



Universitetet  
i Stavanger

Masteroppgave i anvendt finans



# **Verdsettelse av SpareBank 1 SR-Bank ASA i lys av makroøkonomiske forhold**

Innleveringsdato:

15.06.2017

Stuedsted:

Universitet i Stavanger



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)  
Nei

TITTEL:

Verdsettelse av SpareBank 1 SR-Bank ASA i lys av makroøkonomiske forhold

ENGELSK TITTEL:

Valuation of SpareBank 1 SR-Bank ASA based on macroeconomic conditions

FORFATTER(E)

Kandidatnummer:

1043

.....

1082

.....

Navn:

Christina Sundal

.....

Christian Å. Gilje

.....

VEILEDER:

Kristoffer W. Eriksen

## Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven er å verdsette SpareBank 1 SR-Bank konsernet. Det blir benyttet et vektet gjennomsnitt mellom fundamental og relativ verdsettelse for å komme frem til verdien av selskapet per 31.12.16, samt den medfølgende aksjeprisen.

Oppgaven starter med en formell presentasjon av banken. Deretter presenteres konjunkturbarometeret, som viser makroøkonomiske indikatorer i bankens markedsområde. I den strategiske analysen benyttes PESTEL, Porters femkraftsmodell og VRIO for å analysere eksterne og interne faktorer. Analysen avslører at banken har en sterk posisjon i sitt markedsområde, og vi vurderer at de relasjonene som banken har gir en midlertidig konkurransefordel i markedet. Den strategiske analysen oppsummeres i en SWOT-modell.

Det er hovedsakelig to aspekter som kompliserer verdsettelsen. For det første er banker høyt belånte, som begrunnes med at gjelden kan betraktes som et råmateriale i bankvirksomheten. Det andre aspektet er at banker er strengt regulerte av myndighetene. På bakgrunn av diskusjonen rundt disse komplikasjonene, faller valget på de verdsettelsesmetodene som tilfaller egenkapitalen. I fundamental verdsettelse av banken benyttes fri kontantstrøm til egenkapital metoden og utbyttemetoden, mens relative verdsettelse baseres på P/E- og P/B-metoden.

Den fundamentale verdsettelsen bygger på våre prognoser av bankens fremtidige kontantstrømmer. Resultatene fra den strategiske analysen, samt en regnskapsanalyse danner grunnlaget for disse prognosene. Våre estimater av risikofrie rente, markedets risikopremie og selskapets beta legger grunnlaget for avkastningskravet som ble beregnet til å være **7,09 %**. Den konstante vekstraten som ble benyttet for å finne terminalverdien ble estimert til **2,09 %**.

Fri kontantstrøm til egenkapital metoden er den som krever det grundigste arbeidet med analyse og estimering, og denne metoden vektlegges derfor mest i verdsettelsen. Sensitivitets- og scenarioanalysen avdekker de mest kritiske faktorene i avkastningskravet, og denne avslører at endringer i betaverdien gir størst utslag i vårt estimat på selskapets verdi. Oppgaven avsluttes ved at vi vokter resultatet fra de fire ulike verdsettelsesmetodene. Dette resulterer i et endelig estimat på selskapets verdi per 31.12.16 på **16.791,66 millioner kroner**, som tilsvarer en aksjepris på **kr 65,68**.

## Forord

Denne masteroppgaven representerer vår avslutning på det toårige masterstudiet i økonomi og administrasjon fra Handelshøgskolen ved Universitet i Stavanger. Vi har begge hovedprofil i anvendt finans og oppgaven skrives derfor med utgangspunkt i dette fagområdet.

Tema for oppgaven falt på verdsettelse av bank da vi begge har god erfaring med finansfag fra både bachelor- og masterstudiet. Finansretningen er det område innen økonomi og administrasjon som vi liker best, og vi kan begge tenke oss en fremtid innen bank- og finansbransjen. Samtidig er verdsettelse av bank betraktet som mer utfordrende enn for tradisjonelle foretak, noe som gjorde det ekstra spennende å velge dette som tema da vi begge motiveres av utfordringer.

Vårt valg av selskap falt på SpareBank 1 SR-Bank fordi det er en lokal og stor bank, som vi begge har kjennskap til fra før. Samtidig har banken en lang historie i Rogaland og vi synes det er interessant å se på utviklingen i et markedsområde som vi er godt kjent med.

I tillegg til det som er nevnt ovenfor ble det endelige valget basert på at vi i denne oppgaven får muligheten til å benytte kompetanse som vi har opparbeidet oss gjennom både bachelor- og masterstudiet. Ved å skrive denne masteroppgaven må vi knytte teori fra både regnskap, strategi og finans.

Gjennom denne masteravhandlingen har vi lært mye nytt om SpareBank 1 SR-Bank, samt den øvrige bank- og finansbransjen. Vi synes at det har vært en spennende, utfordrende og lærerik prosess.

Til slutt ønsker vi å benytte anledningen til å takke vår veileder Kristoffer W. Eriksen, for konstruktive og gode tilbakemeldinger underveis i prosessen. Vi ønsker også å takke sjefsøkonom Kyrre M. Knudsen ved SpareBank 1 SR-Bank for å ha vært behjelpelig med nødvendig informasjon til oppgaven.

# Innholdsfortegnelse

<b>1.0 Introduksjon .....</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrunn og motivasjon .....	1
1.2 Problemstilling og avgrensning.....	1
1.3 Avhandlingens struktur .....	2
<b>2.0 Presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank .....</b>	<b>4</b>
2.1 Historie .....	4
2.2 Aksjesparebank .....	4
2.3 Visjon og verdier .....	5
2.4 Selskapsstruktur .....	5
2.5 Markedsområde .....	6
<b>3.0 Presentasjon av konjunkturbarometeret .....</b>	<b>7</b>
<b>4.0 Strategi .....</b>	<b>10</b>
4.1 Ekstern analyse.....	10
4.2 Intern analyse .....	33
4.3 SWOT.....	40
<b>5.0 Verdssettelsesmetoder .....</b>	<b>42</b>
5.1 Hvorfor er verdsettelse av bank annerledes?.....	42
5.2 Fundamental verdsettelse .....	43
5.3 Relativ verdsettelse .....	49
5.4 Valg av metode.....	53
<b>6.0 Regnskapsanalyse.....</b>	<b>54</b>
6.1 Rammeverk for regnskapsanalysen.....	54
6.2 Trendanalyse .....	59
6.3 Nøkkeltallsanalyse .....	61
<b>7.0 Beregning av avkastningskrav og konstant vekstrate .....</b>	<b>82</b>
7.1 Kapitalverdimodellen .....	82
7.2 Avkastningskravet til SRBANK .....	90
7.3 Konstant vekstrate (g) .....	91
<b>8.0 Estimering av fremtidige kontantstrømmer .....</b>	<b>93</b>
8.1 Tidshorisont for fremtidige kontantstrømmer .....	93
8.2 Vekst i balanseposter.....	94
8.3 Vekst i regnskapsposter.....	98
8.4 Estimert fremtidsregnskap.....	109
<b>9.0 Fundamental verdsettelse av SRBANK .....</b>	<b>110</b>
9.1 Verdiestimert ved FCFE metoden .....	110

9.2 Verdiestimert ved utbyttemetoden.....	121
<b>10.0 Relativ verdsettelse SRBANK .....</b>	<b>122</b>
10.1 Komparative selskaper .....	122
10.2 Verdiestimert ved P/E-modellen .....	123
10.3 Verdiestimert ved P/B-modellen .....	124
<b>11.0 Estimert verdi av SRBANK per 31.12.16.....</b>	<b>125</b>
<b>12.0 Konklusjon.....</b>	<b>126</b>
<b>13.0 Kildehenvisning .....</b>	<b>127</b>
<b>14.0 Vedlegg .....</b>	<b>134</b>

# 1.0 Introduksjon

I dette kapittelet skal vi forklare vår bakgrunn og motivasjon for å velge verdsettelse av bank som tema, samt presentere vår problemstilling og hvordan vi har valgt å avgrense denne. Vi skal avslutte introduksjonsdelen ved å gi en kort beskrivelse av prosessen som ga oss den estimerte verdien av SpareBank 1 SR-Bank konsernet per 31.12.16.

## **1.1 Bakgrunn og motivasjon**

Når vi skulle velge tema for masteravhandlingen ønsket vi å kunne fordype oss i et fagområde som vi har interesse for. Da vi begge har hovedprofilen anvendt finans og stor interesse for bank- og finansbransjen, ble vi inspirert av SpareBank 1 SR-Bank sin presentasjon som ble avholdt på UiS i november 2016. Etter et møte med sjefsøkonom Kyrre M. Knudsen ved SpareBank 1 SR-Bank ble vi enige om at vi ønsket å foreta en verdsettelse av banken med innvendinger fra bankens eget konjunkturbarometer. Konjunkturbarometeret ble presentert for oss som en mulig del av masteravhandlingen av Kyrre M. Knudsen. Siden vi begge også har interesse for makroøkonomi, synes vi det var en spennende utfordring å knytte verdsettelsen opp mot bankens konjunkturbarometer.

Vår motivasjon til å skrive en verdsettelsesoppgave er at det gir oss muligheten til å benytte vår tillærte kompetanse innen flere fagområder, som blant annet inkluderer finans, strategi og regnskap. Samtidig vet vi at verdsettelse av bank betraktes som mer utfordrende enn for tradisjonelle foretak og det eksisterer en begrenset mengde teori rundt dette emnet. Dette vekket interesse for å skrive en spennende masteravhandling, som også vil gi oss innsikt i bank- og finansbransjen. At SpareBank 1 SR-Bank er plassert i et markedsområde som vi er godt kjent med fra før, var også en faktor som bidrog til at vi var ekstra motivert for å velge akkurat denne oppgaven.

## **1.2 Problemstilling og avgrensning**

Formålet med denne masteravhandlingen er å finne verdien av SpareBank 1 SR-Bank konsernet ved utgangen av 2016. Dermed har vi valgt følgende problemstilling:

*«Hva er verdien av SpareBank 1 SR-Bank konsernet per 31.12.16, og den medfølgende prisen per aksje?»*

På bakgrunn av at det er enklere å gjennomføre en verdsettelse ved utgangen av et år har vi estimert verdien av selskapet per 31.12.16. Dette er valgt fordi årsrapporten fra 2016 ble tilgjengelig i april 2017, som gjorde at vi kunne benytte denne informasjonen i verdsettelsesprosessen. Med tanke på avgrensning av oppgaven har vi valgt å basere verdsettelsen på offentlig tilgjengelig informasjon, selv om dette også innebærer informasjon som ble tilgjengelig etter 31.12.16. Vi utfører derfor verdsettelsen av banken som eksterne analytikere.

### **1.3 Avhandlingens struktur**

For å gjøre strukturen logisk for leseren følger kapitlene i denne masteravhandlingen en naturlig rekkefølge etter stegene i verdsettelsesprosessen. Nedenfor presenterer vi kort hva som blir gjort i hvert kapittel.

I **kapittel 2** presenterer vi SpareBank 1 SR-Bank konsernet for å gi leseren innsikt i selskapet og informasjon som vi benytter senere i verdsettelsesprosessen.

Videre i **kapittel 3** presenteres konjunkturbarometeret som vi benytter som et supplement for å verdsette SpareBank 1 SR-Bank konsernet.

Den strategiske analysen av banken gjennomføres i **kapittel 4**. Her tar vi i bruk PESTEL-analyse, Porters femkraftsmodell og VRIO-analyse for å analysere eksterne og interne forhold i bankens markedsområde. Funnene fra den strategiske analysen oppsummeres i en SWOT-modell.

I **kapittel 5** presenterer vi ulike verdsettelsesmetoder og argumenterer for hvilke metoder vi ønsker å bruke for å løse vår problemstilling.

Videre i **kapittel 6** gjennomføres regnskapsanalysen av SpareBank 1 SR-Bank konsernet hvor vi også sammenligner bankens resultater opp mot noen sammenlignbare banker. Vi finner ut hvor likvid, kredittverdig, solid og lønnsom banken har vært i en historisk periode på fem år.

I **kapittel 7** presenteres teori rundt kapitalverdimodellen som benyttes for å beregne konsernets avkastningskrav. Vi argumenterer for valg av risikofri rente og markedets



risikopremie i avkastningskravet, og gjennomfører en regresjonsanalyse for å finne vårt estimat av selskapets beta. Den konstante vekstraten estimeres ved å benytte et gjennomsnitt av de siste fem års utvikling i inflasjon og BNP.

I **kapittel 8** benyttes resultater og funn fra den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapittel 6 til å estimere selskapets vekst i ulike balanse- og regnskapsposter. Estimaten resulterer i selskapets fremtidige kontantstrømmer som presenteres i et fremtidsregnskap.

I **kapittel 9** gjennomføres fundamental verdsettelse av banken ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital metoden. Videre brukes en sensitivitetsanalyse og en scenarioanalyse for å sjekke hvor følsom variablene i avkastningskravet er for endringer. Til slutt gjennomføres også en fundamental verdsettelse ved hjelp av utbyttetmetoden.

Relativ verdsettelse av banken ved hjelp av P/E- og P/B-metoden gjennomføres i **kapittel 10**.

I **kapittel 11** tar vi et vektet gjennomsnitt av resultatene fra de ulike verdsettelsesteknikkene og vi kommer frem til vårt endelige estimat av SpareBank 1 SR-Bank sin egenkapitalverdi per 31.12.16, samt den medfølgende prisen per aksje.

Vi avslutter oppgaven ved å gi en endelig konklusjon på vår problemstilling i **kapittel 12**.

## **2.0 Presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank**

I dette kapittelet gir vi en formell presentasjon av SpareBank 1 SR-Bank konsernet. Vi vil kort presentere de ulike sidene av banken som vi mener er viktige å kjenne til før vi går i gang med verdsettelsen.

### **2.1 Historie**

SpareBank 1 SR-Bank er i dag Norges nest største norskeide bank. Samtidig er det den største regionbanken som eksisterer i Norge, og banken har en lang historie i Rogaland med forankring i de små lokalmiljøene. Egersund Sparebank ble opprettet i 1839, som den første banken som i dag er en del av SpareBank 1 SR-Bank. Siden har banken vokst seg større og i 1976 gikk tretten lokale banker sammen og dannet Sparebanken Rogaland (SR-Bank). Grunnfondsbeviset til Sparebanken Rogaland ble børsnotert på Oslo Børs for første gang i 1994, og to år senere ble banken med på å danne Sparebanken 1-alliansen (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.10-11)

Den 1.januar 2012 ble SpareBank 1 SR-Bank notert på børs som aksjesparebank og omdannet til ASA. Bankens egenkapital bestod tidligere av bankens grunnfond og egenkapitalbevis. Ved omdanningen til aksjesparebank i 2012 fikk egenkapitalbevisene byttet sine egenkapitalbevis i aksjer. Grunnfondet ble samtidig omdannet til aksjekapital som nå eies av Sparebankstiftelsen SR-Bank. I forbindelse med omdanningen ble Sparebankstiftelsen SR-Bank opprettet, med det formål om å utøve et stabilt og langsiktig eierskap i SpareBank 1 SR-Bank. Stiftelsen hadde per 31.12.16 en eierandel i bankens aksjer tilsvarende 28,3 % (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.12).

### **2.2 Aksjesparebank**

Omdannelsen til aksjesparebank har betydning for verdsettelsen av konsernet. Før 2012 var deler av egenkapitalen ikke børsnotert, og dersom vi skulle ha verdsatt selskapet på daværende tidspunkt måtte vi ha justert for eierandelen i verdsettelsen. Da måtte vi fordelt bankens årsoverskudd etter skatt på den delen av egenkapitalen som var børsnotert og den delen som ikke var det (eierbrøken). Etter omdanningen er hele egenkapitalen til konsernet notert på Oslobørs, og den «selveide» kapitalen eies nå gjennom Sparebankstiftelsen SR-Bank. Dette gjør at vi ikke står ovenfor denne problemstillingen når vi skal verdsette selskapet i 2016.

## 2.3 Visjon og verdier

“Kundens førstevalg på Sør- og Vestlandet” (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.24).

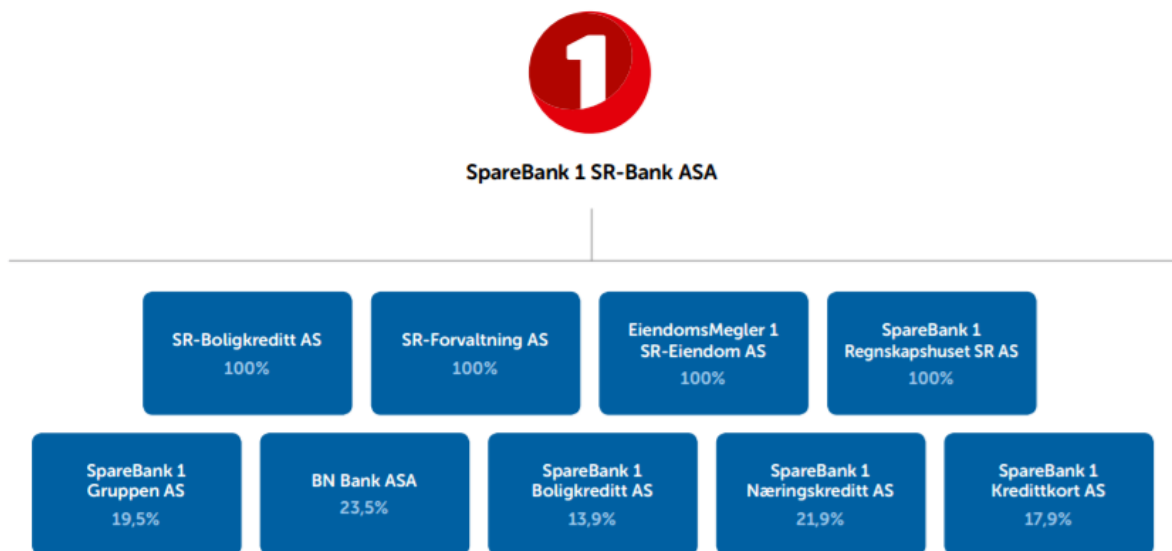
Visjonen handler om å leve opp til kundenes forventninger, ved å forstå deres behov. Det innebærer at banken må være raske med å fornye og forbedre seg, i takt med utviklingen i markedet (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.8). Selve fundamentet i SpareBank 1 SR-Bank sin virksomhetsmodell er å gi kraft til utvikling og vekst i regionene som de er en del av.

Verdiene som skal gi støtte til bankens visjon er «ansvar og respekt. Engasjert og handlekraftig» (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.24).

## 2.4 Selskapsstruktur

SpareBank 1 SR-Bank konsernet har en selskapsstruktur som inkluderer en rekke datterselskaper, og i tillegg er banken med i Sparebank 1-alliansen som består av seksten selvstendige sparebanker. Alliansesamarbeidet har til hensikt å sikre sparebankene verdiskapning, og samtidig bidra til at bedrifts- og privatkunder føler seg forankret i lokalmiljøene (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.50).

Figur 1: SpareBank 1 SR-Bank konsernet



Kilde: (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.13)

Selskapsstrukturen til konsernet per 31.12.16 er presentert i figur 1. SpareBank 1 SR-Bank ASA er morbanken og de resterende selskapene er datterselskaper av banken. De fire øverste

selskapene i figur 1 er de heleide datterselskapene, hvor konsernet har 100 % eierandel i hvert av dem (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.49). De resterende fem selskapene i figur 1 er deleide datterselskaper, hvor andelen i prosent viser eierandelen som konsernet hadde i de ulike selskapene per 31.12.16 (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.31).

## **2.5 Markedsområde**

«SpareBank 1 SR-Bank er det ledende finanskonsernet på Sør- og Vestlandet» (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.10). Det er de fire fylkene Rogaland, Hordaland, Aust-Agder og Vest-Agder som utgjør bankens markedsområde. Tabell 1 viser at SpareBank 1 SR-Bank fører en markedsleder strategi i Rogaland, mens de fører vekststrategi i de øvrige fylkene. Per 31.12.16 hadde banken en markedsandel på hele 36 % i Rogaland, 6 % i Hordaland og 8 % i Agder-fylkene.

Tabell 1: SpareBank 1 SR-Banks markedsområde

Tall per 31.12.16	Rogaland	Hordaland	Aust- og Vest-Agder
<b>Befolkning</b>	470 000	516 000	298 000
<b>Markedsandel</b>	36 %	6 %	8 %
<b>Etablert år</b>	1839	2006	2002
<b>Markedsstrategi</b>	Markedsleder	Vekstmarked	Vekstmarked

Kilde: (SpareBank 1 SR-Bank, 2016c, s.2)

Næringsstrukturen på Sør- og Vestlandet har vært sterkt dominert av oljerelatert virksomhet de siste 40 årene (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.10). At oljeindustrien har spilt en såpass stor plass i regionene har gitt ringvirkninger for fylkene etter oljeprisfallet i 2014, hvor flere oljerelaterte selskaper har kuttet kostnader og avlyst store investeringer. Det er ikke til å legge skjul på at vår region – Rogaland – har merket dette sterkere enn andre regioner. Blant annet har Rogaland slitt med en høyere arbeidsledighet enn resten av landet, samt et press nedover på boligprisene (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.6). SpareBank 1 SR-Bank konsernet er lokalt forankret og deres utlånsportefølje består dermed av en rekke bedriftskunder som er tilknyttet oljebransjen. Samtidig er det flere av deres kunder i privatmarkedet som har blitt permittert eller mistet jobben i en krevende tid for flere bransjer. Kredittrisikoen til banken kan dermed tenkes å ha økt de siste årene etter oljeprisfallet i 2014.

### 3.0 Presentasjon av konjunkturbarometeret

Etter presentasjonen av SpareBank 1 SR-Bank i forrige kapittel vil vi videre i oppgaven bruke forkortelsen *SRBANK* når vi omtaler konsernet. *SRBANK* sitt konjunkturbarometer er basert på en undersøkelse tatt av 600 bedrifter i regionene Rogaland, Hordaland, Vest-Agder og Aust-Agder. Undersøkelsen inneholder seks hovedspørsmål. Det ene spørsmålet gjelder den økonomiske utviklingen i bedriften det siste året sammenlignet med foregående periode. De fem neste spørsmålene gjelder hvilke forventninger bedriftene har for det kommende året – på viktige områder som: omsetning, ansatte, lønnsomhet, ordresreserve og investeringer. Svarene fra undersøkelsen hjelper oss sådan til å analysere de viktigste driverne for arbeids- og næringsliv i de fire fylkene som banken har sin kjernevirksomhet i (SpareBank 1 SR-Bank, 2016b). Resultatene fra bedriftsundersøkelsen blir gjengitt i konjunkturbarometeret ved hjelp av en *diffusjonsindeks*, også kalt hovedindeksen, og viser det sammenslåtte resultatet av de seks spørsmålene i undersøkelsen.

Diffusjonsindeksen er et gjennomsnitt av de seks spørsmålene (delindikatorene) som er respondentenes vurderinger av følgende (SpareBank 1 SR-Bank, 2016b);

1. Økonomisk utvikling for de siste 12 måneder (sammenlignet med foregående år)
2. Samt forventninger til de kommende 12 måneder når det gjelder;
  - i) Omsetning
  - ii) Lønnsomhet
  - iii) Antall årsverk
  - iv) Ordresreserve
  - v) Investeringer

$$\text{Delindikator} = (\text{Andel forbedring} \times 1) + (\text{Andel ingen endring} \times 0,5) + (\text{Andel forverring} \times 0)^1$$

Formel 1: Utregning av delindikatorer

Formel 1 viser hvordan de seks delindikatorene regnes ut. Som vist i formelen angir delindikatorene andelen bedrifter på den positive siden, samt halvparten av de som er uendret. Den resterende andelen er på den negative siden, samt halvparten av de som er uendret. Kort fortalt er indeksen et uttrykk for hvor stor andel av bedriftene som er (fra null til) positive. De

<sup>1</sup> SpareBank 1 SR-Bank. (2015). *Konjunkturbarometeret for Sør- og Vestlandet* (rapport Januar 2015). Hentet fra [https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/vedlegg/SB1-SR\\_Bank\\_KonjunkturbarometerJan2015\\_Web.pdf](https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/vedlegg/SB1-SR_Bank_KonjunkturbarometerJan2015_Web.pdf)

resterende er (fra null til) negative. Indeksen er nøytral på 50, som vil si at 50 % av respondentene i undersøkelsen er på den positive siden (og 50 % på den negative siden). Hvorvidt mesteparten av forventninger til bedriftene er positive eller negative for det kommende året, reflekteres derfor i konjunkturbarometeret ved å vurdere hvor indeksen havner i forhold til det nøytrale nivået på 50.

Formel 1 viser samme form for utregning som mange andre tonegivende bedriftsundersøkelser benytter, herunder den viktige amerikanske «Purchasing Managers Index» (PMI) som utarbeides av «Institute of Supply Management»<sup>2</sup>. Investorer benytter PMI indekser som ledende indikatorer på den økonomiske tilstanden i et geografisk område, dette er gitt av innsikten de får fra bedriftsundersøkelsen. Kuepper (2016, 15.11.) skriver i sin artikkel *What is the Purchasing Managers' Index (PMI)* at trender i produksjon som reagerer på forbrukeres etterspørsel er det første tydelige tegnet på økonomiske nedgangstider. Videre skriver han at PMI er et viktig verktøy for internasjonale investorer som forsøker å finne ut om økonomisk vekst i et land. Slike undersøkelser er blant annet ledende indikatorer på vekst eller reduksjon i BNP, samtidig bruker flere sentralbanker resultater fra PMI for å forme sin pengepolitikk (Kuepper, 2016, 15.11.). Sammenligner vi SRBANK sitt konjunkturbarometer med PMI undersøkelser, observerer vi noen likheter. For eksempel benyttes samme utregning og analysemetode av svarene fra undersøkelsen, og begge indeksene viser indikatorer i et begrenset geografisk område. Siden SRBANK sitt konjunkturbarometer angir forventninger i bankens markedsområde, skaper dette en mulighet for å benytte svarene fra undersøkelsen til å underbygge valg vi tar i estimering av fremtidige kontantstrømmer til banken.

