,0
verkursfond	1 587,00	1 592,00	1 587,00	1 587,00	1 587,00	0,32 %	-0,31 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,0
rsatt utbytte	384,00	409,00	512,00	384,00	575,00	6,51 %	25,18 %	-25,00 %	49,74 %	14,11 %	1,1
nd for urealiserte gevinster	72,00	162,00	59,00	163,00	52,00	125,00 %	-63,58 %	176,27 %	-68,10 %	42,40 %	1,4
nnen EK	4 209,00	5 504,00	6 851,00	8 386,00	9 680,00	30,77 %	24,47 %	22,41 %	15,43 %	23,27 %	1,2
im egenkapital	12 637,00	14 056,00	15 403,00	16 914,00	18 288,00	11 %	10 %	10 %	8 %	9,69 %	1,1
im gjeld og egenkapital	kr 141 543,00	kr 156 985,00	kr 174 926,00	kr 192 049,00	kr 193 408,00	11 %	11 %	10 %	1 %	8,21 %	1,0

Vedlegg nr.18

Fremtidsprognose for periode 2017-2026

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
o renteinntekter	3 256 249,45	3 693 194,17	4 188 770,97	4 750 847,50	5 388 347,10	6 111 390,55	6 931 456,67	7 861 564,60	8 916 480,45	10 112 951,10
o provisjons-og andre inntekter	1 450 285,66	1 457 608,11	1 464 967,53	1 472 364,11	1 479 798,03	1 487 269,48	1 494 778,66	1 502 325,75	1 509 910,95	1 517 534,10
o inntekter fra finansielle invester	801 815,56	983 040,05	1 205 224,48	1 477 626,51	1 811 596,22	2 221 048,99	2 723 045,33	3 338 501,70	4 093 062,10	5 018 166,10
i netto inntekter	5 508 350,67	6 133 842,33	6 858 962,98	7 700 838,12	8 679 741,36	9 819 709,03	11 149 280,66	12 702 392,05	14 519 453,50	16 648 652,10
onalkostnader	1 370 875,89	1 526 543,44	1 707 005,88	1 916 525,28	2 160 147,18	2 443 853,56	2 774 747,10	3 161 273,50	3 613 489,76	4 143 388,10
re dritskostnader	1 047 947,04	1 166 944,93	1 304 896,94	1 465 061,13	1 651 294,51	1 868 169,91	2 121 116,89	2 416 591,63	2 762 282,06	3 167 355,10
i driftskostnader før nedskrivning	2 418 822,93	2 693 488,37	3 011 902,82	3 381 586,42	3 811 441,69	4 312 023,46	4 895 863,99	5 577 865,13	6 375 771,83	7 310 744,10
ration profit	3 089 527,74	3 440 353,96	3 847 060,16	4 319 251,70	4 868 299,66	5 507 685,56	6 253 416,67	7 124 526,92	8 143 681,67	9 337 908,10
tsresultat før nedskrivning på utlån	3 089 527,74	3 440 353,96	3 847 060,16	4 319 251,70	4 868 299,66	5 507 685,56	6 253 416,67	7 124 526,92	8 143 681,67	9 337 908,10
skrivninger på utlån og garantier	836 132,25	931 077,87	1 041 146,53	1 168 937,77	1 317 528,99	1 490 568,76	1 692 389,19	1 928 141,53	2 203 959,78	2 527 158,10
krivninger	1 227,99	1 367,43	1 529,09	1 716,77	1 935,00	2 189,13	2 485,54	2 831,78	3 236,86	3 711,10
tsresultat før skatt	2 253 395,49	2 509 276,09	2 805 913,63	3 150 313,94	3 550 770,68	4 017 116,80	4 561 027,48	5 196 385,39	5 939 721,89	6 810 745,10
tekostnad	594 896,41	662 448,89	740 761,20	831 682,88	937 403,46	1 060 518,84	1 204 111,25	1 371 845,74	1 568 086,58	1 798 037,10
tsresultat etter skatt	1 658 499,08	1 846 827,20	2 065 152,44	2 318 631,06	2 613 367,22	2 956 597,97	3 356 916,22	3 824 539,65	4 371 635,31	5 012 711,10

Vedlegg nr.19

Resultatregnskap

(tall i mill.kroner)	2012	2013	2014	2015	2016
Renteinntekter	5300	5644	6137	5752	5563
Renrekostnader	3558	3525	3733	3159	2692
Netto renteinntekter	1742	2119	2404	2593	2871
Provisjonsinntekter	1105	1452	1370	1605	1511
Provisjonskostnader	76	72	78	78	72
Andre driftsinntekter	437	444	440	5	4
Netto provisjons- og andre inntekter	1466	1824	1732	1532	1443
Utbytte	25	33	36	17	110
Inntekter fra eierinteresser	265	355	506	422	384
Netto inntekter/tap fra finansielle instrumenter	288	167	236	-135	160
Netto inntekter fra finansielle investeringer	578	555	778	304	654
Sum netto inntekter	3786	4498	4914	4429	4968
Personalkostnader	1082	1196	1202	945	1166
Andre driftskostnader	806	823	854	918	866
Sum driftskostnader før nedskrivning på utlån	1888	2019	2056	1863	2032
Driftsresultat før nedskrivninger på utlån	1898	2479	2858	2566	2936
Nedskrivninger på utlån og garantier	137	132	257	420	778
Driftsresultat før skatt	1761	2347	2601	2146	2158
Skattekostnad	400	487	506	400	403
Resultat etter skatt	1361	1860	2095	1746	1755
Utvidet resultatregnskap					
Estimatavvik pensjoner	452	-72	-444	200	-62
Skatteeffekt estimatavvik pensjoner	-127	20	120	-50	15
Sum poster som ikke reklassifiseres over resultatet		-52	-324	150	-47
Endring skatt estimatavvik		-1	-	-21	-
Verdiendring i finansielle eiendeler tilgjengelig for salg		-6	-	95	-62
Andel av utvidet resultat i TS og FKV	13	4	5	32	-7
Sum poster som kan reklassifiseres over resultatet		-2	5	106	-69
Årets utvidede resultat	338	-55	-319	256	-116
Totalresultat	1699	1805	1776	2002	1639
Resultat pr aksje					
Resultat pr aksje	5,32	7,28	8,2	6,83	6,87
Utvannet resultat pr aksje	5,32	7,27	8,19	6,82	8,86