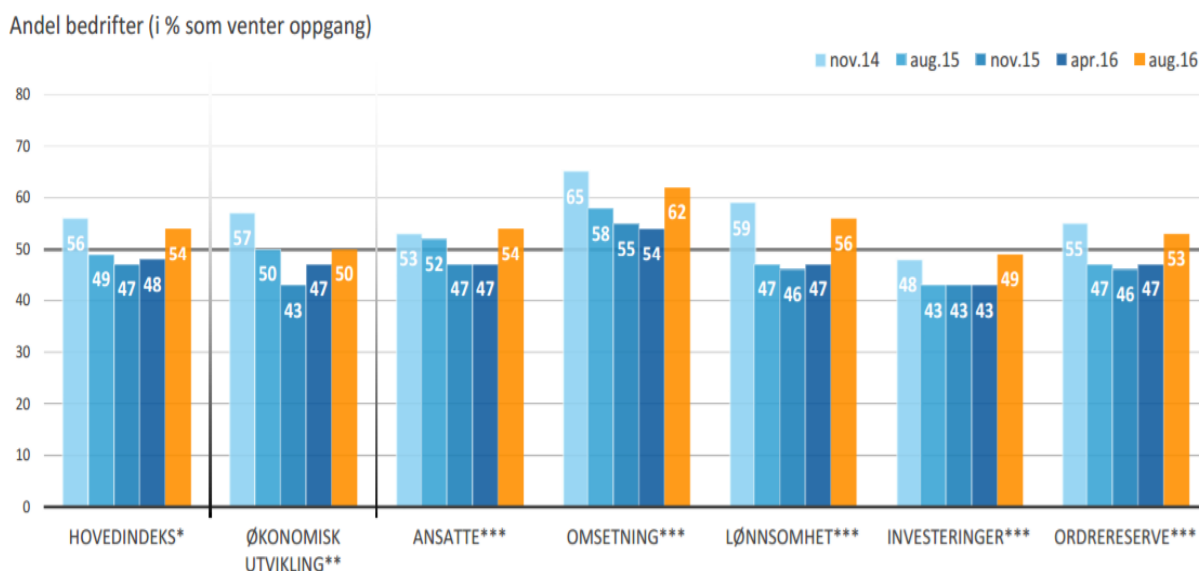
For å gjennomføre en fundamental verdsettelse av SRBANK må vi estimere fremtidige kontantstrømmer. Dette er en utfordrende prosess og verdsettelsen vil alltid være usikker, da det ikke er mulig å predikere nøyaktig hva fremtiden vil bringe. Usikkerhet i våre estimeringer er ikke noe vi kan fjerne helt, men ved å ha flere synspunkter som underbygger våre valg i verdsettelsesprosessen kan vi forhåpentligvis redusere noe av denne usikkerheten. Fem av delindikatorene i SRBANK sitt konjunkturbarometer er basert på forventninger for 12 måneder frem i tid. Vi har dermed tilgang på informasjon om forventninger til omsetning, lønnsomhet, antall årsverk, ordresreserve og investeringer for 2017 i bankens markedsområde - når vi skal verdsette banken ved utgangen av 2016.

---

<sup>2</sup> Kuepper, J. (2016, 15.11). What is the Purchasing Managers' Index (PMI). Hentet fra <https://www.thebalance.com/what-is-the-purchasing-managers-index-pmi-1978996>

Det siste tilgjengelige konjunkturbarometeret per 31.12.16 ble publisert i september 2016, og denne har vi presentert i figur 2 under. På grunnlag av det som er diskutert ovenfor ønsker vi å benytte innsikt fra denne undersøkelsen som et supplement til verdsettelsen av SRBANK.

**Figur 2: Konjunkturbarometeret**



\* Hovedindeks er gjennomsnitt av seks delindikatorer. \*\* Økonomisk utvikling de siste 12 måneder. \*\*\* Forventning neste 12 måneder



Kilde: (SpareBank 1 SR-Bank, 2016b).

Figur 2 viser resultatet av konjunkturbarometeret fra perioden 4 kvartal 2014 til 3 kvartal 2016. Figuren viser fordelingen på de seks spørsmålene (delindikatorene) i bedriftsundersøkelsen og diffusjonsindeksen (hovedindeksen). De oransje stolpediagrammene i viser resultatet fra konjunkturbarometeret per august 2016, og viser således forventninger bedriftene har for de ulike områdene 12 måneder frem i tid (dvs. frem til august 2017). Videre i den strategiske analysen vil vi se nærmere på de forskjellige delindikatorene under økonomiske forhold, hvor vi vil sammenligne tidligere års forventninger med faktisk utvikling i forskjellige makroøkonomiske forhold.

## 4.0 Strategi

I dette kapittelet presenteres den strategiske analysen av SRBANK. Analysen blir nødvendig for å kartlegge bankens eksterne omgivelser og dens posisjon i bank- og finansmarkedet, samt gi en forståelse av bankens interne styrker og svakheter (Reve & Stokke, 1996, s.7). Ved å få et innblikk i hvordan faktorer i omgivelsene påvirker driften av banken og hvilke endringer som ser ut til å inntreffe de neste årene, kan vi oppnå en sterkere posisjon for å predikere mulige utfall for bankens kontantstrømmer fremover. Den strategiske analysen er et viktig element i oppgaven, og skal bidra til estimeringen av fremtidige kontantstrømmer i kapittel 8.

Vi starter den strategiske analysen med en ekstern analyse av selskapet hvor vi benytter PESTEL-rammeverket<sup>3</sup> for å analysere bankens makro-omgivelser, og deretter benyttes Porters femkraftsmodell<sup>4</sup> til å analysere bankens mikro-omgivelser. Deretter følger den interne analysen av selskapet, hvor vi benytter VRIO-rammeverket<sup>5</sup> til å kartlegge bankens styrker og svakheter. I slutten av kapittelet oppsummeres den strategiske analysen i en SWOT-modell<sup>6</sup>, som vil gi et helhetlig bilde av SRBANK sin strategiske posisjon i markedet.

### **4.1 Ekstern analyse**

#### ***4.1.1 PESTEL***

PESTEL-rammeverket er et dynamisk verktøy som vi i hovedsak benytter for å få et innblikk i hvordan viktige makro-faktorer spiller inn på bedriftens potensial for lønnsomhet (Løwendahl, Wenstøp, Fjeldstad, Kvålshaugen, Lunnan, & Viken, 2012, s.230). De seks forholdene som rammeverket består av er; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske (Roos, Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010, s.66). Figur 3 på neste side gir eksempler på noen sentrale makro-faktorer i bedriftens eksterne omgivelser, innenfor hver av de seks forholdene i PESTEL-rammeverket. Det er åpenbart at faktorenes relevans varierer mellom ulike bransjer og at betydningen av dem kan variere i ulike tidsperioder (Roos et al., 2010, s.67). Vi vil derfor tilpasse PESTEL-rammeverket til bank- og finansbransjen for å kunne fokusere på de makro-faktorene som vi mener er viktige for verdsettelsen av SRBANK.

---

<sup>3</sup> Basert på; Johnson, G. & Scholes, K. (2002). *Exploring Corporate Strategy (utg. 6)*. London: Prentice Hall.

<sup>4</sup> Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: The Free Press.

<sup>5</sup> Barney, J. (1991). Firm Resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management, Vol 17(1)*, p.199-120.

<sup>6</sup> Andrews, K. R. (1965). *The Concept of Corporate Strategy*. New York: Dow Jones/Irwin.



Figur 3: PESTEL

Politiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Skattepolitikk, privatiseringspolitikk, valutapolitikk og stabilitet hos myndigheter</li></ul>
Økonomiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sykluser, trender i BNP, rentenivå, inflasjon, valutafluktureringer, disponibel inntekt, energitilgang og energikostnad</li></ul>
Sosiokulturelle forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Demografi, inntektsfordeling, sosial mobilitet, holdninger til arbeid, konsum og utdanningsnivå</li></ul>
Teknologiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Offentlig forskning, fokus på teknologi, nye oppdagelser, teknologioverføring og mislykkede prosjekter</li></ul>
Miljømessige forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Forurensnings- og utslippskvoter, påvirkning på naturen, gjenvinningsmuligheter, ressursmangel, økte energikostnader og kundenes holdninger til miljøvern</li></ul>
Juridiske forhold	<ul style="list-style-type: none"><li>• Monopollovgivning, miljøvernlovgivning, handelsreguleringer og arbeidsreguleringer</li></ul>

Kilde: Roos et al., 2010, s.67

De miljømessige forholdene anses som viktigere for bransjer som utnytter naturressurser som er vanskelige eller umulige å erstatte, og som skaper forurensning ved produksjon. For bank- og finansbransjen ser vi på de miljømessige forholdene som mindre relevante, og vi har derfor valgt å utelate disse fra PESTEL-analysen. Det er på tross av at bank- og finansbransjen også stiller krav til miljøforebyggende tiltak. SRBANK har blant annet et høyt fokus på innkjøp av miljøvennlige løsninger, samt håndtering av teknologisk avfall (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.16). Vi har videre besluttet at vi skal se på de juridiske og politiske forholdene under ett, da vi anser dette som hensiktsmessig.

### Politiske og juridiske forhold

Politiske forhold gjenspeiler i hvilken grad staten og politiske institusjoner har påvirkningskraft over økonomien i et land, mens de juridiske forholdene tar for seg lovgivende og regulerende begrensninger i et marked (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regnér, 2014, s.34-35). Regelverket som banknæringen må forholde seg til er svært omfattende og komplekst. Det siste tilskuddet i kapitaldekningsregelverket for finansnæringen er innføringen av Basel III standarden. Den nylig innførte finansskatten

innebærer at finansnæringen må betale høyere skatt på alminnelig inntekt enn andre næringer i landet. Samtidig er det innført nye skattesatser for kapitalgevinster som forbrukerne må forholde seg til. De politiske og juridiske forholdene som vi har valgt å fokusere på er derfor Basel III standarden og nylige endringer i skattepolitikken.

### BASEL III

Kravene i Basel III standarden skal være med på å styrke finansforetakenes evne til å tåle uventede tap (Finanstilsynet, 2016, 14.10.). Kravene i Basel III skal gradvis innføres over en lengre periode, fra 2013 til 2019. Fullvirkning av de nye kravene trer dermed ikke i kraft før i januar 2019 (Regjeringen, 2017, 20.04). Kravene deles inn i tre steg (pilar 1, 2 og 3). Pilar 1 handler om hvilke målemetoder som skal benyttes for å beregne risikovektet volum, og stiller krav til finansforetakenes kapital. I korte trekk innebærer dette krav til ansvarlig kapital, kapitalbuffer, uvektet kjernekapitaldekning og likviditet. Pilar 2 handler om foretakenes ansvar for å holde kapital med andre risikoer enn de som inngår i Pilar 1. Det siste steget, Pilar 3, handler om bankens krav om å offentliggjøre opplysninger som gir interessenter muligheten til å vurdere bankens kapitalstyring og risikoprofil (SpareBank 1 SR-Bank, 2016c, s.4).

**Tabell 2: Kapitaldekningskrav**

	Alle foretak	Systemviktige foretak
Minstekrav til ren kjernekapital	4,50 %	4,50 %
<i>Buffere:</i>		
Bevaringsbuffer	2,50 %	2,50 %
Systemrisikobuffer	3 %	3 %
Motsyklisk buffer	1,5 %*	1,5 %*
Buffer for systemviktige institusjoner	0	2 %
Samlet krav til ren kjernekapitaldekning	11,50 %	13,50 %
Krav til kjernekapitaldekning (Tier 1)	13 %	15 %
Krav til kapitaldekning	15 %	17 %
Krav til uvektet kjernekapitaldekning (fra og med juni 2017)	3% 5 % for banker	6 %

Kilde: (Finanstilsynet, 2017b, 17.04.).

Tabell 2 gir en oversikt over kapitaldekningskravene som var gjeldende per april 2017. Motsyklisk kapitalbuffer\* fastsettes vært kvartal og publiseres av Finansdepartementet (Finanstilsynet, 2017b, 17.04.). Den motsyklisk kapitalbufferen skal øke fra 1,5% til 2% fra og med 31. Desember 2017 (Regjeringen, 2017, 16.03.). Dette vil øke krav til ren kjernekapital til 12 %, krav til kjernekapitaldekning til 13,5 % og krav til kapitaldekning til 15,5 % ved inngangen av 2018. Systemviktige institusjoner har i tillegg har en buffer på 2%, som til sammen gir høyere krav (se tabell 2). SRBANK er ikke betegnet som en systemviktig bank, men Finanstilsynet har likevel pålagt dem et tillegg på 2 % i forbindelse med Pilar 2, dette var gjeldende fra 31.12.2016 (SpareBank 1 SR-Bank, 2017c, s.11). Fra og med Juni 2017 vil det komme et nytt minstekravkrav, som kalles uvektet kjernekapitaldekning («leverage ratio»). Minstekravet her 3% for alle finansforetak, og for banker vil det i tillegg komme et krav på 2%, slik at uvektet kjernekapitaldekning blir på 5 % (Regjeringen, 2016, 20.12.).

### SKATTEPOLITIKK

Den norske stat deltar aktivt i beskatning av norske selskaper, med særegne vilkår for finansnæringen. I 2017 ble finansskatten innført og denne deles hovedsakelig inn i to elementer. Det første elementet er at beskatningen av finanssektoren er satt til 25 %, mens andre næringer har fått denne skattesatsen redusert til 24 %. Det andre elementet er at lønnsgrunnlaget i finanssektoren har fått en ekstraskatt på 5 % (Finans Norge, 2016b, 06.10.). Dette kan være en ulempe for finansnæringen ved at det vil bli dyrere for dem å ha ansatte hos seg, i forbindelse med økte avgifter ved utbetaling av lønn (Finans Norge, 2016c, 06.10.).

I 2016 ble det vedtatt endringer i beskatning av kapitalgevinster for privatpersoner. Før ble utbytte på aksjer, gevinster ved salg av aksjer/aksjefond og renteinntekter fra bankinnskudd beskattet likt med en sats på 27 %. Etter skatteskjerpelsen er det nå en forskjell i skattesats på disse kapitalgevinstene, som kan påvirke hvordan investorer kjøper og selger aksjer i det norske markedet (Bergo, 2016, 15.02.). Skatteskjerpelsen innebærer at renter på bankinnskudd nå beskattes med 25 %, mens skattesatsen ved utbytte på aksjer og gevinster fra salg av aksjer/aksjefond er 28,75 %. Samtidig har nåværende regjering planer om en ytterligere endring i beskatning av kapitalgevinster, hvor de ser for seg at i 2018 vil renter på bankinnskudd få en redusert skattesats tilsvarende 22 %, mens de andre kapitalgevinstene vil få en ytterligere økning i skattesatsen tilsvarende 32 % (Bergo, 2016, 15.02.).

En betydelig faktor ved denne skatteskjerpelsen er at skattesatsen ved *investeringer i aksjefond via en fondskonto* vil være den samme som ved renteinntekter fra bankkonto. En mulig reaksjon på dette er at privatpersoner velger å investere i aksjer i en fondskonto istedenfor å handle de samme aksjene direkte på børsen. På denne måten kan de altså redusere beskatningen av en eventuell gevinst. Nedsiden av å investere i aksjer gjennom fondskonto, er at bankene kan kreve gebyrer for administrasjon av kontoen (Bergo, 2016, 15.02.).

### **Økonomiske forhold**

De økonomiske forholdene er relatert til hvordan endringer i makroøkonomiske faktorer kan påvirke driften og lønnsomheten til SRBANK. Viktige faktorer som vi skal se nærmere på i denne sammenheng er *arbeidsledighet, BNP, inflasjon og rentenivå*. I analysen av de økonomiske forholdene benyttes SRBANK sitt konjunkturbarometer som et supplement. Forventninger til de økonomiske forholdene vil ha konsekvenser for hvordan vi velger å estimere utviklingen i bankens fremtidige kontantstrømmer.

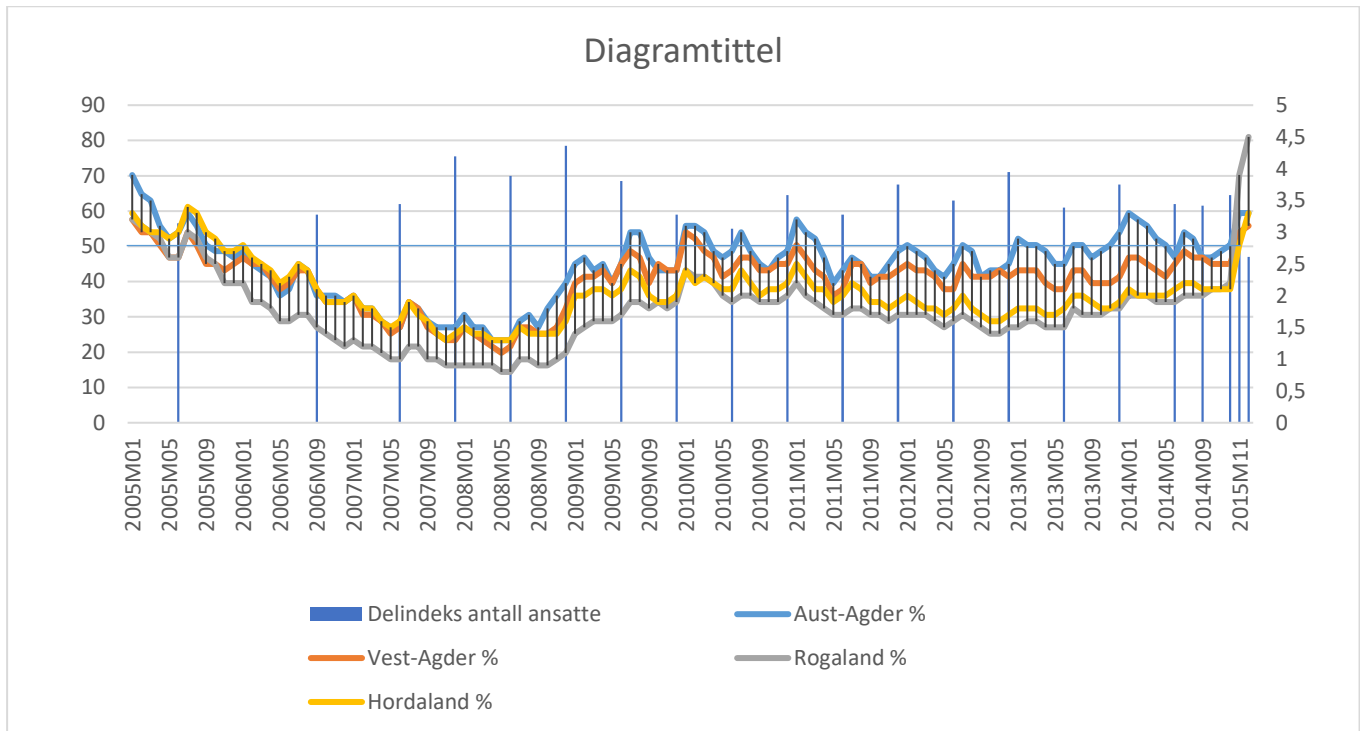
Konjunkturbarometer-rapporten for tredje kvartal 2016 var den siste publiserte rapporten per 31.12.16, og det er derfor denne vi vil ta utgangspunkt i. Resultatene fra rapporten er blant annet at oljeprisen dempes av høy produksjon, det er lav/moderat vekst i verdensøkonomien, norsk økonomi er på bedringens vei og det ser ut til at bunnen er nådd. Hovedkonklusjonen fra rapporten er at bedriftene i Rogaland, Hordaland og Agder-fylkene for første gang etter oljekrisen er optimistiske med tanke på fremtiden. Flesteparten av respondentene i undersøkelsen har tro på positiv utvikling i omsetning og lønnsomhet, samtidig som arbeidsledigheten har gått ned (SpareBank 1 SR-Bank, 2016b). Fra figur 2 (s. 9, kapittel 3) ser vi at diffusjonsindeksen fikk et løft i løpet av 2016; den økte fra 48 ved andre kvartal 2016 til 54 ved tredje kvartal 2016. Oppgangen er bredt basert da alle delindeksene har steget i perioden (SpareBank 1 SR-Bank, 2016b).

### ARBEIDSLEDIGHET

Når etterspørselen for arbeidskraft i et område er høyere enn tilbudet, øker arbeidsledigheten. Figur 4 på neste side viser den kvartalsvise delindeksen for antall ansatte (stolpediagram) og er representert med aksene på venstre side. Indeksen viser resultatet av forventninger til antall ansatte blant bedrifter i Rogaland, Hordaland og Agder. Arbeidsledigheten er oppgitt i prosent og er representert med aksene på høyre side. Grafene for arbeidsledighet fordeler seg på de fire fylkene og angir den registrerte arbeidsledigheten for personer mellom 15-75 år.

Ettersom delindeksen viser forventninger 12 måneder frem i tid, er grafene for arbeidsledighet forskjøvet 12 måneder frem i figur 4. Det vil si at mai 2005 (2005M05) i figuren, viser resultatet av delindeksen per mai 2005, mens den viser den registrerte arbeidsledigheten i mai 2006.

Figur 4: (2004-2016)



Kilde: SSB (2017, 29.05.).

Figur 4 viser at Rogaland har hatt den laveste arbeidsledigheten av de fire fylkene over lang tid (2005-2014), men de siste årene etter oljekrisen har arbeidsledigheten steget kraftig. Dette har sammenheng med at Rogaland er svært konsentrert rundt oljerelatert virksomhet, og at oljeprisfallet derfor har rammet dette fylket hardere. Ved utgangen av 2015 hadde Rogaland den høyeste arbeidsledigheten av de fire fylkene i bankens markedsområde. Vedlegg 1 viser at delindeksen for antall ansatte har vært positiv (over 50) gjennom hele perioden fra andre kvartal 2004 til tredje kvartal 2015. Fjerde kvartal 2015 ble bedriftenes forventning til antall ansatte negativ (47), dette har en naturlig sammenheng med oljeprisfallet i 2014. Ledigheten i de fire fylkene var på det høyeste i fjerde kvartal 2016 (12mnd etter den negative målingen i 2015), hvor Rogaland hadde en ledighet på hele 4,5 %, Hordaland på 3,3 %, Vest-Agder 3,1 % og Aust-Agder 3,3 %.

For å sjekke hvordan samvariasjonen mellom delindeksen og arbeidsledigheten har vært i perioden har vi valgt å sjekke korrelasjonen mellom dem. Korrelasjon er et standardisert mål som betyr at den, i motsetning til kovarians, er uavhengig av variablenes benevning (Wilhelmsen, 2010, 24.11.). Etersom delindeksen og arbeidsledighetsraten er av ulike benevninger (to tallstørrelser av ulik karakter) kan vi derfor benytte korrelasjon til å finne samvariasjonen mellom disse variablene. Korrelasjonen vil være et tall mellom 1 og -1, hvor en korrelasjonskoeffisient på 1 indikerer perfekt positiv samvariasjon og en korrelasjonskoeffisient på -1 indikerer det motsatte. En positiv korrelasjon mellom variablene vil si at de varierer i takt, mens en negativ korrelasjon vil si at arbeidsledighetsraten svinger en annen vei enn delindeksen for antall ansatte (Wilhelmsen, 2010, 24.11.). Vi tok utgangspunkt i delindeksen sin korrelasjon med arbeidsledighetsraten i Rogaland, ettersom bankens kjerneområde er i dette fylket. Vi ønsker å se om det finnes en negativ korrelasjon mellom disse to variablene.

**Tabell 3: Korrelasjon delindeks og arbeidsledighetsrate**

	<i><b>Delindeks antall ansatte</b></i>	<i><b>Arbeidsledighet % Rogaland</b></i>
<b>Delindeks antall ansatte</b>	1	
<b>Arbeidsledighet % Rogaland</b>	<b>-0,783722421</b>	1

I tabell 3 viser resultatet av korrelasjonen som er negativ på hele **-0,7837**. Dette viser til en sterk negativ korrelasjon. Det er viktig å ta i betraktning at korrelasjonen ikke er et bevis på at det foreligger en årsakssammenheng mellom de to variablene, og at den kun er et numerisk mål på hvorvidt noe samvarierer (Wilhelmsen, 2010, 24.11.). Det er i tillegg viktig å ta i betraktning at dette kan gå motsatt vei. For eksempel kan det tenkes at endringer i nivå på sysselsetting vil kunne påvirke bedriftenes forventninger til de kommende 12 månedene.

Fra figur 2 (s.9, kapittel 3) ser vi at delindeksen for antall ansatte har steget fra et negativt nivå på 47 % i fjerde kvartal 2015 til et nivå på 54 % i tredje kvartal 2016. Med utgangspunkt i at bedriftenes forventninger til antall ansatte har økt, forventer vi en positiv utvikling i sysselsetting i bankens markedsområde de neste 12 månedene. Dette tilsier at arbeidsledigheten vil reduseres i 2017.

## BNP

Bruttonasjonalprodukt (BNP) viser verdien av alt som produseres i et land i en viss periode. Norsk BNP måler den økonomiske aktiviteten i Norge og beregnes i nasjonalregnskapet. På denne måten er det et uttrykk for den økonomiske merverdien som skapes ved produksjon av varer og tjenester. Det har vært en moderat vekst i det norske aktivitetsnivået siden 2010 og BNP veksten i Norge var 1,1 % i 2016 (SSB, 2017, 23.05.). SRBANK skriver i sin årsrapport fra 2016 at veksten i norsk økonomi forventes å være lav i årene fremover. Dette er på grunnlag av at oljeselskapene og deres leverandører har måttet tilpasse seg ved å redusere kostnader og rasjonalisere driften, som har resultert i et lavere aktivitetsnivå for denne bransjen. Eksportnæringen har samtidig opplevd fremgang i aktivitetsnivået som følge av svekkelsen av den norske kronen, mens veksten i aktiviteter innen varehandel og bygg forventes å fortsatt være moderat i de kommende årene (SpareBank 1 SR-Bank, 2016d, s.55). Konjunkturbarometeret for september 2016 (se figur 2, s.9, kapittel 3) viser en økning i optimisme fra næringslivet til investeringer de neste 12 månedene. Delindeksen for investeringer viser 49 % i tredje kvartal 2016 mot 43 % et år tidligere. Ut ifra det som er diskutert forventer vi en fortsatt moderat vekst i BNP de nærmeste årene.

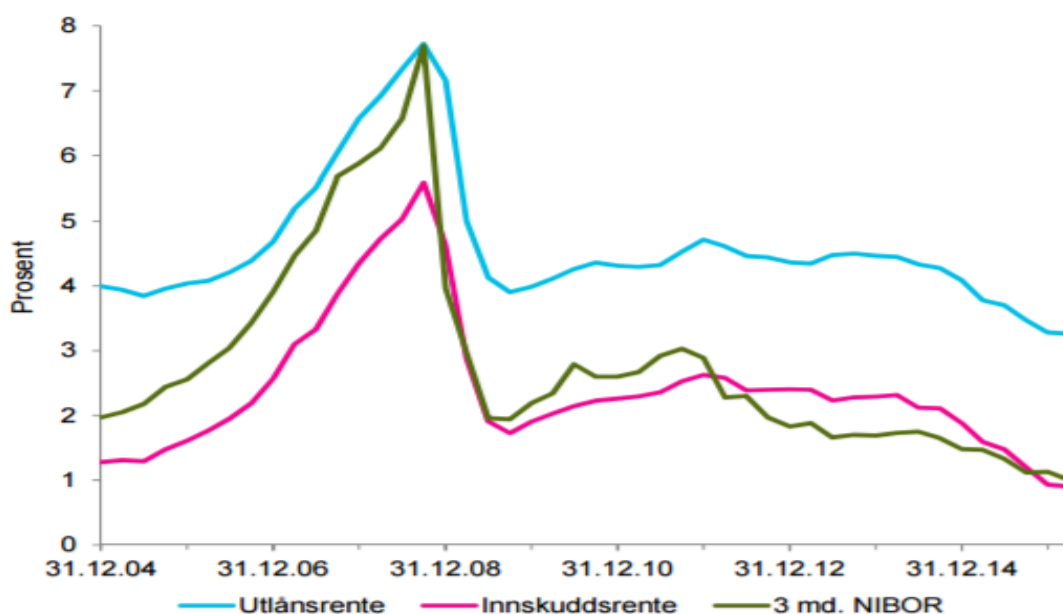
## INFLASJON

Inflasjon blir som regel målt ved den prosentvise veksten i konsumprisindeksen (KPI). Inflasjon kan defineres som et fall i verdien av penger, det vil si at man får mindre varer enn før for en gitt pengesum. De fleste land har en pengepolitikk som skal forsøke å stimulere tilnærmet full sysselsetting, men samtidig passe på at en unngår en høy inflasjon (Bodie et al., 2014, s.561-562). Det overordnede målet for den norske pengepolitikken er å holde en lav og stabil inflasjon over tid, og det overordnede inflasjonsmålet er satt til 2,5 % (Norges Bank, 2016a, s.26). Inflasjonen i Norge har hatt en merkbar vekst de seneste årene. En av årsakene til prisveksten var svekkelsen av den norske kronen frem til begynnelsen av 2016. Tolvmåneders veksten for inflasjon var så høy som 4,4 % i juli 2016. I etterkant har inflasjonen gradvis blitt redusert, men den er fortsatt høyere enn inflasjonsmålet (Norges Bank, 2016a, s.19). Det er forventet at inflasjonen fremover vil reduseres ytterligere, dette er blant annet på grunnlag av at Norges Bank prognostiserer at styringsrenten skal øke i tiden fremover (se vedlegg 2). En økning av styringsrenten vil bidra til stabilisering av inflasjonen, og er rettet mot inflasjonsmålet på 2,5 % (Norges Bank, 2016a, s.6).

## RENTENIVÅ

Styringsrenten er sentralbankens viktigste virkemiddel i den norske pengepolitikken, og skal bidra til å styrke økonomien i landet. Styringsrenten i Norge har blitt redusert de siste årene, den har blitt redusert fra om lag 1,5 % i 2014 til 0,5 % i 2016 (se vedlegg 2). Endringer i styringsrenten har en sterk påvirkningskraft på bankenes utlåns- og innskuddsrenter (Norges Bank, u.å.b). Figur 5 viser utviklingen i gjennomsnittlig utlåns- og innskuddsrente sammen med utviklingen i 3 mnd. NIBOR per 31. desember i perioden 2010-2015. Norwegian Interbank Offered rate (NIBOR) reflekterer pengemarkedsrenter og gir uttrykk for hva bankene må betale i renter for et usikret lån i en annen bank (finansieringskostnader).

Figur 5: Gjennomsnittlig innskudds- og utlånsrente, og 3 mnd. NIBOR (2010-2015)



Kilde: Finanstilsynet, 2016, s.17

Som vi ser ut ifra grafene i figur 5 har alle de tre rentene hatt en synkende trend de siste årene. Utlånsrenten har gått betraktelig ned siden utgangen av 2013. Noen årsaker til det er reduserte risikopåslag på verdipapirfinansiering, synkende markedsrenter, samt en kraftig konkurranse i bankmarkedet. De siste årene har også bankenes innskuddsmarginer forbedret seg noe, som følger av at innskuddsrenten har blitt kraftigere redusert enn både NIBOR og utlånsrenten. Rentene på mange typer innskuddskontoer nærmer seg nå null, og dette kan gjøre det utfordrende for bankene å senke innskuddsrenten ytterligere, i tillegg er boliglånsrentene på et historisk lavt nivå (Finanstilsynet, 2016, s.17). Som tidligere nevnt forventes det at



styringsrenten vil stige de kommende årene, og dette taler for at både NIBOR, innskudds- og utlånsrenter vil stabilisere seg på et noe høyere nivå i årene som kommer.

### Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold er definert som trender i samfunnet knyttet til blant annet demografi, inntektsfordeling, utdanningsnivå og konsum i bedriftens eksterne omgivelser (Roos et al., 2010, s.67). Hvordan samfunnet utvikler seg over tid med tanke på endringer i størrelsen på befolkningen og deres nivå på konsumering av varer og tjenester, vil ha en innvirkning på selskapers drift og lønnsomhet.

SSB har predikert en befolkningsvekst i alle de fire fylkene i SRBANK sitt markedsområde, se tabell 4. I perioden 2016- 2040 er det predikert en befolkningsvekst på 26 % i både Rogaland og Vest-Agder, 23 % i Hordaland og 25 % i Aust-Agder (SSB, 2016a, s.40).

Tabell 4: Befolkningsprognose 2016-2040

	Folkemengde 2016	Vekst 2007-16	Folkemengde 2040	Vekst 2016-40
<b>Aust-Agder</b>	116 000	11 %	145 000	25 %
<b>Vest-Agder</b>	183 000	12 %	231 000	26 %
<b>Rogaland</b>	470 000	16 %	592 000	26 %
<b>Hordaland</b>	516 000	13 %	638 000	23 %
<b>Totalt:</b>	1 285 000		1 606 000	

Kilde: (SSB, 2016a, s.40)

På landsbasis er det samtidig forventet en svak økning i husholdningenes konsum i tiden fremover. Husholdningenes konsum har økt relativt lite i 2015 og 2016, til tross for høy boligprisvekst og rentenedgang. Konsumveksten bestemmes i hovedsak av tre faktorer i husholdningen; inntekt, renter og formue (SSB, 2016b, s.22). SSB predikerer en konsumvekst på 2 % i 2017 og 2,5 % i de neste to årene. Forventet konsumvekst er dermed relativt svak, til sammenligning var konsumveksten før finanskrisen i 2008 på 5,5 % (SSB, 2016b, s.22).

### Teknologiske forhold

Den teknologiske utviklingen er i stadig endring, og bankene er nødt til å møte kundenes forventninger til ny teknologi for å kunne drive videre. Det er stadig flere nordmenn som

bruker de selvbetjente løsningene mobil- og nettbank, som gjør det enklere for bankens kunder å overføre penger, betale regninger, samt sjekke saldo. Dette har ført til at mye av det som tidligere var vanlig rutinearbeid i bankene ikke er nødvendig lengre. Bankene investerer stadig i nye teknologiske løsninger som skal gjøre det enklere for kunden, og som samtidig skal være med på å effektivisere driften. I nyere tid har det spesielt blitt fokusert mye på bankroboter og Blockchain. Bankrobotene tar over mye av arbeidet som i dag gjøres av kundeservice, det vil si å hjelpe kundene med ulike henvendelser. SRBANK har allerede testet ut en av disse bankrobotene i sin drift, og hvis pilotprosjektet lykkes har de forhåndskjøpt tre bankroboter som de raskt kan sette i arbeid (Tobiassen, 2015, 29.11.). Blockchain gjør at overføringer med digitale pengetransaksjoner godkjennes direkte, og fjerner unødvendige tregheter. Blockchain skal hovedsakelig brukes på områder som aksjehandel, utenlandsbetalinger, betalinger i sanntid og verdipapirvirksomhet (Bakken & Johanssen, 2017, 21.03.). I tiden fremover forventes det at utviklingen i ny teknologi vil fortsette i høyt tempo i bank- og finansbransjen, og vi forventer at robotiseringen av driften blir større. Den teknologiske utviklingen kan også skape utfordringer for banken da det er risiko for at datasikkerheten ikke er bra nokk, og at personopplysninger kommer på avveie. Dette kan gi uheldige konsekvenser som økonomiske sanksjoner og tapt av omdømme.

### **Oppsummering av PESTEL-analysen**

Analysen avdekket at banknæringen vil møte strengere krav i Basel III standarden i tiden fremover, samtidig som næringen vil påvirkes av endringer i skattepolitikken. De nye kravene i Basel III standarden er med på å øke SRBANK sin soliditet og likviditet, som igjen kan være med på å tiltrekke nye kunder og øke markedsandeler. De nye kravene kan utgjøre en trussel for SRBANK dersom de ikke møter kravene innenfor tidsfristen, samtidig vil de føre til høyere kostnader for bankens finansiering. Vi forventer at den nylig innførte skatteskjerpelsen for kapitalgevinster vil gi en økning i antall aksje- og fondskontoer i banker og finansforetak. Dette anses som en mulighet for SRBANK til å øke sin andel innskudd fra kunder. Ettersom prediksjonen for 2018 er en enda lavere beskatning på kapitalgevinster, kan denne økningen forventes å styrkes fra og med 2018. Dette gjør at aksje- og fondskontoer blir en viktig satsning for bankene i tiden fremover.

Under økonomiske forhold er det forventet en bedring i den generelle økonomien. Etter de siste års nedgangstider, ser nå trenden ut til å snu. Nedgang i arbeidsledigheten fra og med 2017 vil være positivt for banken, på grunn av at flere folk i arbeid reduserer risikoen for

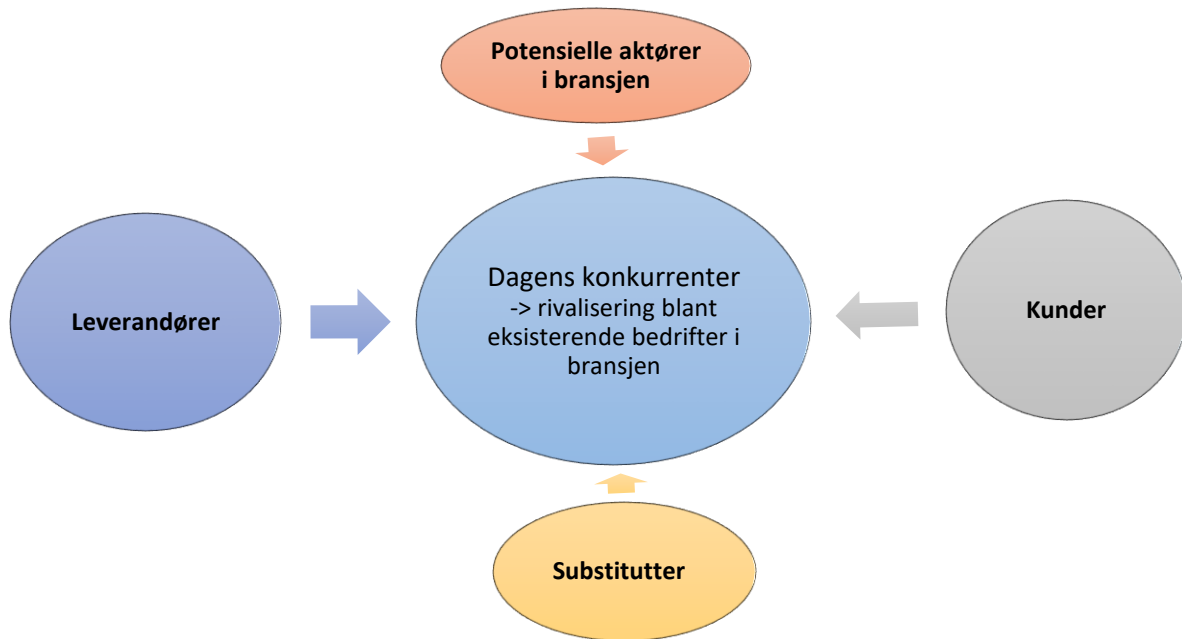
utlånstap i bankens portefølje både fra privatpersoner og næringslivet. Den forventede befolkningsøkningen i regionene Rogaland, Hordaland og Agder-fylkene bidrar til at SRBANK vil få flere potensielle kunder. Flere personer i regionene vil sannsynligvis føre til en økning av etterspørselen etter varer og tjenester, som igjen vil ha et positivt utslag på økonomisk vekst i regionen. Dette kan føre til at flere bedrifter velger å investere i nye prosjekter, som kan realiseres gjennom lån fra bankene i regionen. En annen fordel ved økt befolkningsvekst er at etterspørselen av boliglån kan øke, som kan være med på å styrke bankens utlånsportefølje.

Analysen av de teknologiske forholdene avdekket at kunder har blitt mer uavhengige de siste årene, og de fleste har gått over til å bruke selvbetjeningstjenester. Den teknologiske utviklingen bidrar til at driften av bankene blir mer effektivisert, og vi mener at både bankroboter og Blockchain vil kunne senke kostnader og øke inntjeningen til banken. Fremover er det viktig at SRBANK holder tritt med den teknologiske utviklingen, for å gi kundene den beste kundeopplevelsen gjennom enkle og lett tilgjengelige løsninger. Samtidig er det viktig at SRBANK har gode rutiner på datasikkerhet, for å unngå uheldige konsekvenser.

#### ***4.1.2 Porters femkraftsmodell***

En svakhet med PESTEL-analysen er at forholdene som analyseres er i stadig endring. Det gjør det vanskelig å benytte resultater fra denne analysen alene til å vurdere forhold langt frem i tid. For å kunne verdsette SRBANK må derfor PESTEL-analysen ses i sammenheng med en konkurranseanalyse, som gjør det mulig å se hvilke fordeler og ulemper banken har i forhold til sine konkurrenter.

Figur 6: Porters fem konkurransekrefter



Kilde: Porter (1980), basert på (Roos et al., 2010, s.87)

Porters femkraftsmodell identifiserer konkurransearenaens mest betydningsfulle aktører, og hvilken trussel disse aktørene utgjør for verdiskapingspotensialet til den aktuelle bedriften (Løwendahl et al., 2012, s.198). Formålet med analysen er å vurdere konkurranseintensiteten og attraktiviteten til bank- og finansbransjen, samt å identifisere SRBANK sin posisjon i markedet. De fem kreftene Michael Porter (1980) mener har størst innvirkning på konkurranseintensiteten og attraktiviteten i en bransje er (Løwendahl et al., 2012, s.197);

1. Kundens forhandlingsstyrke
2. Leverandørers forhandlingsstyrke
3. Etableringstrusler fra inntrengere
4. Trusler fra substitutter
5. Rivalisering mellom eksisterende bedrifter i bransjen

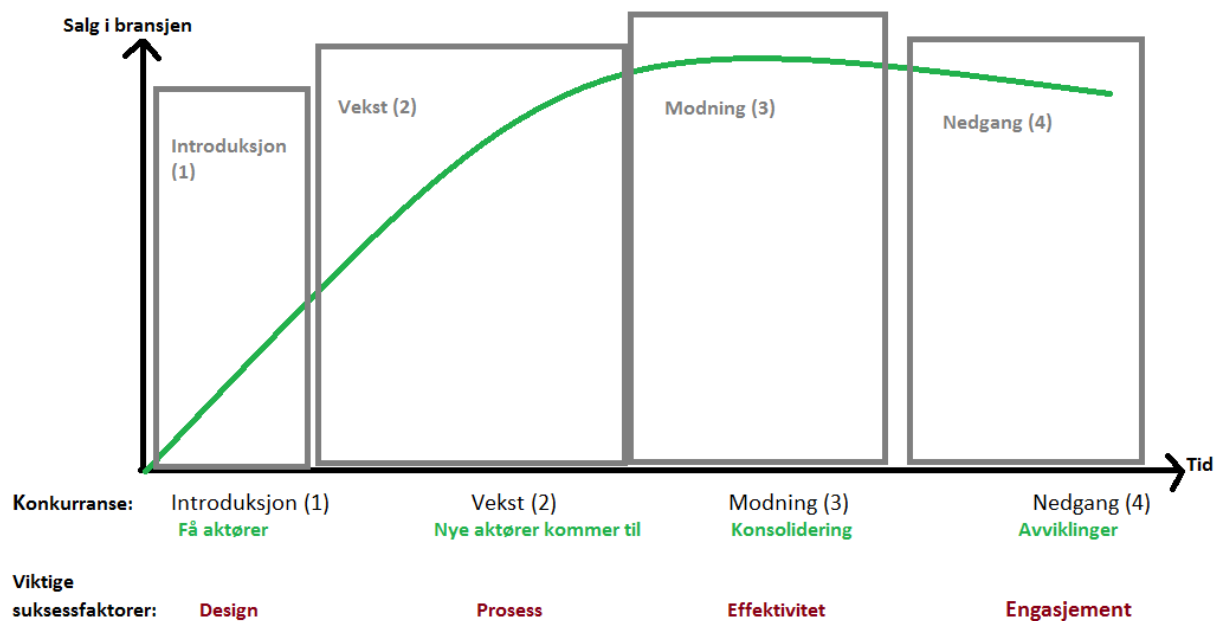
Som vi ser fra figur 6 på forrige side spiller de fire øverste kreftene inn på hvordan rivaliseringen blir mellom de eksisterende konkurrentene i markedet. Konkurransanalysen kan deles inn i tre trinn; (1) identifisere konkurransearenaen og dens verdipotensial, (2) analysere egen og andre aktørers posisjon og (3) vurdere trusler og muligheter (Løwendahl et al., 2012, s.199).

### **Trinn 1: Identifisering av konkurransearenaen og dens verdipotensial**

Bank- og finanssektoren er konkurransearenaen som SRBANK opererer i, og deres mest betydningsfulle konkurrenter er finansinstitusjoner i deres markedsområde. DNB, Nordea, Handelsbanken, Danske Bank og lokale sparebanker anses som SRBANK sine primære konkurrenter (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.10).

For å identifisere potensialet for lønnsomhet og vekst på konkurransearenaen, skal vi først se på bransjens livssyklus (se figur 7 på neste side). De fire fasene av bransjens livssyklus er introduksjon, vekst, modning og nedgang. Konsolidering mellom bedriftene har vært vanlig for bank- og finansbransjen de seneste årene, hvor flere bedrifter slår seg sammen og skaper allianser. I modningsfasen erstattes gammel etterspørsel med ny, gjennom at kundene etterspør nye produkter. Videre er det vanlig at bransjer som er i modningsfasen blir utfordret av nye aktører som tilbyr overlegne teknologiske substitutter (Koller, Copeland, Wessels, Goedhart, Murrin, & Mckinsey & Company, 2010, s.60). Bank- og finansbransjen kan karakteriseres som en bransje i modningsfasen, ettersom de fleste har et kundeforhold i en eller flere finansinstitusjoner og det er en relativt stabil vekst i markedet. Figur 7 på neste side illustrer at salg i bransjen flater ut i modningsfasen og at en viktig suksessfaktor her er å effektivisere driften. For SRBANK ligger derfor verdipotensialet i hvor mange kunder de klarer å tiltrekke seg, hvor mye de klarer å effektivisere driften og hvor nyskapende de klarer å være i forhold til sine konkurrenter.

Figur 7: Bransjens livssyklus



Kilde: Koller et al., 2010, s.60.

## Trinn 2: Analyse av egen og andre aktørers posisjon

Her skal vi gjennomgå de fire kreftene som spiller inn på konkurranseintensiteten og attraktiviteten i bank- og finansbransjen.

### KUNDERS FORHANDLINGSSTYRKE

Ved å analysere kundene på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor sterk forhandlingsmakten til kundene er. De viktigste indikatorene på at kunder har høy forhandlingsmakt er; få kunder i forhold til bedrifter, det eksisterer små byttekostnader og liten grad av produkt differensiering, kundene har mulighet til å integrere seg bakover og kundene har god kunnskap om produktene på konkurransearenaen (Løwendahl et al., 2012, s. 213).

Tjenestene og produktene som bankene tilbyr preges av høy grad av sammenlignbarhet og lav differensiering. Kundene har i tillegg ofte gode kunnskaper om de ulike produktene og tjenestene som tilbys hos de ulike bankene, blant annet har finansportalen.no gjort det lettere for personer å finne informasjon. Kundenes forhandlingsmakt anses derfor å være høy når det kommer til valg av aktør, siden de kan få så å si det samme produktet eller tjenesten hos flere

ulike banker. Samtidig har stadig flere husholdninger en høy gjeld i forhold til inntekt, og gjeldsbelastningen til norske husholdninger er på historiske høye nivåer (Finanstilsynet, 2016, s.3). Det er derfor sannsynlig at kundene har en høy prissensitivitet overfor sine lånerenter, som medfører at kundene vil sammenligne lånebetingelser hos forskjellige banker for å kunne oppnå en lavere rente. Byttekostnadene ved å flytte over fra en bank til en annen er som oftest knyttet til etablerings- og årsgebyr. I tillegg kommer andre byttekostnader som tiden de må bruke på å bytte fra en bank til en annen. For eksempel den tiden kundene må bruke på å sette seg inn i nye systemer for nett- og mobilbank, samt signering av nye kontoer. De fysiske byttekostnadene for å bytte bank betrakter vi som lave, og det som ofte stopper kunder fra å bytte bank er den ekstra tiden de må bruke. Lav grad av differensiering, høy prissensitivitet og lave byttekostnader taler for at kundene har en høy forhandlingsmakt.

For å hindre at kundene bytter bank, har mange banker innført et fordelsprogram, ofte kalt total- eller helkunde. Hensikten ved fordelsprogrammet er at kundene får noen fordeler ved å samle alle sine finansielle behov i en og samme bank. Dette kan bidra til høyere kundelojalitet, som igjen reduserer forhandlingsmakten til kundene. Samtidig har kommunikasjonen mellom bank og kunden endret seg de siste årene, fra å være personlig til nå å gå gjennom digitale kanaler. Hverdagslige ting har for det meste blitt overlatt til nettbank- og mobilbanktjenester. Lavere grad av kommunikasjon mellom bank og kunde kan føre til lavere lojalitet hos kundene, som kan føre til at terskelen for å bytte bank blir lav.

Vi anser byttekostnadene i bankmarkedet som relativt små, og dersom kundene tar seg tid til å sjekke hvor de får de beste rentebetingelsene vil terskelen for å bytte bank være lav. Selv om det finnes fordelsprogrammer som skal hindre at kundene bytter bank, tror vi likevel at kundene har en høy forhandlingsmakt. Dette skyldes kombinasjonen av lave byttekostnader, lav differensiering mellom bankene, samt kundenes kjennskap til bankenes produkter og tjenester.

### LEVERANDØRENE'S FORHANDLINGSSTYRKE

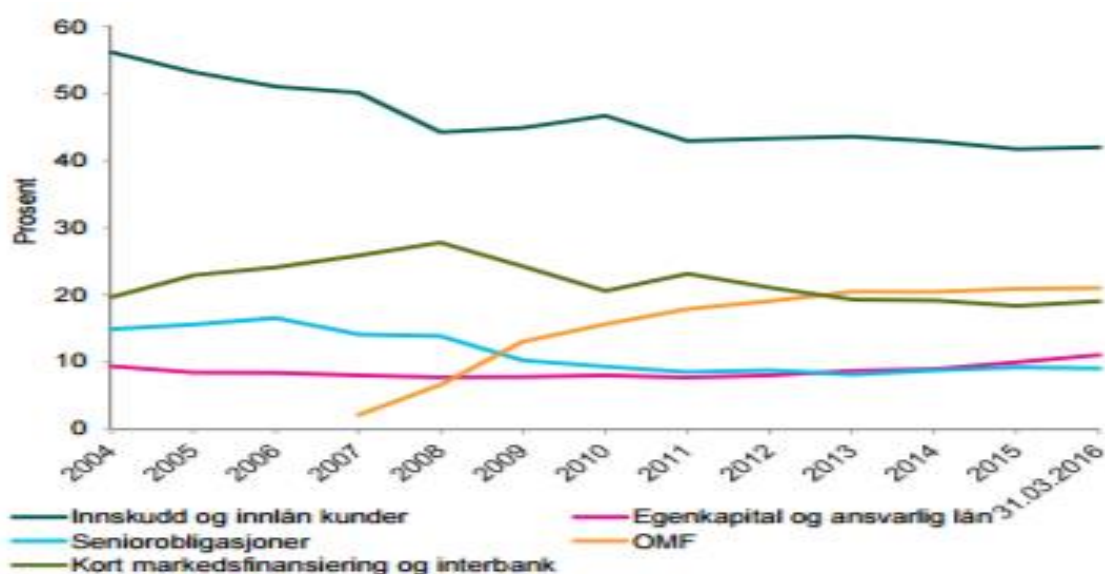
Formålet her er å kartlegge hvor sterk forhandlingsmakten til leverandørene er, og hvordan den påvirker lønnsomheten i bransjen. I en bransje er det vanligvis mange leverandører, og derfor er det viktig å fokusere på kjerneområdene når vi skal analysere bransjens eksponering

for leverandørers forhandlingsmakt. Vi anser leverandører av kapital, humankapital (bankens ansatte) og IKT-tjenester som de viktigste leverandørene i bank- og finansbransjen.

### Leverandører av kapital

Finansieringskildene til bankene er mange og ulike, men de viktigste er innskudd fra kunder og ulike typer markedsfinansiering (Hoff, 2011, s.23). I figur 8 vises utviklingen i forskjellige typer finansieringskilder for banker i perioden 2004-2016.

Figur 8: Utviklingen i finansieringskilder banker, prosent av total finansiering



Kilde: Finanstilsynet, 2016, s.25

Figur 8 viser at innskudd fra kunder har vært en stabil finansieringskilde over tid. I hele perioden har minst 40 % av den totale finansieringen til banker bestått av innskudd fra kunder. Dette tyder på at finansiering via innskudd fra kunder til og med har vært stabil i perioder med finansiell uro i markedene. Dette kan blant annet skyldes at kunders innskudd i banken er dekket av den norske innskuddsgarantien på opptil 2 millioner per kunde (Finanstilsynet, 2016, s.24).

Norske bankers markedsfinansiering økte markant fra 2007, og en årsak til dette var at de da fikk muligheten til å utstede OMF (obligasjoner med fortrinnsrett) gjennom kredittforetak. Bankenes markedsfinansiering (OMF 20 %+ seniorobligasjoner 10 % + kort markedsfinansiering inkludert interbank 20 %) har vært stabil på rundt 50 % av den totale finansieringen i perioden 2011-2016, jf. figur 8. Hovedgrunnen til at markedsfinansieringen



har vært høyere enn finansiering via innskudd fra kunder er at det har blitt mindre attraktivt med kundeinnskudd, ettersom veksten i utlånsrenter har vært større enn veksten i innskuddsrenter (Finanstilsynet, 2016, s.24). De resterende 10 prosentene av den totale finansieringen i perioden har vært egenkapitalfinansiering, som er den dyreste finansieringskilden. Finansieringsstrukturen reflekterer at banker og finansforetak har en høy gjeldsgrad, da den minste delen av finansieringen kommer fra egenkapitalen. I og med at kundeinnskudd er en billigere finansieringsmåte er det ønskelig fra bankbransjens side å øke andelen kundeinnskudd. Norske banker plasserer store mengder av sine verdipapirer i Norges Bank for å sikre låneadgang på kort varsel, men for å få låne av Norges Bank stilles det strenge krav til bankenes kredittverdighet (Hoff, 2011, s.24).

### **Leverandører av humankapital**

Humankapitalen består av de ansattes kompetanse, kunnskap og evner. Dyktige og kompetente ansatte er avgjørende for å skape merverdi for kundene og regionene de er en del av. Humankapitalen er derfor en av bankens viktigste ressurser, og leveres av deres ansatte. Rekruttering av dyktige og høyt utdannede mennesker kan blant annet bidra til å redusere den operasjonelle risikoen i et selskap. Dette er risikoen for økonomisk tap eller tap av omdømme som følger av svikt i interne prosesser, menneskelige feil eller systemfeil. Behovet for antall nyutdannede i SRBANK sitt markedsområde har blitt redusert de siste årene som følger av et dårligere arbeidsmarked etter oljeprisfallet i 2014. Nedgangskonjunktoren har ført til at arbeidsledigheten har gått kraftig opp, som har resultert i at det er vanskeligere for nyutdannede å skaffe seg arbeid. Samtidig jobber bankene med å effektivisere driften, som kan medføre at ny teknologi vil ta over mye av arbeidet som gjøres av bankenes ansatte i dag.

### **Leverandører av IKT-tjenester**

IKT-tjenester er svært viktig for banker av mange grunner. Blant annet fordi de hjelper bankene med den teknologiske utviklingen og reduksjon av den operasjonelle risikoen. Teknologien og IKT-tjenester som banker benytter er svært komplekst og avansert, noe som gjør det vanskelig for bankene å utvikle egne systemer. Dersom de skulle ha utviklet dette selv, ville det krevd enorme investeringer i nyansatte med høy teknologisk kompetanse. Byttekostnadene, altså kostnadene for å skifte leverandør av IKT-tjenester, anses å være høye. Dette er fordi det krever både tid og penger.

### **Oppsummering av leverandørenes forhandlingsmakt**

I Norge eksisterer det en rekke strenge krav og reguleringer fra myndighetene som norske banker må forholde seg til, og på bakgrunn av dette legger vi til grunn at bankbransjen generelt har god kredittverdighet. Markedsfinansieringen er den største andelen av bankenes totale finansiering, og god kredittverdighet er det største kravet for å motta denne type finansiering. Dette medfører at vi vurderer forhandlingsmakten fra leverandørene av kapital til å være lav. Leverandører av humankapital er viktige for driften av virksomheten, men behovet for antall nyutdannede er blitt redusert de siste årene. Samlet sett anser vi forhandlingsmakten til leverandørene av humankapital til å være moderat-høy. Bankene er avhengige av eksterne aktører for å kjøpe og drifte sine IKT-tjenester. På bakgrunn av at bankene i dag har et stort fokus på teknisk utvikling og er avhengige av å få de beste IKT-tjenestene, anser vi forhandlingsmakten til leverandørene av IKT-tjenester som høy. Den samlede konklusjonen blir dermed at leverandørers forhandlingsstyrke er moderat-høy.

### **TRUSLER FRA INNTRENGERE**

Inntrengere betyr i denne sammenheng potensielle konkurrenter som vil etablere seg i markedet som SRBANK opererer i. Når det etableres nye aktører i en bransje fører det ofte til et prispress oppover og høyere kostnader, på grunn av økt konkurranseintensitet (Roos et al., 2010, s.70). Økt konkurranse kan videre føre til redusert lønnsomhet for bedriftene som var etablert i bransjen fra før av, da nye konkurrenter vil ta markedsandeler fra dem. Trusler fra eventuelle inntrengere er i stor grad påvirket av de etableringshindrene som finnes i den aktuelle bransjen. Jo flere etableringshindre som finnes i bransjen, jo vanskeligere vil det være for nye aktører å starte opp, samtidig vil skarpe reaksjoner fra de som er etablert i markedet fra før av, føre til at nye aktører viker unna (Roos et al., 2010, s.70).

### **Reguleringer og krav fra myndighetene**

For å starte opp en bankvirksomhet i Norge kreves det godkjent tillatelse (konsesjon) fra Finanstilsynet og det er strenge regulatoriske krav knyttet til stiftelsen (Regjeringen, 2014, 14.12.). Konsesjonen krever et stiftelsesbeløp tilsvarende minimum 5 millioner euro i grunnfonds- eller aksjekapital. Andre krav er blant annet at kapitalen til banken skal ha et rimelig forhold til driften av virksomheten, samt at administrerende direktør, styremedlemmer og andre ledere av banken må være egnet (Finanstilsynet, 2017a, 16.02.). Disse strenge kravene fra myndighetene gjør det vanskeligere for nye banker å starte opp, og er dermed et såkalt etableringshinder i bransjen. Dette er med på å sikre at det kun er seriøse aktører i

bankbransjen, som igjen gir økonomisk trygghet og stabilitet til bankens kunder. Det vil imidlertid være enklere for utenlandske aktører å opprette bankvirksomhet i Norge på grunn av at det ikke kreves samme type konsesjon for dem. Dette har blitt muliggjort gjennom etablering av EUs indre marked og EØS-avtalen (Konkurransetilsynet, 2015, s.14).

### **Stordriftsfordeler**

I banker er det stordriftsfordeler forbundet med teknologiske systemer, hvordan de er bygget opp og driften av dem. Stordriftsfordeler karakteriseres ved at gjennomsnittskostnaden blir lavere når det produseres flere enheter. Et tydelig tegn på at det eksisterer stordriftsfordeler i bankmarkedet er at antall banker har blitt redusert de siste årene ved hjelp av fusjoner og oppkjøp. Etter 1900-tallet har strukturutviklingen i bankmarkedet endret seg til et tettere samarbeid mellom sparebankene for å dekke høye kostnader til IT-systemer, markedsføring og infrastruktur. Banker med tilgang til samarbeid og allianser kan hente ut stordriftsfordeler, selv om banken selv er ganske liten i størrelse. Disse fordelene ved samarbeid har bidratt til at det i perioden 2007-2014 har det vært få nyetableringer av banker som tilbyr et mangfold av banktjenester (Konkurransetilsynet, 2015, s.18-19).

### **Oppsummering av trusler fra inntrengere**

Reguleringer og krav fra myndighetene skaper et større etableringshinder for norske banker enn for de utenlandske. Det er dermed en liten trussel for at flere utenlandske aktører etablerer seg i bankens sitt markedsområde. Stordriftsfordelene skaper samtidig etableringshinder i bransjen. Totalt sett vurderer vi derfor trusselen fra inntrengere som lav til moderat.

## TRUSLER FRA SUBSTITUTTER

Substitutter er aktører som kan dekke en kundes behov på en annen måte enn det de eksisterende bedriftene på konkurransearenaen kan. Det som gjør det vanskelig for kundene å velge substitutt produktene er hovedsakelig høye byttekostnader og produktdifferensiering (Løwendahl et al., 2012, s. 210). Vi har valgt å fokusere på bankenes spare- og utlånstjenester og sjekke om det finnes noen truende substitutter til disse i markedet.

### **Substitutter for sparetjenester**

Det historisk lave rentenivået har bidratt til at flere nordmenn velger å investere i aksjer fremfor å plassere penger på innskuddskonto i banken. Et mulig substitutt for bankens sparetjenester er derfor at kunder velger å investere direkte i aksjemarkedet. Fra 2014 til 2016

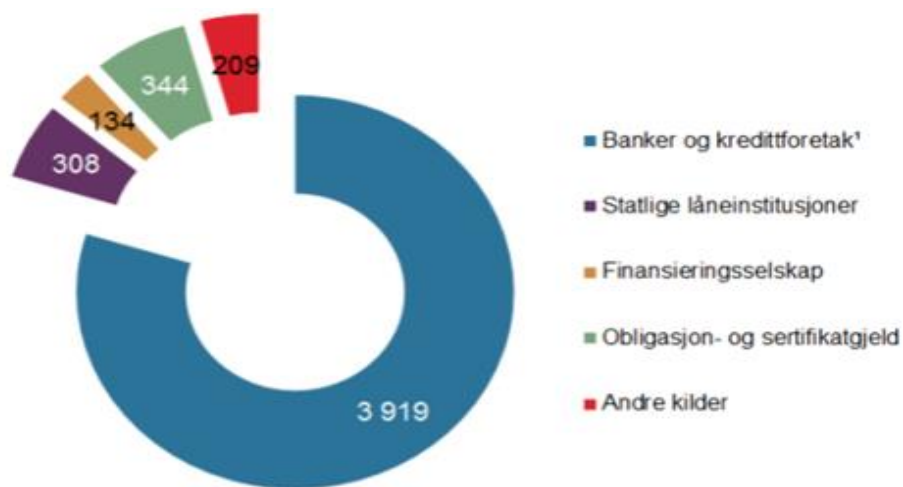
har det vært en kraftig vekst i aksjeinvesteringer (AksjeNorge, 2017, 10.01.). En ulempe for personer som gjør direkte kjøp av aksjer og fond er at de vil gå glipp av skattefordelen, som tidligere ble diskutert i PESTEL-analysen. Samtidig krever direkte investering i verdipapirer mye tid og ressurser. En fordel (ulempe) med investeringer i aksjemarkedet fremfor innskudd på en bankkonto er at man har muligheten til å oppnå en høyere gevinst (tap), på grunn av høyere risiko. Substitutt trusselen fra investeringer i aksjer anser vi derfor som lav til moderat.

### Substitutter for utlånstjenester

Banker og kredittforetak står for den største andelen av utlån i Norge, som vist i figur 9 står denne sektoren for i overkant av 80 % av den samlede innenlandske gjelden i Norge.

Husholdningene i Norge tar hovedsakelig opp lån gjennom bank og kredittforetak, mens næringslivet gradvis har begynt å ta opp mer lån gjennom obligasjonsmarkedet i både Norge og utlandet (Norges Bank, 2016b, s.61).

Figur 9: Utlånsfordeling i Norge



Kilde: Norges Bank, 2016b, s.61

Statlige låneinstitusjoner har som formål å finansiere aktiviteter som er prioritert av regjeringen, som for eksempel utdanning, boligpolitikk og innovasjon i næringslivet. En av de største institusjonen som i dag tilbyr statlige låneordninger er Husbanken (Norges Bank, 2016b, s.71). Husbanken sin hensikt er å hjelpe til med gjennomførelse av boligpolitikken, ved at de bidrar med startlån, grunnlån og bostøtte til Norges befolkning. Vi vurderer startlånet fra Husbanken som en mulig substitutt trussel for bankenes tilbud av boliglån i personmarkedet. Husbanken sin målgruppe for startlån er vanskelig stilte barnefamilier,

personer som mottar trygd/offentlige ytelser og boligeiere med gjeldsproblemer (Husbanken, u.å.). Dette er personer som vanligvis faller utenfor bankenes krav til å få boliglån, og vi anser derfor substitutt trusselen fra startlån til å være lav.

I tillegg til å få lån i bank har bedriftskunder muligheten til å ta opp obligasjonslån. Sektor for obligasjons- og sertifikatgjeld vil dermed kunne betraktes som et substitutt for bankenes utlånstjenester til bedriftsmarkedet. De siste årene har det vært en økning i utlån i det norske obligasjonsmarkedet, ved at flere ikke-finansielle foretak har benyttet seg av obligasjonslån til finansiering. Økningen skyldes blant annet at foretaket kan oppnå bedre finansieringsbetingelser, eller som følge av at noen foretak ikke kvalifiserer til lån i banken (Norges Bank, 2016b, s.34). Vi forventer at andelen obligasjonslån vil fortsette å øke i de kommende årene, og anser derfor obligasjons- og sertifikatgjeld som en moderat-høy substitutt trussel.

### **Oppsummering trusler fra substitutter**

I diskusjonen ovenfor vurderes trusselen for substitutter knyttet til bankenes sparetjenester som lav til moderat. Basert på argumenter fra utlånssiden trekker vi substitutt trusselen i forskjellige retninger. Startlånet til husbanken anses å gi en lav trussel mot bankenes boliglån, mens obligasjonslån anses å gi en moderat-høy trussel mot utlånsporteføljen i bedriftsmarkedet. Dette gir en samlet vurdering for en lav til moderat substitutt trussel knyttet til bankenes spare- og utlånstjenester.

### **Trinn 3: Vurdering av trusler og muligheter**

Det siste trinnet i Porters femkraftsmodell er å vurdere hvordan rivalisering mellom eksisterende bedrifter i bank- og finansbransjen er. Høy og lite stabil konkurranseintensitet gjør det vanskelig for et selskap å ha en posisjon i markedet som gir gode marginer, og som kan opprettholdes over tid. Faktorer som bidrar til en slik konkurranseintensitet er; mange like store konkurrenter, høye faste kostnader, lav markedsvekst, lav produktdifferensiering og lave byttekostnader (Løwendahl et al., 2012, s. 202).

Den norske banknæringen er kompleks og består av et stort antall banker, hvor det er flere små banker enn store og mellomstore (Konkurransetilsynet, 2015, s.12). Flere av de største bankene som opererer i det norske bankmarkedet er utenlandske filialer eller datterbanker, hovedsakelig fra Danmark og Sverige. Utenlandske bankfilialer i Norge er regulert av

myndighetene i hjemlandet. Dette kan skape ulike konkurransevilkår for banker i det norske markedet, fordi kapitaldekningskravene vil variere (Konkurransetilsynet, 2015, s.5). Ifølge Konkurransetilsynet (2015) har for eksempel Danmark lavere kapitaldekningskrav enn Norge i årene fremover, som gjør at norske filialer av danske banker kan ha en konkurransefordel i det norske markedet. Dette er gitt av at norske banker får høyere kostnader enn filialer av danske banker i Norge, på grunnlag av at egenkapitalfinansiering er dyrere enn gjeldsfinansiering (Konkurransetilsynet, 2015, s.37). Dette kan bidra til en økning i den interne rivaliseringen i bankmarkedet.

Graden av konsentrasjon i et marked kan si noe om hvor sterk konkurransen er.

Konkurransetilsynets beregninger av markedsandeler til de 5 største bankene i 2015 viser at det norske bankmarkedet er nokså konsentrert. De har funnet at det i hovedsak er tre banker som stod for 50 % av markedsandelen basert på utlån med pant i bolig i siste kvartal av 2014, og at den største banken hadde en betydelig større markedsandel enn de to andre bankene (Konkurransetilsynet, 2015, s.15-16). Finansbarometeret 2016 viste at omtrent en tredjedel av norske boliglånskunder flyttet lånet til annen bank eller reforhandlet sine lånebetingelser i 2015. Dette tyder på at det har vært en hard konkurranse om lånekunder mellom bankene (Finans Norge, 2016a, 15.02.).

De fire øvrige konkurransekraftene som vi diskuterte i trinn 2, er alle med å påvirke rivaliseringen mellom bedriftene i bankmarkedet. I tabell 5 på neste side presenteres resultatet av konkurranseanalysen. Kundenes forhandlingsmakt er den konkurransekraften som bidrar mest til intern rivalisering mellom SRBANK og dens konkurrenter. Videre er leverandørens forhandlingsmakt vurdert til å være moderat-høy, og det kan se ut til at utenlandske bank filialer i Norge kan ha en konkurransefordel ovenfor de norske bankene. Det som trekker ned konkurranseintensiteten er at det eksisterer relativt lave trusler fra både inntrengere og substitutter.

Tabell 5: Resultat konkurranseanalyse

	Kunder	Leverandører	Inntrengere	Substitutter	Konkurrenter
Lav			X	X	
Moderat		X	X	X	X
Høy	X	X			X

Totalt sett vurderer vi rivaliseringen mellom eksisterende bedrifter i bransjen til å gi en moderat-høy konkurranseintensitet. Konklusjonen har begrunnelse i at det eksisterer høy grad av rivalisering mellom konkurrentene for å kapre kundene, som gjør at prismarginer presses for å kunne tilby kundene de beste spare- og lånetilbudene i markedet. Samtidig som trusselen for at nye aktører kommer inn og overtar markedsandeler fra eksisterende bedrifter anses som relativt lav. Dette er på bakgrunn av at det eksisterer relativt høye etableringshindre, samtidig som bank- og finansmarkedet er i modningsfasen av bransjens livssyklus.

## **4.2 Intern analyse**

Målet med den interne analysen er å identifisere bankens styrker og svakheter. I analysen tar vi en vurdering av kvaliteten til de ressursene som er spesielt viktige for virksomheten til SRBANK (Roos et al., 2010, s.101).

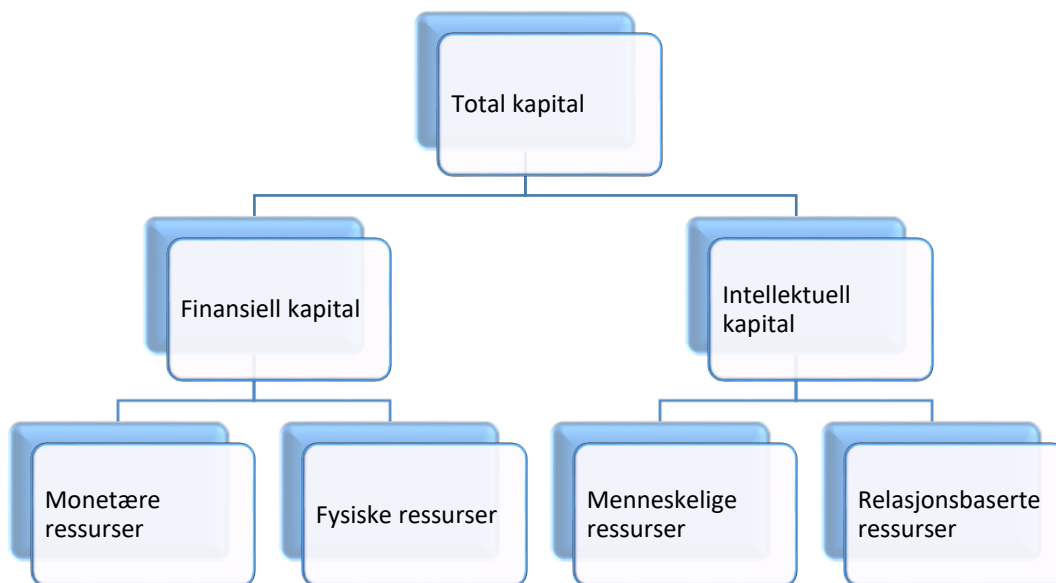
### ***4.2.1 VRIO***

Det anerkjente rammeverket «VRIO» benyttes for å finne ut om SRBANK sine ressurser kan skape varige konkurransefortrinn. VRIO står for verdifulle, sjeldne, vanskelige å kopiere og organiserte. Barney (1991) beskriver at disse fire egenskapene ved ressursene er kriterier som kan skape konkurransefortrinn i et marked. Alle de fire kriteriene må oppfylles for at konkurransefortrinnet skal betraktes til å være vedvarende på lang sikt (Løwendahl et al., 2012, s.188-189).

Det som menes med en verdifull ressurs er at den bidrar til å redusere trusler og utnytter muligheter i omgivelsene. Dersom konkurrentene til bedriften innehar de samme ressursene kan de implementere den samme verdiskapende strategien, og konkurransefortrinnet vil neppe

være langvarig. Derfor må også ressursene være sjeldne og vanskelig å kopiere for å skape varige konkurransefortrinn (Roos et al., 2010, s.103-104). Det siste kriteriet for å skape et varig konkurransefortrinn er at ressursen skal være organisert på en slik måte at den klarer å utvinne gevinster (Løwendahl et al., 2012, s.188). Selskapets ressurser kan hovedsakelig deles inn i to kategorier; finansiell og intellektuell kapital. Figur 10 viser ressurshierarkiet som vi har benyttet i analysen av SRBANK sine ressurser.

**Figur 10: Ressurshierarki**



Kilde: Roos et al., 2010, s.106

### **Finansiell kapital**

Den finansielle kapitalen består av bedriftens tradisjonelle ressurser, og fordeler seg på de fysiske og monetære ressursene. Fysiske ressurser består blant annet av lokaler, bygninger og maskiner, mens monetære ressurser i hovedsak dreier seg om bedriftens inntekter (Roos et al., 2010, s.105).

### FYSISKE RESSURSER

De fysiske ressursene til SRBANK som vi skal se nærmere på er bankfilialer og kontorlokaler. I sin årsrapport for 2015 skriver banken at de følger en multikanalstrategi. Dette innebærer å opprettholde og skape gode relasjoner til kundene basert på personlige møter i bankfilialene, samtidig som de følger den teknologiske utviklingen og gjør flere banktjenester lett tilgjengelig for kundene via internett (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.10). I perioden 1981-2014 har antallet bankfilialer i Norge blitt halvert. Årsaken til at flere banker



har lagt ned filialer og kontorer de siste årene er at kundene har blitt mer selvbetjente som følge av den teknologiske utviklingen. Det er flere kunder som har tatt i bruk nettbank og andre nettbaserte løsninger, og dermed har antall besøk i filialer gått ned (Bjerkan, 2016, 06.02.). Samtidig har flere bedrifter fokusert på å kutte kostnader og kontorer har blitt mer samlokalisert for banker de siste årene.

Ifølge dagligbankundersøkelsen for 2015 som ble gjennomført av TNS Gallup er det 3,7 millioner bankkunder i Norge som bruker nettbank. Likevel er det omtrent 400 tusen bankkunder som kun benytter seg av bankfilialer og ikke nettbaserte løsninger, ifølge undersøkelsen. De fleste respondentene oppga at de var innom banken minst én gang i løpet av et år, hvor det kun var 5 % som oppga at de ikke var det. Hovedårsaken til at bankkunder møter opp fysisk i banken er at de søker rådgivning i forbindelse med sparing og plassering av penger. Noen andre hyppige årsaker til at kunder møter opp i bankfilialene er for å få rådgivning om låneplassering eller for å søke om nye lån (Bjerkan, 2016, 06.02.).

Med utgangspunkt i diskusjonen ovenfor betrakter vi disse fysiske ressursene som verdifulle, fordi de fremdeles er med på å ta vare på en god del av bankens kunder. En kan likevel tro at verdien av bankfilialene har sunket noe de siste årene med bakgrunn i at kundenes atferd har blitt mer og mer rettet mot selvbetjente banktjenester. Andre årsaker til at vi anser bankens filialer og kontorlokaler som verdifulle er fordi de har en salgsverdi ved eventuelt flytting av lokaler, og de rommer arbeidsplasser til de ansatte. Vi vurderer derimot ikke de fysiske ressursene til SRBANK som sjeldne, fordi de primære konkurrentene til banken har tilsvarende kontorbygg og filialer. Vi anser heller ikke de fysiske ressursene som vanskelige å kopiere. Til slutt vurderes de fysiske ressursene til banken som organiserte. Dette er fordi banken utvinner gevinster fra kunder som oppsøker bankens filialer, samtidig som de ansatte benytter lokalene til å utføre sine plikter i driften av banken. Totalt sett vurderer vi at de fysiske ressursene til SRBANK gir en *konkurransemessig paritet*. Det vil si at de fysiske ressursene ikke skaper et konkurransefortrinn for banken, men de fører heller ikke til en konkurransemessig ulempe. Med andre ord vurderer vi at bankens fysiske ressurser er likestilt med konkurrentenes fysiske ressurser.

### MONETÆRE RESSURSER

Monetære ressurser kan også kalles for finansielle ressurser. Disse ressursene er et resultat av verdiskapningsprosessen til en bedrift, samtidig er de innsatsfaktorer til verdiskapningen i

bedriften (Løwendahl et al., 2012, s.182). Banken er vurdert som lønnsom og solid, og har gjennom de siste årene klart å styrke soliditeten. I tråd med krav fra myndighetene oppnådde de dette gjennom styrket inntjening fra sin forretningsmodell som har god bredde i inntekter, samtidig som den gir effektiv drift. Dempet aktivitet i regionen, teknologisk utvikling og endring i kundenes adferdsmønster medførte at SRBANK gjennomførte flere tiltak for å redusere kostnadene i 2016. Videre i 2017 vil det investeres i ny teknologi for å øke salget og bedre kundetilfredsheten. Banken skriver i årsrapporten for 2016 at tiltakene nevnt ovenfor samlet sett vil sikre dem god konkurranseevne i de kommende årene (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.56).

De monetære ressursene er svært verdifulle da de er selve kjernen for driften av enhver virksomhet. Det er de monetære ressursene til SRBANK som gjør det mulig å oppnå de strenge kravene som banken har fra myndighetene. Ressursene er derimot ikke sjeldne på grunn av at alle bankene som opererer i markedet i utgangspunktet har tilgang på den samme kapitalen, og konkurrentene kan for eksempel imitere bankens strategier for å gjøre sine utlån- og innskuddsprodukter mer attraktive. Vi vurderer videre ressursene som organiserte da SRBANK klarer å hente ut gevinster på de fleste områder. Totalt sett blir vår vurdering at de monetære ressursene til SRBANK kun gir en *konkurransemessig paritet* til konkurrentene.

### **Intellektuell kapital**

Intellektuell kapital er de usynlige ressursene i en bedrift. De usynlige ressursene er vanskelige å fastsette verdien på, og årsaken til dette er at de ikke er synlige. Usynlige ressurser er unike av to grunner. For det første forbrukes de ikke når de brukes, og de kan bli borte hvis de spares. For det andre eies de ikke av bedriften på samme måte som andre typer ressurser (Løwendahl et al., 2012, s. 181-183). Vi deler de usynlige ressursene inn i to; menneskelige og relasjonsbaserte ressurser.

### **MENNESKELIGE RESSURSER**

Dyktige og kunnskapsrike medarbeidere er helt avgjørende dersom sparebankene skal konkurrere effektivt i markedet. Vi vil videre fokusere på kompetansen hos medarbeiderne, da vi vurderer denne som en svært viktig ressurs for SRBANK. Medarbeidernes kompetanse er en kombinasjon av kunnskap, ferdigheter og evner (Løwendahl et al., 2012, s.185).

For å skaffe de best egnede medarbeiderne er rekrutteringsprosessen til banken viktig. En faktor som kan være med på å tiltrekke seg de beste søkerne i en rekrutteringsprosess er at banken anses som en attraktiv arbeidsplass. SRBANK vil gjøre arbeidsplassen attraktiv ved at alle deres medarbeidere får opplæring og kompetanseutvikling. I tillegg skal dette være med på å styrke effektiv og god drift, solide leveranser, og mest av alt gjøre en positiv forskjell i konkurransen om kundene (Sparebank 1 SR-Bank, 2015, s.19).

SRBANK konsernet gjennomfører regelmessig en «arbeidsmiljø- og organisasjonsundersøkelse» som inneholder viktige parametere som trivsel og arbeidsmiljø, tillit til ledelsen og lojalitet til konsernet som arbeidsgiver. Høyeste score i undersøkelsen er 1000, og i 2014 var SRBANK sin score på undersøkelsen 844. Videre i 2015 steg bankens score i undersøkelsen til 865 (Sparebank 1 SR-Bank, 2015, s.19). Dette taler for at banken er en attraktiv arbeidsplass med fornøyde medarbeidere. For å skape et bra arbeidsmiljø er det viktig å gi både kvinner og menn samme mulighet til faglig utvikling, lønn og karriere. I 2015 var kjønnsfordelingen i SRBANK 56% kvinner og 44% menn, og kvinneandelen blant ledere i konsernet var på 45%. Kompetansehevende tiltak som utdanning, kurs og opplæring er noe som banken tilbyr, og i 2015 brukte de i gjennomsnitt 9600 kroner per medarbeider på kompetansehevende tiltak (Sparebank 1 SR-Bank, 2015, s.19).

Som vi har nevnt tidligere er kunnskapsrike medarbeidere helt avgjørende for å drive en sparebank effektivt, og ut ifra dette kan vi konkludere med at de regnes som en verdifull ressurs. I og med at kunnskapsrike ansatte er såpass viktig for å drive en bank, vil konkurrentene trolig inneha like kompetente ansatte. Vi vurderer derfor de menneskelige ressursene til SRBANK som verken sjeldne eller vanskelige å kopiere. Det siste kriteriet i VRIO som er organisert, er vanskelig å si noe om da denne ressursen er usynlig og vanskelig å måle. På tross av viktigheten til kompetanse og verdien den skaper, gir ikke dette noe konkurransefortrinn til banken i forhold til dens konkurrenter. Totalt sett vurderer vi derfor at de menneskelige ressursene til SRBANK gir en *konkurransemessig paritet*.

### RELASJONSBASERTE RESSURSER

Relasjonsbaserte ressurser kan deles opp i renommé, lojalitet og relasjoner. SRBANK har eksistert lenge, og ved sin lange tilstedeværelse har de opparbeidet seg et stort nettverk av bedriftskunder og privatkunder i Rogaland, Hordaland og Agder. I tillegg er banken en del av Sparebank 1 alliansen, som bidrar til at banken leverer konkurransedyktige finansielle

produkter og tjenester. Å være med i denne alliansen kan også føre til stordriftsfordeler og en bidragseffekt i form av utveksling av kunnskap (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.21). Ulempen ved å være med i en slik allianse, er at hvis en enkelt aktør gjør en feil vil det kunne skade omdømme til hele alliansen.

Norsk kundebarometer (NKB) er et forskningsprosjekt ved Handelshøyskolen BI som i over 20 år har målt kundetilfredshet og lojalitet blant norske forbrukere. I denne undersøkelsen ligger ikke SRBANK, så vi må se på plasseringen til Sparebank 1 gruppen. Blant bankbransjen lå Sparebank 1 gruppen på 5 plass i 2016 med 72,9 % i tilfredshet og 77,4 % i lojalitet (Handelshøyskolen BI, u.å). Dette tyder på at kundene er tilfredse og har en god relasjon til Sparebank 1 gruppen, som videre kan være med på å gi SRBANK en sterk posisjon i det norske markedet.

SRBANK er en betydelig aktør i regionen, og spiller en viktig rolle. Samfunnsansvar (CSR) er derfor en viktig del av banken fordi det reduserer konsernets risiko, gir nye forretningsmuligheter, og gir de ansatte trygghet og motivasjon i arbeidet. Ikke minst bidrar bankens samfunnsansvar til et godt omdømme (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.15). Bare i løpet av 2015, var banken med på å gi 25 millioner kroner til samfunnsnyttige formål i lokalsamfunnet (SpareBank 1 SR-Bank, 2015, s.18). Satsingen på samfunnsnyttige formål har ført til at SRBANK har en sterk posisjon i Rogaland, Hordaland og Agder, ved at de har opparbeidet seg et godt omdømme og en lojal kundegruppe.

De relasjonsbaserte ressursene anses som verdifulle, fordi de kan bidra til å forbedre markedsposisjonen til banken og bedre bedriftens omdømme. Posisjonen som SRBANK har i Rogaland, Hordaland og Agder betraktes som sjelden. På mellomlang sikt vil dette gi en konkurransefordel, men ettersom konkurrentene kan kopiere det gode omdømmet over tid ved å øke markedsføringen og sponsingen i disse regionene, kan det tenkes at konkurransefordelen ikke vil være vedvarende på lang sikt. Da de relasjonsbaserte ressursene er usynlige, velger vi også her å utelate det siste kriteriet i VRIO. Totalt sett vurderer vi derfor at de relasjonsbaserte ressursene til SRBANK gir et *midlertidig konkurransefortrinn*.

## Oppsummering VRIO

Tabell 6 oppsummerer funnene fra VRIO analysen. De relasjonsbaserte ressursene skaper et midlertidig konkurransefortrinn, mens de øvrige ressursene kun gir en konkurransemessig paritet. Etersom konkurransefortrinnet til SRBANK kun er midlertidig, er det viktig at banken fokuserer på sine relasjonsbaserte ressurser for å gjøre disse enda bedre. Samtidig kan banken dra fordeler av å forsøke å differensiere sine øvrige verdiskapende ressurser fra konkurrentenes ressurser.

Tabell 6: Resultat VRIO-analyse

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konkurransefortrinn
<i>Finansiell kapital</i>					
<b>Fysiske ressurser</b>	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
<b>Monetære ressurser</b>	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
<i>Intellektuell kapital</i>					
<b>Menneskelige ressurser</b>	Ja	Nei	Nei	-	Paritet
<b>Relasjonsbasert ressurser</b>	Ja	Ja	Nei	-	<b>Midlertidig fortrinn</b>

### **4.3 SWOT**

SWOT akronymet står for styrker, svakheter, muligheter og trusler. Målet med SWOT-modellen er å foreta en realistisk vurdering av de eksterne og interne faktorene til SRBANK (Roos et al., 2010, s.128). Den eksterne analysen har gitt oss innsyn i bedriftens muligheter og trusler, mens den interne analysen hjalp oss å finne bedriftens styrker og svakheter. Ved å sette sammen resultatene fra PESTEL-analysen, Porters femkraftsmodell og VRIO-analysen, vil vi skape et tydeligere bilde av bankens nåsituasjon.

**Tabell 7: Resultat strategisk analyse (SWOT)**

<b>Styrker</b>	<b>Svakheter</b>	<b>Muligheter</b>	<b>Trusler</b>
Relasjonsbaserte ressurser gir en midlertidig konkurransefordel ovenfor SRBANK sine konkurrenter.	Lite differensierte produkter og tjenester i forhold til konkurrentene.	Videre økning av soliditet og likviditet i forbindelse med strengere krav fra myndighetene.	Økte kostander i forbindelse med strengere krav til kapitaldekning, samt økt skattesats i forbindelse med ansatte og lønn.
Styrket soliditet i tråd med strengere krav fra regulatoriske myndigheter.	Lave terskler for bankbytte.	Satsing på teknologisk utvikling (som blant annet bankroboter) kan forbedre effektiviteten til banken de kommende årene.	Forventet økning på rentenivå øker risikoen for utlånstap.
Lønnsom drift på tross av nedgangstider i bankens markedsområde.	De fleste ressursene til banken er ikke sjeldne.	Oljekrisens bunnpunkt ser ut til å være nådd, og det forventes en bedring i økonomien de kommende årene.	Finansskatten kan redusere attraktiviteten for å ansette flere innen finanssektoren.
En sterk posisjon i markedsområde grunnet et godt omdømme og en lojal kundegruppe.	Moderat-høy konkurranseintensitet i bank- og finansbransjen.	Forventet økning i aksjeinvesteringer via fondskonto i banker/finansinstitusjoner.	Utenlandske aktører kan ha en konkurransefordel.

Konklusjonen fra den strategiske analysen er at SRBANK har en sterk posisjon i sitt markedsområde. Vi vurderer at de relasjonene som banken har gir en midlertidig konkurransefordel i markedet. Banken er videre godt styrket på flere områder, som gir selskapet mulighet til å styrke sin posisjon i årene som kommer.

SRBANK betraktes i dag som en lønnsom og solid bank. Forventet økning i likviditet og soliditet de kommende årene, skaper muligheter for at banken kan satse videre på den teknologiske utviklingen. Dette vil kunne forbedre effektiviteten i virksomheten, da bankroboter allerede i dag er en del av bankens utviklingsplaner. Økt effektivitet vil redusere kostnader for driften av banken og de vil ha større mulighet til å satse videre på andre viktige områder. Da er det viktig at banken er klar over hvilke svakheter som eksisterer innad i driften, og fokusere på tiltak som kan redusere disse svakhetene.

I bankens eksterne omgivelser eksisterer det flere trusler som banken har lite kontroll over. Et eksempel er økt risiko for utlånstap knyttet til forventet økning av rentenivået. Det er videre viktig at banken forbereder seg på en slik risiko. Generelt må SRBANK være bevisst på utfordringer i bank- og finansbransjen i tiden fremover og lage en handlingsplan for hvordan de skal takle disse.

## 5.0 Verdsettelsesmetoder

I dette kapittelet skal vi først se på de utfordringer som er knyttet til verdsettelse av bank. Videre skal vi presentere ulike verdsettelsesmetoder og argumentere for hvilke metoder som passer best til vår verdsettelse av SRBANK per 31.12.16. Det finnes i dag et bredt spekter av ulike metoder for verdsettelse, og disse kan hovedsakelig grupperes inn i tre grupper; fundamental, relativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012, s.11). For å avgrense oppgaven vil vi ikke gå inn på opsjonsbaserte verdsettelsesmetoder, og heller gå i dybden på metoder innenfor både fundamental og relativ verdsettelse.

### **5.1 Hvorfor er verdsettelse av bank annerledes?**

Banker er en av de mest komplekse bedriftene å verdsette, spesielt for eksterne analytikere som ikke har tilgang til intern informasjon i banken (Koller et al., 2010, s.36). Banker har egne regnskapsregler som gjør at de må verdsettes på en annen måte enn tradisjonelle foretak (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997, s.205). Det finnes flere forklaringer på hvorfor verdsettelse av bank betraktes som mer utfordrende, men vi vil her fokusere på de mest betydningsfulle forklaringene. I følge Damodaran (2012) stammer hovedsakelig utfordringene med å verdsette banker fra to kjennetegn. Det første er at kontantstrømmene til banker er vanskelige å estimere ved at elementer som kapitalutgifter, arbeidskapital og gjeld ikke er klart definert. Det andre problemet er at banker opererer under et regelverk som bestemmer hvordan de blir kapitalisert, hvor de kan gjøre investeringer og hvordan de kan vokse i verdi (Damodaran, 2012, 582-583).

*Det første kjennetegnet* nevnt ovenfor kan knyttes til at banker har en betraktelig høyere gjeldsgrad enn tradisjonelle foretak, samtidig som finansiering er betraktet som kjernevirksomheten til en bank. Bankene bruker midler som de har samlet fra en kundegruppe (innskudd fra kunder) til å finansiere produkter for andre kunder. På denne måten kan noe av gjelden til en bank betraktes som et råmateriale i bankvirksomheten, istedenfor en ren kilde til kapital som i tradisjonelle foretak. Resultatet av dette er at banken ikke kan skille mellom finansierings- og driftsbeslutninger i regnskapet (Massari, Gianfrate, & Zanetti, 2014, s.105). Denne finansielle strukturen impliserer at fokuset til verdsettelsen av en bank bør være på egenkapitalsiden av balansen.



*Det andre kjennetegnet* medfører at banker har liten frihet når det kommer til egenkapitaldekning, fordi de er pålagt å følge minstekravet til ansvarlig kapital. Dette påvirker både utbyttepolitikken og ressursene til kapitalmarkedet, som videre påvirker kontantstrømmen som kan bli distribuert til eierne på et gitt tidspunkt (Massari, Gianfrate, & Zanetti, 2014, s.105).

I prinsippet kan en anvende de samme verdsettelsesmetodene som er passende for ikke-finansielle selskap når en skal verdsette en bank, samtidig vil det som vi har diskutert ovenfor medføre at noen metoder er mer anvendelige enn andre. I tillegg kan det være nødvendig å gjøre noen justeringer av noen verdsettelsesmetoder for å gjøre dem mer egnet til å reflektere særegenheter innen den finansielle sektoren (Massari et al., 2014, s.105).

## **5.2 Fundamental verdsettelse**

Fundamental verdsettelse baserer seg på at en diskonterer en estimert fremtidig kontantstrøm med et risikojustert avkastningskrav, for å finne nåverdien av det en tror selskapet vil generere i fremtiden. Dette utgjør den fundamentale verdien til selskapet, som skal representere den riktige prisen på selskapet og den medfølgende prisen per aksje. Denne verdien kan være under- eller overpriset i forhold til markedsprisen på det gitte tidspunktet (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, s.356). Den generelle formelen for fundamentalverdsettelse kan uttrykkes som i formel 2 under.

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS_t}{(1+r)^t}$$

*n = levetiden av kontantstrømmen*

*KS = kontantstrøm*

*r = risikojustert avkastningskrav*

*t = tidspunkt*

**Formel 2: Fundamental verdsettelse**

### 5.2.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Fri kontantstrøm til totalkapital metoden tar utgangspunkt i at en diskonterer fremtidige kontantstrømmer som representerer både egenkapital og gjeld, det vil si den totale kapitalen til et selskap. En benytter da det vektete gjennomsnittet til kapitalkostnaden (WACC) som avkastningskrav for å finne verdien av selskapet. Deretter kan man trekke fra eksisterende verdi på gjeld på det gjeldende tidspunktet, for å finne verdien av egenkapitalen (Bodie et al., 2014, s.617). Formelen for å finne fri kontantstrøm til totalkapitalen er det samme som i tabell 8 under.

Tabell 8: FCFF formel

	EBIT (1 - skattesats)	For å regne ut fri kontantstrøm til totalkapitalen starter en med EBIT ( <i>Earnings Before Interest and Tax</i> ), som er det samme som selskapets driftsresultat (Kristoffersen, 2012, s.503). Deretter legger en til selskapets av- og nedskrivninger i regnskapsperioden. Tilslutt trekker en fra selskapets investeringer og økning i netto arbeidskapital. Arbeidskapitalen er definert som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld (Kristoffer, 2012, s.552)
+	Av- og nedskrivninger	
-	Investeringer	
-	Økning i netto arbeidskapital	
=	<b>FCFF</b>	

En av utfordringene knyttet til verdsettelse av banker er som nevnt tidligere at kapitalutgifter, arbeidskapital og gjeld ikke er klart definert. Etersom formelen i tabell 8 krever at en beregner økning i netto arbeidskapital, er derfor ikke denne metoden passelig å bruke for verdsettelse av bank. Metoden er dermed utelukket for å verdsette SRBANK. Relevante metoder er, i motsetning til FCFF metoden, de som tar utgangspunkt i den kapitalen som er tilgjengelig for aksjonærene (Damodaran, 2012, s.583-584)

### 5.2.2 Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Fri kontantstrøm til egenkapital baserer seg på frie kontantstrømmer som gjenstår etter at gjeld er betalt og nødvendige reinvesteringer er gjort (Damodaran, 2012, s.592). Det vil si den kapitalen som er tilgjengelig for aksjonærene. Dermed er denne metoden mer passende for verdsettelse av bank. En må likevel være oppmerksom på at FCFE metoden er annerledes for banker enn for tradisjonelle foretak (Damodaran, 2012, s.584). Formelen for å regne ut fri kontantstrøm til egenkapitalen defineres som i tabell 9 på neste side.

**Tabell 9: FCFE formel**

	Årsresultat	For å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen starter en med årsresultatet til selskapet. Videre trekker en fra netto kapitalutgifter og endringer i ikke-kontant arbeidskapital. Tilslutt trekker man fra gjelden til selskapet, som er gitt av endringen i gjeld i regnskapsperioden.
-	Netto kapitalutgifter	
-	endringer i ikke-kontant arbeidskapital	
-	[nedbetalt gjeld – ny gjeld]	
=	<b>FCFE</b>	

Formelen i tabell 9 skaper det samme problemet som nevnt i FCFF metoden ovenfor. Dette er fordi den er laget for selskaper som klarer å skille mellom kapitalutgifter, arbeidskapital og gjeld. Denne tradisjonelle metoden av fri kontantstrøm til egenkapital er dermed utelukket for verdsettelse av SRBANK. Videre vil vi gjennomgå to fundamentale verdsettelsesmetoder som er enklere å bruke for verdsettelse av bank. Disse metodene er en *tilpasset versjon av FCFE metoden og utbyttemetoden*.

### 5.2.3 Tilpasset metode av fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

For å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen for en bank må vi ta utgangspunkt i de reinvesteringene som vi klarer å definere, og som har betydning for bankens aksjonærer. Egenkapitalinvesteringer for å etterkomme forsvarlige reguleringer er noe som vi klarer å definere uten å måtte skille mellom finansielle- og driftsbeslutninger, og det er derfor disse som må bli gjort rede for i verdsettelsen av en bank (Massari et al., 2014, s.118). Fri kontantstrøm til egenkapitalen for en bank defineres derfor som i tabell 10 under.

**Tabell 10: FCFE for banker, formel**

	<b>Årsresultat</b>
±	Egenkapitalinvesteringer i regulatorisk kapital
±	Planlagt endring i egenkapital
=	<b>FCFE</b>

På samme måte som i FCFE for tradisjonelle foretak starter en også her med årsresultatet når en skal finne fri kontantstrøm til egenkapitalen. Videre trekker en fra eller legger til endringer i egenkapitalinvesteringer i regulatorisk kapital, som er endringen i egenkapitalinvestering fra et år til et annet. Man må dermed estimere egenkapitalinvesteringer når en skal komme frem til verdien av en bank. Massari et al. (2014) anbefaler at man baserer estimatene på målet for kjernekapital og forventninger til risiko vektete eiendeler. Videre legger en til planlagte økninger eller reduksjoner av egenkapitalen (Massari et al., 2014, s.119). De planlagte økningene/reduksjonene av egenkapitalen kommer utenom egenkapitalinvesteringer for å møte regulatoriske krav, og skal kun tas med dersom banken har gitt uttrykk for at de skal gjøre noen justeringer av egenkapitalen.

Når en har estimert de frie kontantstrømmene til egenkapitalen, er neste steg å diskontere dem med avkastningskravet til selskapet (se formel 3). Det riktige avkastningskravet å benytte ved verdsettelse av egenkapitalen er egenkapitalkostnaden, og den mest brukte metoden for å beregne egenkapitalkostnaden er kapitalverdimodellen. Denne modellen vil bli nærmere presentert i kapittel 7, hvor vi også skal beregne avkastningskravet til SRBANK.

$$EKV_0 = \sum \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{V_T}{(1+k_e)^T}, \text{ hvor } V_T = \frac{FCFE_{T+1}}{k_e - g}$$

*$EKV_0$  = Verdien av aksjonærenes/selskapets egenkapital på tidspunkt 0*

*$FCFE_t$  = Forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen (fremtidig)*

*$k_e$  = Egenkapitalkostnaden (cost of equity)*

*$V_T$  = Terminalverdi*

*$g$  = vekstrate*

*$t$  = tidspunkt*

**Formel 3: Nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen**

Verdsettelsen er normalt basert på kontantstrømmer 5-10 år frem i tid, og det vil ikke være hensiktsmessig å utarbeide budsjetter for alle disse årene. Man benytter derfor en terminalverdi ( $V_T$ ) for å unngå at man legger til nåverdien av en uendelig sum av kontantstrømmer. Terminalverdien kan regnes ut slik som i formel 3 ovenfor, hvor en bruker en forenkling som kalles *Gordons vekstformel*. Da blir terminalverdien nåverdien av en evigvarende konstant vekst (Bodie et al., 2014, s.618).

Denne tilpassede fri kontantstrøm til egenkapital metoden krever at en gjør et grundig arbeid med analyse av selskapet og estimering av fremtidige kontantstrømmer, for å komme frem til en så korrekt egenkapitalverdi som mulig. I tillegg til å estimere de fremtidige kontantstrømmene, må en analysere utviklingen og strukturen på bankens risikovektede eiendeler for å få gode estimater på bankens egenkapitalinvesteringer frem i tid. En potensiell fallgrube ved å benytte denne metoden er dermed at en gjør feil i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer eller egenkapitalinvesteringer. En annen fallgrube er feil i beregningen av avkastningskravet. Bodie et al. (2014) påpeker at verdsettelsesmetoder basert på diskontering av fremtidige kontantstrømmer nesten alltid vil være upresise, da det er vanskelig å estimere utviklingen frem i tid. Det understrekes derfor at det er viktig å benytte den tilpassede FCFE metoden sammen med andre verdsettelsesteknikker når vi skal komme frem til verdien av SRBANK sin egenkapital per 31.12.16.

#### 5.2.4 Utbyttemetoden

Et annet alternativ for fundamental verdsettelse av bank er å bruke utbytte som kontantstrøm til egenkapitalen. En antar da at selskapene over tid betaler ut deres frie kontantstrømmer til egenkapitalen gjennom utbytte. Siden utbytte er observerbart, trenger vi derfor ikke å konfrontere spørsmålet om hvor mye selskapet reinvesterer (Damodaran, 2012, s.584). Utbyttemetoden verdsetter nåverdien av selskapets egenkapital ved at en neddiskonterer en strøm av forventet utbytte i en fremtidig periode. I denne metoden observerer man nåværende utbytte og estimerer fremtidig utbytte per aksje, som baseres på analyse av selskapets utbyttepolitikk og framtidsutsikter. På samme måte som ved FCFE metoden er det viktig å ta hensyn til egenkapitalinvesteringer for å møte regulatoriske krav når vi skal estimere utbytte. For å finne aksjeprisen ved hjelp av utbyttemetoden benyttes formel 4 under.

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

$P_0$  = Aksjepris på tidspunkt 0

$DPS_t$  = utbytte per aksje på tidspunkt t

$k_e$  = egenkapitalkostnad/avkastningskrav

t = tidspunkt

$\infty$  = evig tid

Formel 4: Fundamental aksjepris ved utbyttemetoden

I formel 4 tar man utgangspunkt i en uendelig rekke av utbytter. Det vil kreve at man estimerer utbytte for hvert år i evig tid, som er umulig å utføre i praksis. For å gjøre metoden mer praktisk å anvende kan man derfor benytte samme forenkling som ved FCFE metoden, det vil si *Gordons vekstformel* (se formel 5). Da forutsetter man at utbytte vil øke med samme vekstrate ( $g_s$ ) hvert år, i all fremtid (Dahl et al., 1997, s.20). Det er passende å bruke denne forenklingen dersom banken er i en stabil vekstfase (Massari et al., 2014, s.112).

$$P_0 = \frac{DPS_0 \times (1 + g_s)}{k_e - g_s} = \frac{DPS_1}{k_e - g_s}$$

$P_0$  = Aksjens egenkapitalverdi på tidspunkt 0

$DPS_0$  = utbytte per aksje på tidspunkt 0

$g_s$  = vekstrate

$k_e$  = egenkapitalkostnad/avkastningskrav

$DPS_1$  = forventet utbytte per aksje for neste periode

Formel 5: Utbyttemetoden med Gordonsvekstformel

Vi definerte tidligere den tilpassede FCFE metoden som årsresultatet fratrukket egenkapitalinvesteringer, dette er faktisk det samme som det maksimale utbytte som en bank kan distribuere på et gitt tidspunkt. Hvis bankens utbyttepolitikk er å utbetale hele den distribuerbare inntekten til aksjonærene, vil årlig utbytte være det samme som FCFE, og begge verdsettelsesmetodene vil gi det samme resultatet (Massari et al., 2014, s.119-120). Imidlertid vil de fleste selskaper vanligvis benytte en utbyttepolitikk hvor en forsøker å ha en jevn utbetaling over tid. Det som menes med dette er at utbytte som faktisk blir utbetalt til aksjonærene, kan være lavere enn utbyttet som egentlig er tilgjengelig. Denne utbyttepolitikken sikter mot å lagre opp buffere i gode tider som kan bli brukt i år med mindre gode resultater. Det er også en mulighet for at banken holder tilbake en del av utbytte som følger av strategier (for eksempel planlagte oppkjøp). I noen tilfeller hender det også at banker utbetaler høyere utbytte enn det som de har tilgjengelig, som følger av at de vil holde aksjonærene tilfredse eller gi positive signaler til det finansielle markedet (Massari et al., 2014, s.120).

En potensiell fallgrube ved bruk av utbyttemetoden er derfor at verdien av egenkapitalen kan bli lavere (dersom banken betaler ut mindre utbytte enn det som er tilgjengelig) eller høyere (i

motsatt fall), enn den faktiske verdien av egenkapitalen (Massari et al., 2014, s.120). Det anbefales derfor å bruke den tilpassede FCFE metoden når nåværende og forventet utbytte ikke ser ut til å reflektere den faktiske profitabiliteten til banken.

### **5.3 Relativ verdsettelse**

En mindre omfattende metode for verdsettelse er den relative, hvor vi i motsetning til fundamental verdsettelse ikke behøver å estimere fremtidige kontantstrømmer for å verdsette selskapet. Den vanligste verdsettelsesmetoden innenfor relativ verdsettelse er multiplikatormodellen. Denne modellen bruker markedsbaserte multipler til å vurdere verdien av et selskap (Massari et al., 2014, s.126). Det vil si at en baserer verdsettelsen på nøkkeltallsanalyser for en utvalgt gruppe av sammenlignbare selskaper, og hovedprinsippet er at lignende eiendeler skal ha en lignende pris. Fra dette prinsippet kan vi si at dersom det eksisterer sammenlignbare selskaper som har aksjer som blir handlet i et effektivt marked, så vil deres pris kunne gi et pålitelig estimat på verdien av selskapet som vi ønsker å verdsette (Massari et al., 2014, s.123).

Multiplikatormodellen er mye brukt i praksis av både finansielle og ikke-finansielle selskaper, og det finnes en vid rang av markedsbaserte multipler som blir brukt til å verdsette selskaper. Vi har tidligere i kapitlet argumentert for hvorfor verdsettelsen av en bank bør gjøres på egenkapitalsiden av balansen. På samme måte er det derfor viktig å benytte egenkapital baserte multipler når vi skal verdsette en bank. For banker er de to mest brukte multiplene P/E og P/B, og det er disse vi vil fokusere på i dette kapitlet (Massari et al., 2014, s.126).

Relativ verdsettelse er i utgangspunktet enkel å ta i bruk ved at en baserer verdsettelsen på nøkkeltall som er enkelt tilgjengelig i årsregnskapet til de komparative selskapene. Likevel er den praktiske utførelsen av verdsettelsen sensitiv for antakelser som vi tar underveis i verdsettelsen. Det er spesielt to forhold som det er viktig å tenke på under den relative verdsettelsen; valg av sammenlignbare selskaper og valget av multipler/nøkkeltall (Massari et al., 2014, s. 124). Det er ingen selskaper som er identiske, slik at valget av sammenlignbare selskaper baseres på noen forutsetninger som vi ligger til grunn. Noen rimelige forutsetninger som vi bør basere valget av sammenlignbare selskaper på er størrelse, forretningsmodell og

geografisk markedsområde. Det er også viktig å tenke på at dersom flere sammenlignbare selskaper inkluderes, reduseres feilberegninger i statistikken (Massari et al., 2014, s. 124).

### 5.3.1 P/E-metoden

Pris/Fortjeneste (P/E) er et populært nøkkeltall blant mange investorer, og spesielt innen finansbransjen. Nøkkeltallet kan beregnes på to måter, vist i formel 6 og 7 nedenfor.

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

Formel 6: P/E per aksje

Den første metoden for å utregne P/E er ved å dele aksjekursen på resultat per aksje, se formel 6. Hvor man bør basere utregningen av resultat per aksje på årgjennomsnittet av antall fullt utvannet aksjer (Thoresen, 2011, s.111).

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Årsresultat}}$$

Formel 7: P/E total basis

Eventuelt kan man beregne P/E ved å dele den gjennomsnittlige markedsverdien med selskapets årsresultat, se formel 7. Hvor den gjennomsnittlige markedsverdien er det samme som aksjekursen ganget med årgjennomsnittet for antall fullt utvannet aksjer (Thoresen, 2011, s.111). Man normaliserer resultatet av P/E på denne måten for å fjerne unormale eller en gangs tilfeller av fortjenester (Massari et al., 2014, s.127).

For å vurdere verdien av selskapet man ønsker å verdsette beregnes et bransjegjennomsnitt av P/E for selskapet og de sammenlignbare selskapene. Denne verdien multipliseres deretter med resultat per aksje for å finne verdien av selskapet. Formel 8 viser hvordan man kommer frem til verdien av selskapet ved hjelp av P/E-metoden.

$$\text{Relativ verdi av selskapet} = \left( \frac{P}{E} \text{ bransje} \right) \times \text{årsresultat}$$

$$\text{Relativ pris av selskapet} = \frac{\text{Relativ verdi av selskapet}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

Formel 8: P/E modellen



Den forventede veksten i inntjeningen, utbetalingsforholdet og egenkapitalkostnaden er tre faktorer som er med på å påvirke P/E. Dette forholdet vil vanligvis være høyere for banker med høyere forventet vekst i inntjening, høyere utbetalingsprosjenter og lavere egenkapitalkostnader (Damodaran, 2012, s.600).

Denne standard P/E-modellen er enkel å ta i bruk, men den klarer ikke å fange opp alle faktorer som er viktige å inkludere ved verdsettelse av et selskap. En svakhet med P/E-modellen er at den kun inkluderer avskrivninger i årsresultatet (resultat per aksje), men for et selskap i vekst vil ikke dagens avskrivninger kunne reflektere selskapets behov for investeringer i fremtiden (Thoresen, 2011, s.119). En annen svakhet med P/E som er knyttet spesielt til verdsettelsen av banker er at bankene ofte bruker avsetning for forventede utgifter, for eksempel setter banker av avsetninger til tapsutsatte lån. Disse avsetningene er med på å redusere den rapporterte inntjeningen (årsresultat og resultat per aksje), som igjen påvirker Pris/Fortjeneste-forholdet. Dette kan gi skjevheter mellom de forskjellige bankene i analysen dersom noen av de sammenlignbare bankene er mer eller mindre konservative med tanke på avsetning til forventede utgifter. En bank som er mer konservativ og dermed har større avsetning, vil rapportere lavere inntjening som resulterer i høyere P/E (Damodaran, 2012, s.600).

### 5.3.2 P/B-modellen

Dette nøkkeltallet kan beregnes på to måter, vist i formel 9 og 10 nedenfor. P/B er det samme som aksjekursen delt på den bokførte egenkapitalen per aksje, og representerer det som investorer er villige til å betale for aksjen i forhold til den bokførte verdien av selskapet (Thoresen, 2011, s.122-123).

$$P/B = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Egenkapital per aksje}}$$

Formel 9: P/B per aksje

Eventuelt kan man beregne P/B ved å dele markedsverdien med den totale egenkapitalen (Thoresen, 2011, s.122-123).

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Egenkapital}}$$

#### Formel 10: P/B total basis

På samme måte som ved P/E beregnes et bransjegjennomsnitt av P/B for selskapet og de sammenlignbare selskapene. Denne verdien multipliseres deretter med bokførtverdi for å finne verdien av selskapet som verdsettes. Formelen for relativ verdsettelse ved P/B som multiplikator kan derfor skrives slik som i formel 11 under.

$$\text{Relativ verdi av selskapet} = \left(\frac{P}{B} \text{ bransje}\right) \times \text{bokført verdi av egenkapitalen}$$

$$\text{Relativ pris av selskapet} = \frac{\text{Relativ verdi av selskapet}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

#### Formel 11: P/B-modellen

Under ellers like forhold, så vil høyere utbytte, høyere vekst i inntjening, lavere kostnader for egenkapital og høyere avkastning på egenkapitalen alle føre til en høyere P/B (Damodaran, 2012, 602-603). Dersom P/B er det samme som 1 sies det at markedet har priset aksjen på et nivå hvor regnskapet viser alle selskapets verdier. Et problem her er at regnskapsprinsippene ofte ikke tar hensyn til selskapets verdier i form av organisasjon, merkenavn, kundebase, med mer. Det kan derfor tenkes at børsverdien til et selskap ofte ligger over den bokførte verdien i regnskapet, som vil si at P/B er høyere enn 1 (Thoresen, 2011, s.123). For banker er dette imidlertid ikke et like stort problem som det er for andre ikke-finansielle foretak, da banker og andre finansielle selskaper har et sterkere forhold mellom P/B og avkastning på egenkapitalen enn det andre selskaper har. Grunnen til dette er at bankenes bokførte verdi av egenkapitalen er mer sannsynlig til å følge markedsverdien av egenkapitalen. Dette er på grunn av at banker og andre finansielle selskaper har en *mindre tendens til å holde eiendeler til forfall*, fordi bankene ofte sikrer utlånsporteføljen og selger dem til investorer. Markedsprisen av banker er derfor mer relevant enn for andre firma (Damodaran, 2012, s.602-603.).

Et annet forhold å ta i betraktning når en skal verdsette en bank ved hjelp av P/B-metoden er at grad av risiko og vekstpotensialet vil variere mellom ulike banker. En kan derfor forvente at for en gitt avkastning på egenkapitalen, så vil bankene med høyest risiko ha lavere P/B enn banker med lavere risiko. Banker som har et høyere potensial for å vokse i størrelse vil forventes å ha en høyere P/B, enn banker med lavere vekstpotensial (Damodaran, 2012, s.603).

## 5.4 Valg av metode

Massari et al. (2014) anbefaler at en bruker minst to verdsettelsesmetoder når en skal verdsette alle typer selskaper, og at det er spesielt viktig å kombinere to metoder for verdsettelse av finansielle selskaper. Å bruke to metoder kan være til hjelp med å utfordre våre antagelser, ved at en har flere synsvinkler å gjøre verdsettelsen på.

Som tidligere nevnt i kapittel 4 er bank- og finansbransjen i modningsfasen av bransjens livssyklus. Betydningen av dette er at det vil være lettere å estimere fremtidige kontantstrømmer, enn for selskaper som befinner seg i en introduksjonsfase, vekstfase eller nedgangsfase. Modningsfasen betraktes som en stabil vekstfase, noe som gjør at en kan benytte forenklinger som *Gordons vekstformel* for å komme frem til den fundamentale verdien av selskapet. SRBANK sin plassering i livssyklusen taler derfor for en fundamental verdsettelse av selskapet.

Det er mange sammenlignbare selskaper i bankbransjen, og de fleste av SRBANK sine konkurrenter er notert på Oslo Børs. Dette medfører at tilgjengeligheten for årsregnskaper og nøkkeltall fra sammenlignbare selskaper er god. Tilgangen på informasjon og data er viktig for gjennomføring av den fundamentale analysen. Samtidig vil det også være enklere å få tak i de dataene vi trenger for å gjennomføre en relativ verdsettelse av banken.

På bakgrunn av det som er blitt diskutert i dette kapittelet har vi valgt å benytte en sammensetning av både fundamentale og relative verdsettelsesmetoder, når vi skal regne ut verdien av SRBANK sin aksje per 31.12.16. Fundamentale verdsettelsesmetoder er grundigere enn relative verdsettelsesmetoder, ved at de krever mer tid og arbeid i estimering av blant annet kontantstrømmer og avkastningskrav. Derfor vil hovedtyngden ligge på fundamental verdsettelse, mens de relative metodene brukes som supplement til verdsettelsen. De fundamentale verdsettelsesmetodene vi har valgt å bruke i oppgaven er den tilpassede versjonen av **fri kontantstrøm til egenkapital metoden** og **utbyttetmetoden**. De relative verdsettelsesmetodene vi skal bruke er **P/E-** og **P/B-metoden**. Sluttresultatet av vår verdsettelse av SRBANK per 31.12.16 vil være et vektet gjennomsnitt mellom de ulike verdsettelsesmetodene.

## 6.0 Regnskapsanalyse

En skiller vanligvis mellom eksterne og interne regnskapsanalyser. Den eksterne regnskapsanalysen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, mens en intern analyse baserer seg på en ubegrenset tilgang på informasjon fra selskapet. I dette kapitlet vil vi gjennomføre en ekstern regnskapsanalyse, som har til hensikt å identifisere den historiske og økonomiske utviklingen til SRBANK. Formålet med analysen er å skape et helhetlig bilde av den økonomiske situasjonen til banken. For å verdsette banken må vi estimere fremtidig økonomisk utvikling basert på blant annet hvordan banken har prestert over tid. Det finnes flere ulike metoder for regnskapsanalyser, og i denne oppgaven har vi valgt å benytte oss av trendanalyse og nøkkeltallsanalyse.

### **6.1 Rammeverk for regnskapsanalysen**

#### *6.1.1 Tidshorisont*

I analysen benytter vi historiske data fra banken for å se hvordan den økonomiske utviklingen har vært i en begrenset tidsperiode. Vi mener at tidshorisonten på analysen bør være lengre enn tre år, fordi det da blir lettere å se trender i den økonomiske utviklingen. En for kort analyseperiode kan gi feil inntrykk av den faktiske økonomiske utviklingen til banken, mens en for lang tidshorisont i analysen kan også være problematisk på grunnlag av at regnskapsregler og annet regelverk som bankene forholder seg til stadig er under endring. Går en for langt tilbake i tid, kan en derfor risikere at de eldre årsregnskapene ikke er direkte sammenlignbare med dagens årsregnskap. Valget av tidshorisont har samtidig grunnlag i om banken har vært stabil over tid. Har banken hatt en ustabil økonomisk utvikling i et historisk perspektiv, vil ikke dette være representativt for den økonomiske utviklingen frem i tid. Vi vurderer at SRBANK har vært en solid og stabil bank lenge. Banken ble som tidligere nevnt omdannet til aksjesparebank i 2012, som gjør at dette vil være et naturlig tidspunkt å starte analyseperioden fra.

Vi har på grunnlag av diskusjonen ovenfor valgt å ta utgangspunkt i års- og kvartalsrapporter fra de siste fem årene i regnskapsanalysen, det vil si at den valgte tidshorisonten er fra 2012 til 2016. Tidsperioden inkluderer både høykonjunktoren som var før oljekrisen inntraff og lavkonjunktoren i ettertid.

### *6.1.2 Valg av komparative selskaper*

Vi vil i regnskapsanalysen sammenligne SRBANK sin økonomiske utvikling med noen utvalgte komparative selskaper. Dette er for å kunne sette banken sine økonomiske presentasjoner i perspektiv, slik at vi vil være i stand til å konkludere om bankens utvikling samsvarer med utviklingen i bank- og finansbransjen. Sammenligningen er nødvendig for å kunne få en bedre forståelse for bedriftens økonomiske posisjon (Kristoffer, 2012, s.462). De komparative bankene i regnskapsanalysen velges med utgangspunkt i deres størrelse på forvaltningskapital, risikobilde og geografisk plassering. Kriteriet om geografisk plassering gjør at vi vil fokusere på banker som også har sitt markedsområde i Rogaland, Hordaland og Agder. Dette har vi valgt på grunnlag av at Rogaland har vært spesielt påvirket av oljekrisen de siste årene, og vi kan dermed sammenligne den økonomiske utviklingen i bankene som følger av oljekrisen. Vi syns også det vil være interessant å sjekke om SRBANK har vært mer eller mindre utsatt for tap på utlån enn de komparative selskapene. Som nevnt tidligere anser vi fullservice bankene DNB, Nordea, Handelsbanken og Danske Bank, i tillegg til lokale sparebanker, som bankens primære konkurrenter. De primære konkurrentene varierer i størrelse, markedsområde og tilgjengelig tallmateriale, og vi velger derfor å utelukke noen av konkurrentene for sammenligning i regnskapsanalysen.

DNB er betydelig større enn SRBANK. I 2015 hadde DNB en forvaltningskapital på hele 2 598 milliarder kroner, til sammenligning hadde SRBANK en forvaltningskapital på omlag 192 milliarder kroner. Likevel velger vi å bruke DNB som en av de komparative bankene i analysen. Dette er valgt på grunnlag av at DNB er en av bankens største konkurrenter med tanke på markedsandeler i regionen. Videre valgte vi å utelate Handelsbanken, Nordea og Danske Bank som komparative selskaper i regnskapsanalysen, dette skyldes at de er filialer av utenlandske banker som kompliserer analysen av årsregnskapene. Dette er på grunn av at det eksisterer forskjeller i regnskapsregler mellom de forskjellige nordiske landene (Dahl et al., 1997, s.221).

Med utgangspunkt i det vi har nevnt ovenfor falt valget på DNB og tre lokale sparebanker. De lokale sparebankene som vi skal inkludere i analysen er Sandnes Sparebank, Sparebanken Vest og Sparebanken Sør. De lokale sparebankene har en relativt lik størrelse på forvaltningskapitalen og er alle innenfor SRBANK sitt markedsområde. De fire sammenlignbare bankene er alle børsnotert på Oslo Børs og har årsrapporter lett tilgjengelig på sine hjemmesider, i likhet med SRBANK.

Tabell 11 presenterer de utvalgte komparative selskapene sammen med SRBANK, slik at leseren selv kan få et bilde av hvor sammenlignbare de er. Fra tabellen ser vi at SRBANK har hatt den største prosentandelen på tap av utlån i forhold til brutto utlån ved utgangen av 2015. Dette antas å ha en sammenheng med at banken har vært størst tapsutsatt med tanke på sin utlånsportefølje i forhold til de øvrige bankene.

**Tabell 11: Komparative selskaper i regnskapsanalysen**

Selskap	Tickerkode Oslobørs	Forvaltningskapital per 31.12.2015	Brutto utlån 31.12.2015	Resultat ført tap på utlån i % av brutto utlån
<i>SpareBank 1 SR-Bank</i>	SRBANK	192 049	155 190	0,27 %
<i>Sandnes Sparebank</i>	SADG	27 283	89 111	0,10 %
<i>Sparebanken Vest</i>	SVEG	161 633	129 924	0,14 %
<i>Sparebanken Sør</i>	SOR	101 334	22 972	0,11 %
<i>DNB</i>	DNB	2 598 530	1 542 744	0,15 %

Alternativt kunne vi ha brukt ett bransjegjennomsnitt for alle bankene i Norge som sammenlignings grunnlag. Problemet med dette er at den norske bankbransjen er karakterisert av et stort antall små banker, mens det kun er noen få mellomstore og store banker (Konkurransetilsynet, 2015, s.12). Når markedet er overrepresentert av små banker, vil bransjegjennomsnittet være påvirket av dette. En årsak til det er at små banker har en tendens til å ha høyere nøkkeltall enn mellomstore og store banker. Ettersom SRBANK er en mellomstor bank, vil ikke sammenligning med bransjegjennomsnittet være reelt med utgangspunkt i det som er nevnt ovenfor. Ved å bruke de fire komparative selskapene som sammenligning istedenfor bransjegjennomsnittet, får vi et bedre bilde av den økonomiske utviklingen i bankens markedsområde.

### **6.1.3 Tallmateriale**

I regnskapsanalysen benyttes tallmateriale hentet fra offentlig tilgjengelige års- og kvartalsrapporter som er publisert av bankene selv. Det er tatt i betraktning at årsrapportene til hver av bankene følger lovpålagte regnskapsregler og er blitt revidert av revisor før publisering, slik at vi vurderer kvaliteten og validiteten av rapportene som høy. Vi vil bruke årsrapporter for de årene de er tilgjengelige, og kvartalsrapporter der årsrapporter for 2016

ikke er blitt publisert enda. Dette har vi valgt fordi fjerdekvartalsrapportene har ureviderte tall for årsregnskapet tilgjengelig, mens selve årsrapportene er ferdig revidert av ekstern revisor. Årsrapportene betraktes derfor å ha høyere validitet enn kvartalsrapportene. Det er valgt å ta utgangspunkt i *konsernets* resultat- og balanseregnskap for de ulike bankene, da vi ønsker å finne verdiestimatet av SRBANK konsernet per 31.12.16. Morbankens resultat og balanse er dermed irrelevant for regnskapsanalysen av konsernet, ettersom denne ekskluderer datterselskapene. Som tidligere nevnt er konsernet børsnotert på Oslobørs og ettersom vi skal vurdere vårt estimat av konsernets verdi opp mot markedsverdien, vil det være hensiktsmessig å basere verdsettelsen på konsernets resultat og balanse.

I tabell 12 på neste side gis en presentasjon av SRBANK sine historiske regnskapsdata for de siste fem årene. Bankens balansedata for samme periode presenteres i tabell 13 på neste side. Dette har vi valgt å presentere her for å gi leseren en oversikt over datamaterialet som danner grunnlag for regnskapsanalysen av banken. Alle tall er i millioner kroner og negative tall representerer kostnader for banken. I tabell 12 har vi valgt å betegne summen av forskjellige regnskapsposter med bokstavene A, B, C, D og E for å gi leserne en bedre oversikt over hvilke poster som legges sammen i regnskapet.

**Tabell 12: Resultatregnskap (2012-2016)**

Resultatregnskap SR-Bank (i mill. kr)	2012	2013	2014	2015	2016
Renteinntekter	5 300	5 644	6 137	5 752	5 563
Rentekostnader	-3 558	-3 525	-3 733	-3 159	-2 692
<i>A) Netto renteinntekter</i>	<i>1 742</i>	<i>2 119</i>	<i>2 404</i>	<i>2 593</i>	<i>2 871</i>
Provisjonsinntekter	1 105	1 452	1 370	1 605	1 511
Provisjonskostnader	-76	-72	-78	-78	-72
Andre driftsinntekter	437	444	440	5	4
<i>B) Netto provisjons og andre inntekter</i>	<i>1 466</i>	<i>1 824</i>	<i>1 732</i>	<i>1 532</i>	<i>1 443</i>
Utbytte	25	33	36	17	110
Inntekter fra eierinteresser	265	355	506	422	384
Netto inntekter fra finansielle instrumenter	288	167	236	-135	160
<i>C) Netto inntekter fra finansielle investeringer</i>	<i>578</i>	<i>555</i>	<i>778</i>	<i>304</i>	<i>654</i>
<b><i>D) Sum netto inntekter (A + B + C)</i></b>	<b><i>3 786</i></b>	<b><i>4 498</i></b>	<b><i>4 914</i></b>	<b><i>4 429</i></b>	<b><i>4 968</i></b>
Personalkostnader	-1 082	-1 196	-1 202	-945	-1 166
Administrasjonskostnader	-417	-432	-468	-480	-464
Andre driftskostnader	-389	-391	-386	-438	-402
<i>E) Sum driftskostnader</i>	<i>-1 888</i>	<i>-2 019</i>	<i>-2 056</i>	<i>-1 863</i>	<i>-2 032</i>
Driftsresultat før nedskrivning på utlån (D - E)	1 898	2 479	2 858	2 566	2 936
Nedskrivninger på utlån og garantier	-137	-132	-257	-420	-778
<i>Driftsresultat før skatt</i>	<i>1 761</i>	<i>2 347</i>	<i>2 601</i>	<i>2 146</i>	<i>2 158</i>
Skattekostnad	-400	-487	-506	-400	-403
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>1 361</b>	<b>1 860</b>	<b>2 095</b>	<b>1 746</b>	<b>1 755</b>

**Tabell 13: Balanseregnskap (2012-2016)**

Balanseregnskap SR-Bank (i mill. kr)	2012	2013	2014	2015	2016
Kontanter og fordringer på sentralbanker	1 314	1 265	1 847	931	1 079
Utlån til og fordringer på kredittinstitusjoner	1 087	1 253	2 222	2 984	4 334
Utlån til kunder	108 758	119 525	140 920	154 357	156 372
Sertifikater og obligasjoner	18 677	21 065	15 261	19 533	21 024
Finansielle derivater	4 578	4 923	7 340	6 135	4 315
Aksjer, andeler og andre egenkapitalinteresser	671	938	626	441	596
Virksomhet som skal selges	85	85	22	168	22
Investering i eierinteresser	4 964	4 710	4 727	4 792	4 460
Investering i konsernselskap	0	0	0	0	0
Andre eiendeler	1 409	3 221	1 961	2 708	1 206
<b>Sum eiendeler</b>	<b>141 543</b>	<b>156 985</b>	<b>174 926</b>	<b>192 049</b>	<b>193 408</b>
Gjeld til kredittinstitusjoner	4 522	3 742	6 139	5 296	2 674
Innlån statsforvaltning vedrørende bytteordning OMF	7 299	6 429	0	0	
Innskudd fra kunder	67 594	71 667	81 489	89 444	85 914
Gjeld stiftet ved utstedelse av verdipapirer	40 691	52 328	63 253	71 979	79 183
Finansielle derivater	2 282	2 013	3 317	2 786	2 515
Annen Gjeld	2 295	2 746	2 361	2 171	2 188
Ansvarlig lånekapital	4 223	4 004	2 964	3 459	2 646
<i>Sum gjeld</i>	<i>128 906</i>	<i>142 929</i>	<i>159 523</i>	<i>175 135</i>	<i>175 120</i>
Akjsekapital	6 394	6 394	6 394	6 394	6 394
Beholdning av egne aksjer	-9	-5			
Overkursfond	1 587	1 592	1 587	1 587	1 587
Avsatt utbytte	384	409	512	384	575
Fond for urealiserte gevinster	72	162	59	163	52
Annen egenkapital	4 209	5 504	6 851	8 386	9 680
<i>Sum egenkapital</i>	<i>12 637</i>	<i>14 056</i>	<i>15 403</i>	<i>16 914</i>	<i>18 288</i>
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>141 543</b>	<b>156 985</b>	<b>174 926</b>	<b>192 049</b>	<b>193 408</b>



## **6.2 Trendanalyse**

I trendanalysen, ser en på endringer som har skjedd fra en historisk periode til en annen. Formålet med trendanalysen er å identifisere økninger eller nedganger av forskjellige regnskaps- og balanseposter som har oppstått over tid (Kristoffersen, 2012, s.463). De historiske tallene gir en indikasjon på hvor stabil banken har vært i sin økonomiske utvikling. Trendanalysen av SRBANK gjennomføres ved å analysere de historiske resultatregnskapene og balanseregnskapene til banken som ble presentert på forrige side.

Resultatregnskapet er en oppsummering av lønnsomheten til banken fra år til år. Det representerer inntekter og kostnader som banken har hatt i perioden, som til sammen utgjør bankens årsresultat (Bodie et al., 2014, s.635-636). Fra tabell 12 ser vi at banken har hatt en positiv utvikling i årsresultatet de tre første årene (2012-2014). Deretter ser vi at nedgangskonjunktoren i 2015, som følge av oljeprisfallet, hadde en negativ innvirkning på bankens årsresultat. Fra 2014 til 2015 ble bankens resultat etter skatt redusert med 349 millioner kroner (=2 095 - 1 746). Netto renteinntekter til banken var økende fra 2014 til 2015, samtidig som driftskostnadene ble redusert. Det negative utslaget i resultatet i 2015 skyldes dermed hovedsakelig en nedgang i bankens øvrige inntekter, samt nedskrivninger på utlån og garantier. I 2016 ser vi at banken fikk bedret resultatet fra året før, jf. tabell 12 s.58. Netto provisjons og andre inntekter hadde en nedgang fra året før, samtidig som driftskostnadene økte. Vi ser også at regnskapsposten for nedskrivninger på tap og garantier var stigende i perioden. Det som bidro til at årsresultatet økte fra 2015 til 2016 var dermed netto renteinntekter og inntekter fra bankens finansielle investeringer. Som nevnt tidligere vurderer vi at SRBANK er i modningsfasen av bransjens livssyklus og at banken har vært stabil over tid. Dette gjenspeiles i presentasjonen av resultatregnskapet til banken i perioden 2012-2016. Banken har hatt en stigende utvikling i årsresultatet, unntaket er nedgangen i resultatet som følger av negative makroøkonomiske forhold i en krevende tid etter oljeprisfallet.

Posten i resultatregnskapet er påvirket av flere faktorer som er vanskelige å måle for oss som eksterne analytikere, dette inkluderer blant annet regnskapsmessig skjønn og hvordan bankens årsresultat påvirkes av den generelle økonomien. Likevel er analyse av resultatregnskapet vurdert til å gi en god del informasjon om bankens fremtidige resultater. Det er for eksempel

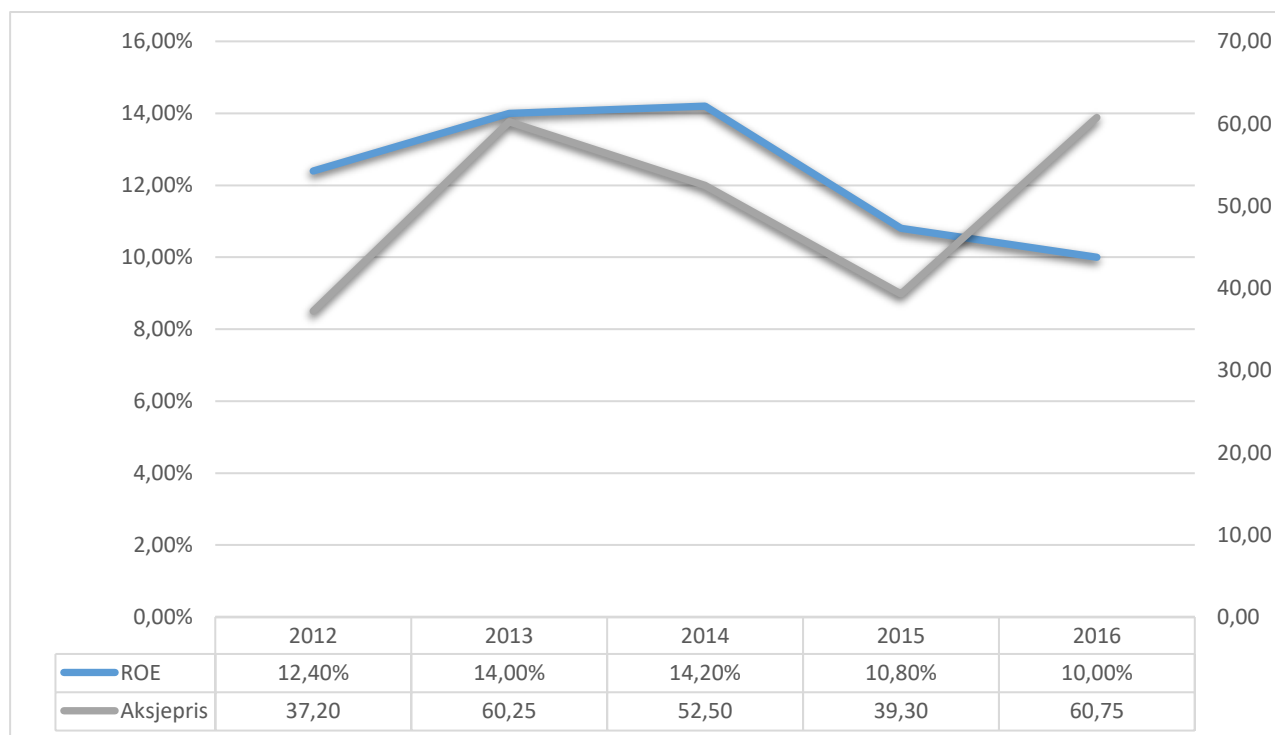
observert at aksjepriser tenderer til å øke når bedrifter offentliggjør rapporter som viser et høyere resultat enn det investorer hadde forventet (Bodie et al., 2014, s.637).

$$ROE = \frac{\text{Årsresultat etter skatt}}{\text{Egenkapital}}$$

Formel 12: ROE - avkastning på egenkapitalen

Egenkapitalavkastningen (ROE) er et nøkkeltall som fokuserer på lønnsomheten til egenkapital investeringer. Formelen for å regne ut ROE er årsresultat etter skatt delt på egenkapitalen til selskapet, jf. formel 12 ovenfor. På denne måten representerer nøkkeltallet det realiserede årsresultatet til aksjonærene per krone de har investert i selskapet (Bodie et al., 2014, s.642). Figur 11 viser den prosentvise egenkapitalavkastningen (ROE) sammen med aksjekursen i perioden 2012 til 2016. Den historiske utviklingen i ROE for banken har vært positiv i perioden fra 2012-2014, i etterkant av oljeprisfallet ser vi at utviklingen i ROE var negativ. Dette nøkkeltallet har dermed en betraktelig sammenheng med bankens utvikling i årsresultat i perioden.

Figur 11: ROE vs. aksjekurs



I figur 11 på forrige side ser vi at aksjekursen til SRBANK har vært mer volatil enn deres ROE i perioden. Vi ser for eksempel en positiv utvikling i kursen fra 2015 til 2016, mens ROE har blitt moderat redusert i perioden. Dette kan blant annet tyde på at årsresultatet som banken oppnådde i 2015 var bedre enn det investorene hadde forventet. SRBANK skriver i sin årsrapport fra 2016 at de har som mål for 2017 å oppnå en egenkapitalavkastning på 11 % (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.10).

I motsetning til bankens resultatregnskap, som måler bankens lønnsomhet over en periode, så skaper balanseregnskapet et bilde av bankens finansielle tilstand på de ulike tidspunktene. Balansen er en liste over bankens eiendeler og gjeld ved utgangen av året. Forskjellen mellom eiendeler og gjeld utgjør egenkapitalen til banken (Bodie et al., 2014, s.637). Tabell 13 på side 58 viser bankens historiske utvikling i balanseregnskapet. Fra tabellen ser vi at banken har hatt en stigende trend i forvaltningskapitalen (sum eiendeler eller sum gjeld og egenkapital) de siste fem årene. Størrelsen på forvaltningskapitalen er avgjørende for å fremme vekst i bankens utlånsportefølje. Eiendelspostene «utlån til kunder» og «utlån til fordringer på kredittinstitusjoner» er begge stigende i perioden 2012 til 2016.

### **6.3 Nøkkeltallsanalyse**

Årsregnskapet i seg selv kan være informativt, men en må relatere det til noe for at det skal gi videre mening. De absolutte tallene i årsregnskapet har begrensninger for sammenligning, og derfor benytter vi ulike resultatmål i nøkkeltallsanalysen (Kristoffersen, 2012, s.473). Vi vil fokusere på nøkkeltallene som er presentert av Roar Hoff i hans artikkel *Verdsettelse av banker* (Dahl et al., 1997, s.221-225). Analysen vil gi et innblikk i hvor likvid, lønnsom, kapitalsterk og solid SRBANK har vært de siste fem årene, i sammenligning med de komparative bankene. Tallene uttrykkes i prosent, fordi det gjør det lettere å forstå forskjeller mellom bankene og ulike tidsperioder (Kristoffersen, 2012, s.474). Vi har regnet ut gjennomsnittet av nøkkeltallene til SRBANK og de fire komparative bankene, dette betegnes som «bransje» i de tilhørende grafene. Vedlegg 3 til og med 10, viser alle de utregnede nøkkeltallene fordelt på bankene som er tatt med i analysen.

### **6.3.1 Kredittkvalitet**

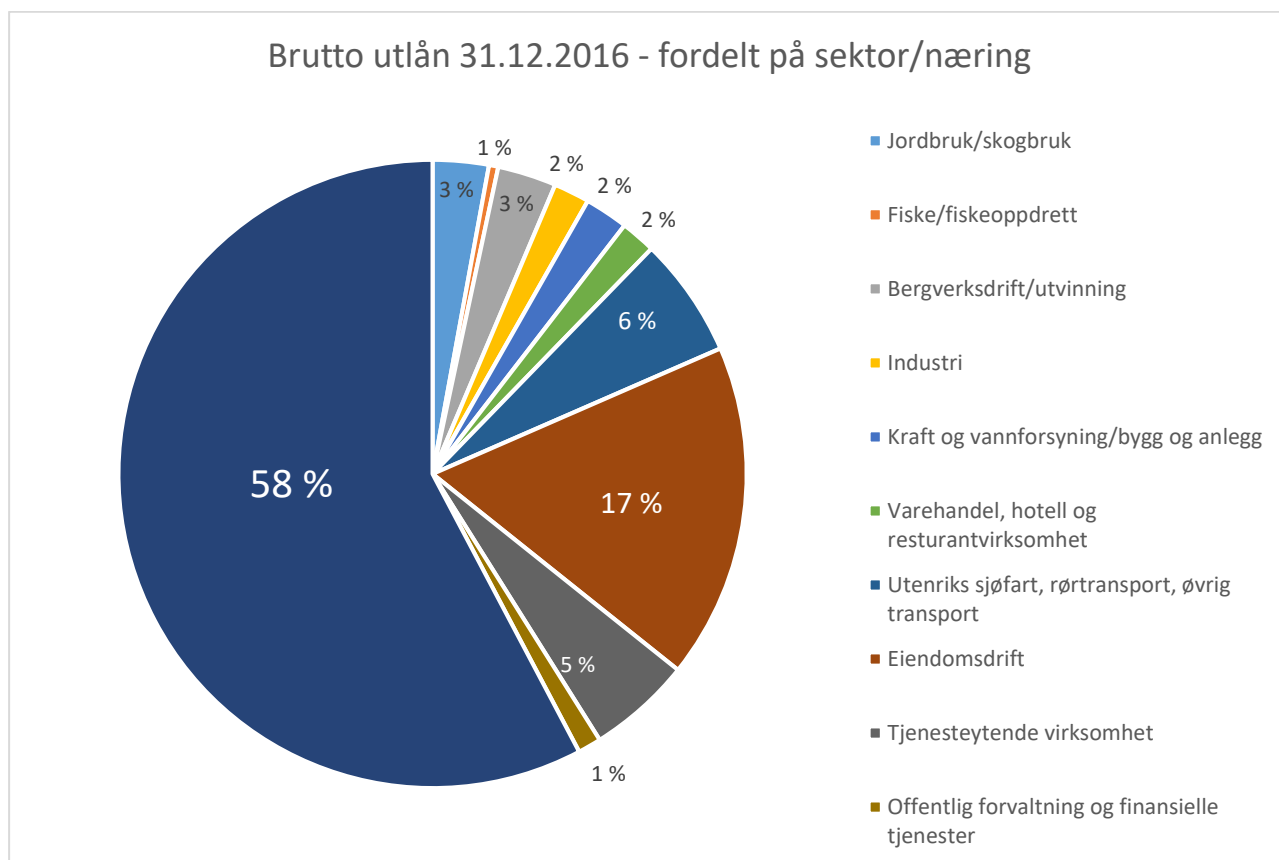
I den første delen av nøkkeltallsanalysen skal vi vurdere SRBANK sin kredittkvalitet sett i forhold til de komparative bankene. Kredittkvaliteten måler hvilken kredittrisiko som er forbundet med bankens utlånsportefølje. Dette innebærer tap på utlån som følger av misligholdelser og nedskrivninger. Kredittrisiko defineres som risikoen for at banken ikke får tilbake penger som de har lånt ut, og den betegnes gjerne som bankens viktigste risiko å kontrollere. Målet til enhver bedrift er å oppnå en god risikostyring for å håndtere risikoen på en best mulig måte, og eventuelt klare å redusere tap. Kredittkompetansen til bankens ansatte betraktes som en avgjørende faktor for å oppnå langsiktig lønnsomhet (Dahl et al., 1997, s.206-207). En stor andel av utlån med høy risiko i bankens utlånsportefølje vil gi en dårlig kredittkvalitet til banken. Diversifisering av bankens utlånsportefølje kan være med på å redusere risikoen og dermed øke kredittkvaliteten.

Analysen av SRBANK sin kredittkvalitet starter med at vi ser på bankens utlånsportefølje, slik at vi får en oversikt over hvordan utlånet er fordelt på forskjellige forretningsområder. Videre ser vi på tapsnivået til de forskjellige bankene for å ta en vurdering av hvor mye tap banken har hatt i forhold til de komparative bankene. Vi har til slutt lagt vekt på bankens interne og eksterne kredittkvalitet for å kunne si noe om hvilket nivå SRBANK har hatt på kredittkvaliteten de seneste årene.

#### **Bankens utlånsportefølje**

Figur 12 på neste side viser bankens utlånsportefølje per 31.12.2016, og viser utlånsandelen banken hadde i forskjellige næringer på dette tidspunktet, samt andelen utlån som i personmarkedet. De prosentvise utlånsandelene i figuren er regnet ut i vedlegg 11, hvor vi har hentet ut brutto utlån i kroner basert på de forskjellige sektorene fra bankens årsrapport for 2016.

Figur 12: Segmentfordeling i SpareBank 1 SR-Banks utlånsportefølje



Utlån til personmarkedet utgjorde den største andelen av bankens brutto utlån ved utgangen av 2016 og er på hele 58 %, jf. figur 12. Dette tilsier at utlån til bedriftsmarkedet var 42 % på samme tidspunkt. Det er kun to segmenter som utgjør en stor andel av bankens samlede brutto utlån, personmarkedet og eiendomsdrift. Eiendomsdriften utgjorde 17 % av den totale andelen brutto utlån til banken per 31.12.2016. Samtidig består utlånsandelen i personmarkedet hovedsakelig av utlån til bolig- og eiendomsformål, noe som tilsier at SRBANK har en relativ stor eksponering for endringer i boligmarkedet. Fra nærings siden er det eiendomsdrift som stod for den største andelen av utlån til bedriftskunder, hvor prosent andelen er 40,83 % (eiendomsdrift/sum næring i vedlegg 11). Fra figur 12 ser vi at utlånsandelen i andre næringer relativt lav, og andelene ligger mellom 1-6 prosent. Ut ifra vurderer vi at bankens utlånsportefølje er relativt lite diversifisert og har en høy andel konsentrasjonsrisiko knyttet til eiendom og boligmarkedet.

Likevel har SRBANK fordelt utlånsporteføljen til bedriftsmarkedet over en rekke forskjellige næringer, utenom eiendomsdrift er det ni andre sektorer i porteføljen. Selv om andelen i de ni andre sektorene anses som lav, relativt til det totale utlånsvolumet, vil spredningen i ulike sektorer likevel kunne bidra til å diversifisere porteføljen noe. Med tanke på dette vurderer vi at bankens utlånsportefølje til å være noe diversifisert i markedet, men at de potensielt kan dra fordeler av å diversifisere utlånsporteføljen ytterligere med å ha større andeler utlån til andre segmenter som ikke er tilknyttet bolig- og eiendomsformål. Som tidligere diskutert i kapittel 2 er bankens markedsområde eksponert for oljerelatert virksomhet. I flere år har spesielt Rogaland, men også de andre regionene i bankens markedsområde, hatt et stort fokus på oljeindustrien. Vi betrakter derfor også at bankens utlånsportefølje har en relativt høy konsentrasjonsrisiko knyttet til oljerelatert virksomhet.

### **Tapsnivå**

Tapsnivået reflekterer hvor stor andel av bankens utlånsportefølje som har blitt tapsført i perioden, sammenlignet med de komparative bankene.

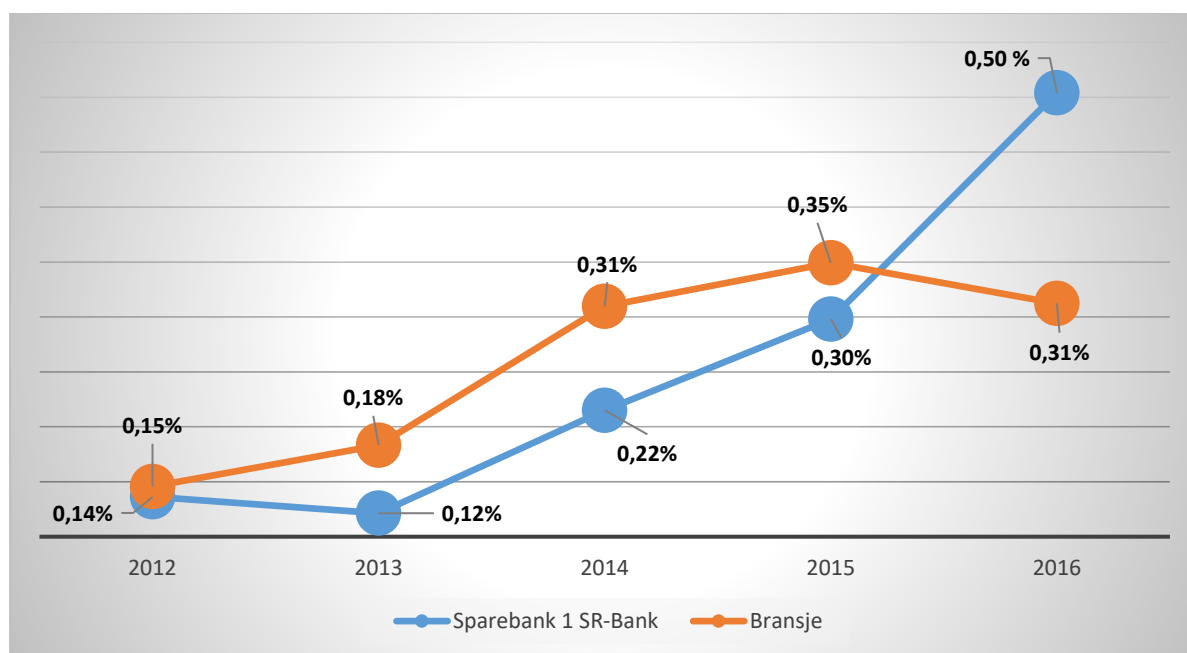
$$Tapsnivå = \frac{Tap\ på\ utlån}{netto\ utlån\ 01.01}$$

Formel 13: Tapsnivå

Nøkkeltallet tapsnivå utregnes som i formel 13, hvor tap på utlån deles på netto utlån målt ved inngangen av året (01.01). Årsaken til at en benytter denne fremgangen for utregning av tapsnivået er at en unngår at en sterk vekst i året overskygger tapsnivået (Dahl et al., 1997, s.224).

I figur 13 på neste side vises tapsnivået til SRBANK sammen med tapsnivået til bransjen i perioden 2012-2016. SRBANK hadde et lavere tapsnivå enn bransjen i perioden fra 2012 til 2015, men dette snudde i 2016. Da var bankens tapsnivå på 0,50%, mens bransjens tapsnivå var på 0,31%. Fra analysen av bankens utlånsportefølje fant vi ut at SRBANK er eksponert for endringer i boligmarkedet og samtidig er spesielt utsatt for endringer i oljebransjen. Etter oljepris nedgangen i 2014 har bankens tapsnivå gått kraftig oppover. Det samme gjelder for bransjen frem til 2015, men bransjen fikk et lavere tapsnivå enn SRBANK i 2016. Den kraftige nedgangen for bransjen det siste året skyldes i hovedsak at både Sparebank Vest og Sparebank Sør hadde svært lavt tapsnivå i 2016, jf. vedlegg 7.

Figur 13: Tapsnivå



Dahl et al. (1997) mener et tapsnivå for forretningsbanker sånn ca. vil ligge på 0,50%, mens det for sparebanker vil være noe lavere. SRBANK har generelt sett ligget godt under det som regnes som et normalt nivå, og i 2016 var de nøyaktig på 0,50 %. Fra vedlegg 7 ser vi at de komparative bankene stort sett har hatt et tapsnivå som er lavere enn 0,50 % gjennom hele perioden. Unntakene er Sandnes Sparebank som i 2015 hadde et tapsnivå på hele 0,98 % og Sparebanken Sør som hadde et tapsnivå på 0,68 % i 2014.

SRBANK konsernet økte gruppevis nedskrivning i 2016 som følger av et krevende makroøkonomisk markedsforhold, som var preget av usikkerhet knyttet til oljeprisens utvikling. Samtidig hadde mislighold av lån en svak oppgang i 2016. Banken har hatt et kontinuerlig og godt fokus på risikohåndtering i perioden, som resulterte i et akseptabelt tapsnivå for banken på tross av krevende markedsforhold (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.52).

### Intern kredittkvalitet

SRBANK har interne retningslinjer for vurdering av kredittkvaliteten, og de interne retningslinjene benyttes for å vurdere risikoen på bankens finansielle eiendeler i utlånsporteføljen (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.86). Tabell 14 viser SRBANK sin interne risikoklassifiseringsskala (PD) og hvordan rangeringen er sammenlignet med «S&P rating» standarden (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.87).

Tabell 14: Intern kredittkvalitetsskala

<b>Bankens risikoklassifisering</b>	<b>S&amp;P rating</b>
PD 0,00 - 0,50 %	AAA til BBB-
PD 0,50 - 2,50 %	BB+ til BB-
PD 2,50 - 5,00 %	B+
PD 5,00 - 99,99 %	B og lavere

Kilde: (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.87)

I tabell 15 under presenteres den interne kredittkvaliteten fordelt på grupper av de utlånsbaserte eiendelene i konsernets balanseregnskap per 31.12.16. Kredittkvaliteten har vi valgt å betegne som høy, middels høy, middels lav og lav i tabellen. Disse rangeringene er basert på den prosentvise sannsynligheten for at kunder misligholder lånet («Probability of Default», PD). Jo mindre sannsynlighet det er for at kunden misligholder lånet, desto mindre er risikoen. Lavere sannsynlighet tilsvarer derfor en høyere kredittkvaliteten på lånene.

Tabell 15: Kredittkvalitet pr klasse av finansielle eiendeler

Kredittkvalitet 2016	Høy (PD 0-0,5 %)	Middels høy (PD 0,5 -2,5 %)	Middels lav (PD 2,5 - 5 %)	Lav (PD 5 - 99,99 %)
<i>Netto utlån:</i>				
Kredittinstitusjoner	100,00 %			
Personmarked	77,00 %	19,26 %	1,18 %	1,91 %
Bedriftsmarked	25,83 %	50,55 %	13,99 %	10,00 %
<i>Finansielle investeringer:</i>				
Noterte obligasjoner og sertifikater	98,76 %	0,73 %	0,03 %	0,44 %
Unoterte obligasjoner og sertifikater	99,16 %	0,61 %	0,23 %	0,00 %
Opptjente renter	98,45 %	0,78 %	0,00 %	0,78 %
<b>Sum utlånte eiendeler</b>	<b>61,88 %</b>	<b>27,79 %</b>	<b>5,59 %</b>	<b>0,01 %</b>

Tabell 15 viser den prosentvise fordelingen på ulike klassifiseringer av kredittkvaliteten, som vi har regnet ut fra tallene i vedlegg 13. Den gjenstående prosentandelen som ikke vises i tabell 15 er andelen av de forskjellige eiendelene som har blitt misligholdt eller nedskrevet i perioden. Hele andelen av bankens kredittinstitusjoner er klassifisert til å ha den høyest mulige kredittkvaliteten (PD 0 -0,5%). Videre ser vi at 77 % av netto utlån til personmarkedet



er vurdert til den høyeste kredittkvaliteten. Fra bedriftsmarkedet er risikoen vurdert til å være noe høyere, da den største andelen (50,55 %) av utlån til og fordringer på bedriftsmarkedet er karakterisert til å ha en middelhøy kredittkvalitet per 31.12.16. De aller fleste finansielle investeringene har SRBANK selv vurdert til å ha den høyeste kredittkvaliteten. I henhold til vedlegg 13 ser vi at det er en svært liten del av bankens finansielle investeringer som ble misligholdt i 2016. Fra den nederste kolonnen i tabell 15, som viser summen av utlånte eiendeler, ser vi at banken har vurdert at hele 61,88 % av utlånsporteføljen til å den høyeste kredittkvaliteten ved utgangen av 2016. Som betyr at over halvparten av bankens utlånsportefølje har meget god kredittkvalitet, med tilsvarende lav risiko. Samtidig er det 27,79 % av bankens utlånsportefølje som fikk tildelt middels høy kredittkvalitet i samme periode, og dette trekker bankens kredittkvalitet litt ned.

I sin årsrapport fra 2016 skriver SRBANK at konsernet har et betydelig fokus på utlånsporteføljens konsentrasjonsrisiko. Banken har kredittstrategiske rammer som setter begrensninger med tanke på risikoprofil og eksponering i utlånsporteføljen. I tillegg foreligger det forskrifter for utlånspraksisen som setter begrensninger for denne typen risiko. Bransjer eller segmenter som utgjør en særskilt risiko har i tillegg til de kredittpolitiske retningslinjene, enda strengere krav til utlån, som for eksempel nivå på egenkapital, finansieringsgrad og forhåndssalg på boligprosjekter (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.75). SRBANK vurderer selv at de har hatt en god og stabil kredittkvalitet på bedriftsmarkedsporteføljen i 2016, sammenlignet med året før. Samtidig har personmarkedsporteføljen hatt en positiv utvikling i kvaliteten fra 2015 til 2016. Utviklingen i utlånsporteføljen til personmarkedet har vært preget av en lav risikoprofil, samtidig som de har hatt det samme nivået av belåningsgrad. I tillegg er mesteparten av lån til privatkunder er sikret gjennom pant i fast eiendom. Disse vurderingene tilsier at banken har en begrenset risiko for tap på utlån (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.52).

### **Ekstern kredittkvalitet**

Det eksterne ratingbyrået «Moody's» gjennomfører årlig en kredittkvalitetsvurdering av SRBANK. Den nyeste tilgjengelige vurderingen som de har gjennomført av banken var den 10.04.2017. Fra rapporten kommer det frem at ratingbyrået vurderer banken til å ha en grunnleggende kredittvurdering tilsvarende **Baa2** (Moody's Investor Service, 2017, s.1). Denne vurderingen er på nasjonalt nivå, som betyr at SRBANK er kredittvurdert i sammenligning med andre norske banker, og ikke med internasjonale banker (Moody's Investor Service, 2016. s.12).

I henhold til vedlegg 12 betyr denne kredittvurderingen (Baa2) at SRBANK har en gjennomsnittlig kredittkvalitet relativt til andre utstedere i det norske markedet per 10.04.2017 (Moody's Investor Service, 2016, s.12). Moody's argumenter at de har satt denne kredittvurderingen av SRBANK fordi de har en solid posisjon i sitt markedsområde, de har styrket sin kapitaldekningsbuffer fra tidligere år og har samtidig økt sine netto renteinntekter fra 2015 til 2016. Disse styrkene er balansert ut av noen svakheter som banken står ovenfor. En av svakhetene som trekkes frem er at banken har et begrenset geografisk område. Som resulterer i at banken har en høy konsentrasjonsrisiko knyttet til selskaper med høy volatilitet, som for eksempel bedrifter innen oljesektoren og eiendomsdrift (Moody's Investor Service, 2017, s.1). I rapporten kommer det videre frem at SRBANK opplevde en betydelig oppgang i tapsutsatte lån og nedskrivninger i 2016. Denne negative utviklingen skyldes hovedsakelig bankens eksponering til oljerelatert virksomhet. Til slutt konkluderer Moody's at SRBANK har hatt en robust risikostyring i et krevende år. Den gode håndteringen av risiko har ført til at banken likevel har vedlikeholdt en tilfredsstillende kredittkvalitet (Moody's Investor Service, 2017, s.1).

### **Oppsummering av kredittkvaliteten**

Ovenfor har vi analysert en rekke forhold som kan fortelle oss om hvor utsatt SRBANK er for kredittrisiko i sin utlånsportefølje. Vi startet med å se på bankens utlånsportefølje som vi vurderer til å være lite diversifisert med tanke på at personmarkedet og eiendomsdrift (fra bedriftsmarkedet) utgjør en så stor del av den totale utlånsmassen. Dette resulterer i at banken har en høy andel konsentrasjonsrisiko og er sensitiv for endringer i boligmarkedet. Samtidig argumenteres det for at banken er ekstra utsatt for svingninger i oljerelatert virksomhet. Dette skyldes bankens geografiske markedsområde, som har vært preget av en kraftig nedgangskonjunktur som følger av oljeprisfallet.

Analysen av nøkkeltallet tapsnivå ga oss mulighet til å vurdere bankens historiske kredittkvalitet relativt til de komparative bankene. I perioden 2012-2015 hadde banken et lavere tapsnivå enn bransjen, men tapsnivået steg over bransje gjennomsnittet i 2016. Dette indikerer at SRBANK kan ha hatt en høyere kredittkvalitet enn de andre bankene i perioden før 2015. I 2016 ser det derimot ut til at SRBANKs kredittkvalitet er blitt lavere enn kredittkvaliteten til de utvalgte komparative bankene i bransjen. Avslutningsvis vurderes kredittkvaliteten til SRBANK til å være middels høy per 31.12.2016. Både den interne og

eksterne kredittvurderingen taler for at banken har denne kredittkvaliteten på sin utlånsportefølje.

### 6.3.2 Lønnsomhet

Lønnsomheten til banken henger sammen med kredittkvaliteten som ble analysert ovenfor. Nøkkeltall innenfor lønnsomhet skal representere bedriftens anlegg til å produsere overskudd. Lønnsomheten må være tilstrekkelig for at investorer og eiere skal ønske å sette inn ny egenkapital i selskapet. Samtidig må en bedrift være lønnsom over tid for å overleve i markedet på lang sikt (Kristoffersen, 2012, s.473).

#### Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten angir avkastning på aksjonærenes investering i selskapet, og anses å være et av de viktigste målene på lønnsomhet for potensielle investorer. Formel 14 under viser hvordan egenkapitalrentabiliteten beregnes etter skatt. Det er også mulig å beregne dette nøkkeltallet før skatt, men ettersom det mest interessante for oss er å vite hvor stor andel av bankens resultat som tilfaller egenkapitalen, har vi valgt å fokusere på etter skatt beregningen av nøkkeltallet (Kristoffersen, 2012, s.479).

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt (\%)} = \frac{\text{Årsresultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

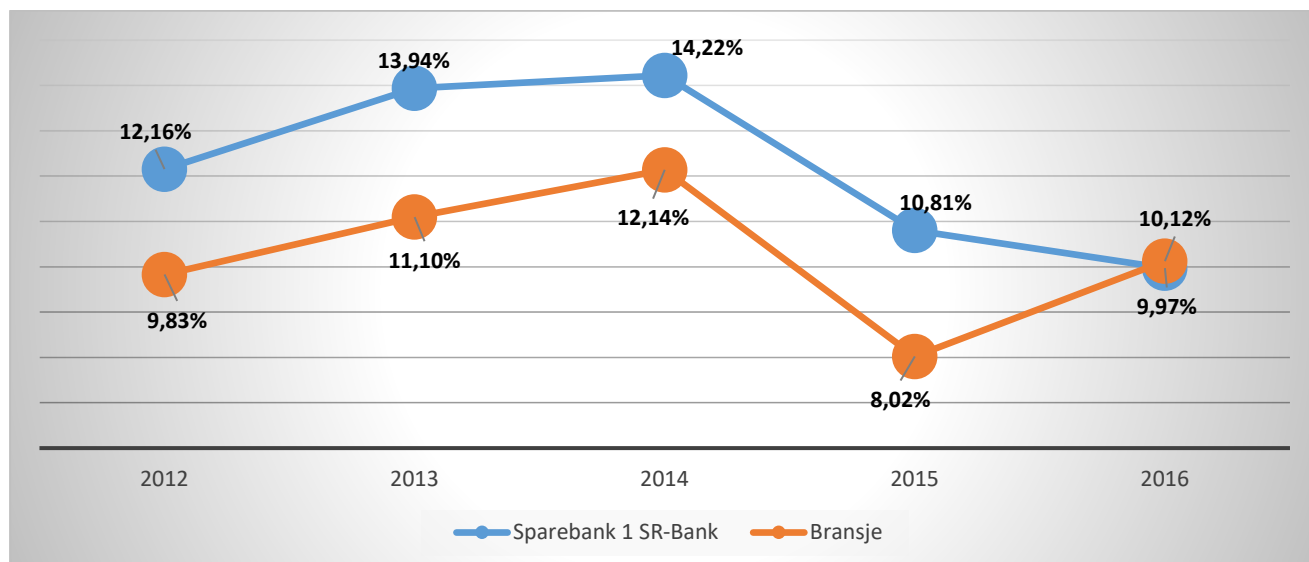
$$\text{Gjennomsnittlig egenkapital} = \frac{\text{Egenkapital IB} + \text{Egenkapital UB}}{2}$$

Formel 14: Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten beregnes dermed ved å dele årsresultat etter skatt med den gjennomsnittlige egenkapitalen i det året man ser på, jf. formel 14. Forholdstallet reflekterer med andre ord det prosentvise overskuddet som blir gitt til egenkapitalen (avkastning på egenkapitalen). Dette overskuddet kan enten utbetales som utbytte eller tilbakeholdes for å styrke bedriftens egenkapital. Egenkapitalrentabiliteten regnes ut på nesten nøyaktig samme måte som ROE, som vi tidligere presenterte i trendanalysen av selskapet. Dette er fordi begge nøkkeltallene representerer avkastningen på bankens egenkapital. Forskjellen her er at vi benytter den gjennomsnittlige egenkapitalen istedenfor den bokførte egenkapitalen ved

utgangen av året. Grafen som viser utviklingen i SRBANK sin egenkapitalrentabilitet i figur 14 nedenfor, er dermed tilnærmet lik grafen av ROE (se figur 11, s.60).

Figur 14: Egenkapitalrentabilitet



Figur 14 viser utviklingen i SRBANK sin avkastning på egenkapitalen sammenlignet med bransjen over den historiske tidshorisonten på fem år. Vi ser at banken har hatt en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjegenomsnittet i hele perioden, bortsett fra i 2016. Både bransjen og SRBANK sin egenkapitalrentabilitet var stigende fra 2012 til 2014, for deretter å falle i 2015. Den negative utviklingen fortsatte inn i 2016 for SRBANK, mens bransjen opplevde en økning fra 2015 til 2016. Fra vedlegg 3 kan vi se at det er DNB, Sparebanken Vest og SRBANK som trekker bransjegenomsnittet opp, mens Sandnes Sparebank og Sparebanken Sør trekker gjennomsnittet litt ned. Ettersom fordelingen mellom høye og lave egenkapitalrentabiliteter er omtrentlig lik, vurderer vi bransjesnittet til å være representativt for sammenligning. Ut ifra figur 14 ser det ut til at SRBANK har hatt en høyere avkastning på egenkapitalen enn bransjen, men vi må også ta i betraktning hvor mye egenkapitalandel de ulike bankene har før vi kan konkludere med dette. Dette er fordi egenkapitalandelen som bankene stilte med på de ulike tidspunktene, er med på å bestemme størrelsen på dette nøkkeltallet.

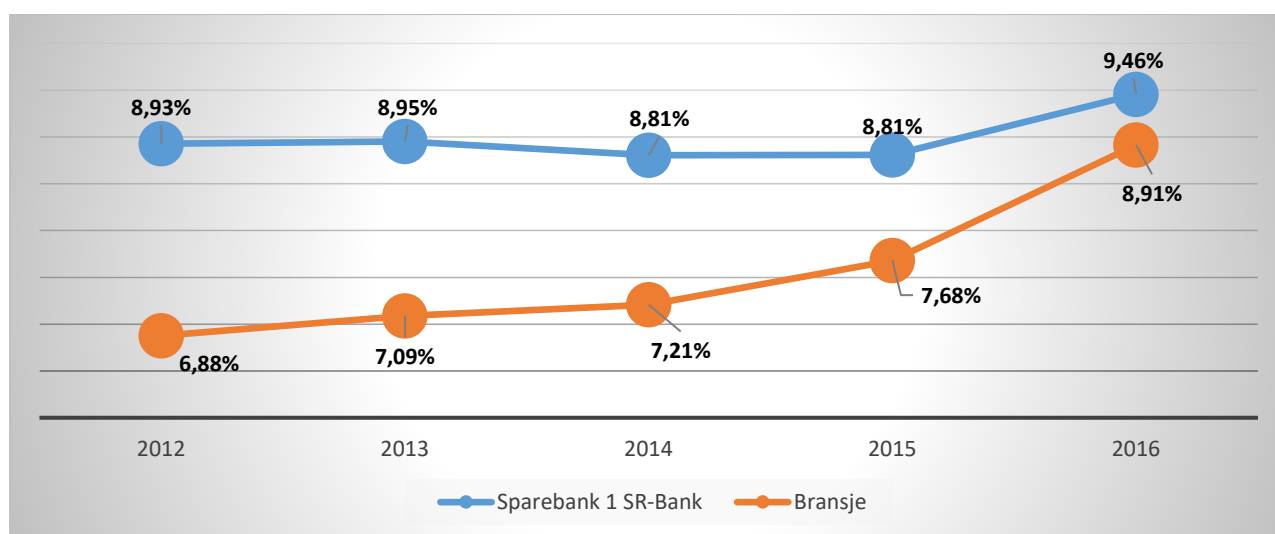
Ulike egenkapitalandeler i bankene kan ha en vesentlig påvirkning på egenkapitalrentabiliteten gjennom det som kalles «gearingeffekten»<sup>7</sup>. Ettersom egenkapitalrentabiliteten vil bli lavere for selskapet, jo høyere egenkapitalandel det har. En bør derfor vurdere dette nøkkeltallet kritisk og ikke direkte anta at den banken med høyest egenkapitalrentabilitet er den som drives best. Motstykket av høyere egenkapitalrentabilitet kan nemlig være vesentlig høyere risiko (Dahl et al., 1997, s.223). Vi har derfor valgt å se på egenkapitalrentabiliteten til bankene i sammenheng med egenkapitalandelen som de har hatt i analyseperioden. Egenkapitalandelen regnes ut ved å dele egenkapitalen på totalkapitalen, jf. formel 15.

$$\text{Egenkapitalandel (\%)} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 15: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen regnes ut ved å dele egenkapitalen på totalkapitalen. Egenkapitalandelen gjenspeiler dermed hvor stor del av bankenes eiendeler som er finansiert med egenkapital. Dette nøkkeltallet sier også noe om hvor mye en bedrift kan gå i tap før det går utover gjelden, som vil si at en høyere egenkapitalandel reflekterer høyere soliditet. Totalkapitalen til en bedrift er balansesummen og kan beregnes som summen av eiendeler, tilsvarende kan den beregnes som summen av egenkapital og gjeld (Kristoffersen, 2012, s.488).

Figur 15: Egenkapitalandel



<sup>7</sup> Gearingeffekten, også kalt hevestangeeffekten, kan oppnås ved å finansiere en investering direkte gjennom lån. Denne effekten oppnås vanligvis gjennom handel i derivater som for eksempel opsjoner. Det kan gi mulighet for større gevinst, men også større risiko (Skatteetaten, 2017, 13.03.).

Figur 15 på forrige side viser at egenkapitalandelen til SRBANK har ligget jevnt over bransjen i perioden 2012 til 2015, mens bransjens egenkapitalandel økte kraftigere enn banken i 2016. Dette året var egenkapitalandelen til banken på 9,46% mens bransjens egenkapitalandel var på 8,91 %. Vedlegg 4 viser at SRBANK har hatt ett høyere nivå på egenkapitalandelen enn de ulike komparative bankene gjennom hele analyseperioden. Alle bankene har hatt en stigende utvikling i egenkapitalandelen. Økningen i egenkapitalandel for både SRBANK og bransjen skyldes blant annet at de har måttet øke sin egenkapital for å møte strengere krav til kapitaldekning fra myndighetene. Samtidig jobber bankene mot å bygge opp kapitalen for å møte enda strengere krav i årene som kommer. Ettersom SRBANK har ligget på et noe høyere nivå gjennom hele perioden har utviklingen i egenkapital vært mer stabil for banken, mens bransjen har økt egenkapitalen kraftigere i perioden etter 2014.

Mistanker om at den høye egenkapitalrentabiliteten til SRBANK skyldes en lavere egenkapitalandel enn de andre bankene kan utelukkes. Ser vi på egenkapitalandelen i sammenheng med figur 14, hvor SRBANK også hadde den høyeste egenkapitalrentabiliteten, vurderer vi at banken har vært noe mer lønnsom enn bransjen i 2012-2015. I 2016 har situasjonen endret seg noe for SRBANK og banken vurderes til å ha vært like lønnsom som bransjen ellers i det siste året av analysen. For at SRBANK skal opprettholde den gode egenkapitalrentabiliteten, må de også klare å øke årsresultatet i takt med egenkapitalen i de kommende årene.

### **Netto renteinntekter**

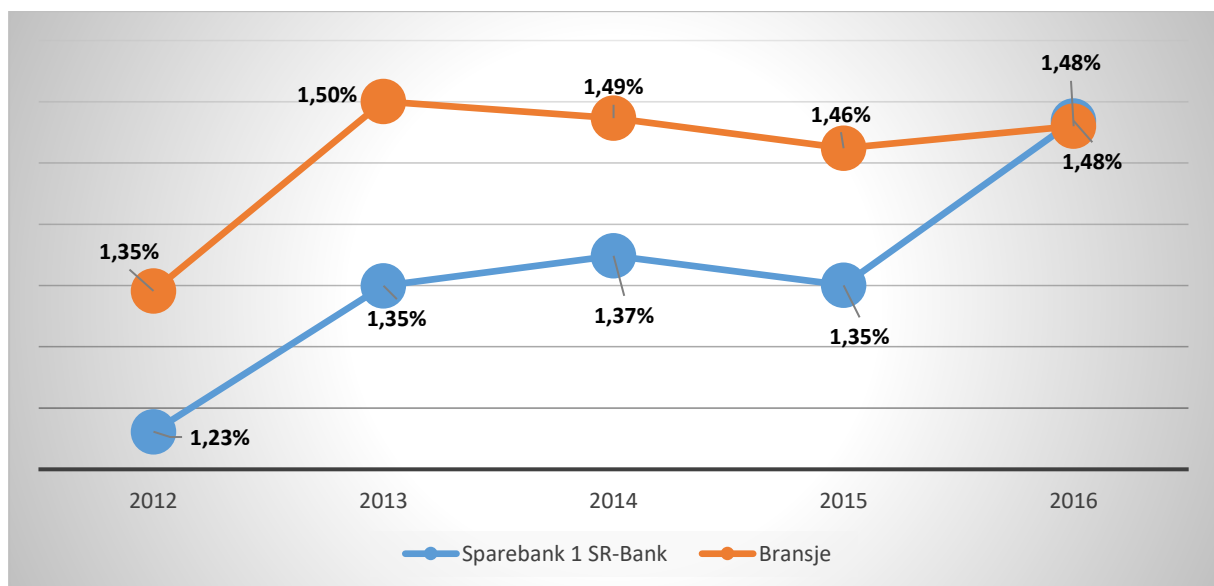
Netto renteinntekter representerer bankens renteinntekter fratrukket rentekostnader. Netto renteinntekter er bankens viktigste form for inntekt og anses derfor å ha en sterk innvirkning på bankens lønnsomhet. Forvaltningskapitalen har betydning for hvor mye banken kan låne ut til sine kunder i privat- og bedriftsmarkedet. Banken har mulighet til å oppnå høyere renteinntekter, desto høyere forvaltningskapitalen er. På denne måten vil netto renteinntekter være sensitiv for endringer i størrelsen på forvaltningskapitalen, og på grunnlag av dette har vi valgt å beregne netto renteinntekter som prosentandel av forvaltningskapitalen for bankene.

$\text{Netto renteinntekt i \% av forv. kapital} = \frac{(\text{renteinntekter} - \text{rentekostnader})}{\text{forvaltningskapital}}$
--

**Formel 16: Netto renteinntekt**

Dette nøkkeltallet kan være vanskelig å analysere og sammenligne med andre banker, fordi risikoen i de ulike selskapene vil ha en innvirkning på deres netto renteinntekter. Risikoen påvirker hvordan netto renteinntekter skaper verdi for banken. Kort fortalt har de fleste banker en uoverensstemmelse av løpetid, som følger av at de benytter kortsiktige innskudd som midler til å finansiere langsiktige lån og boliglån. I denne situasjonen tjener banken inntekt fra å være på forskjellige steder av rentekurven; typisk er kortsiktige lån billigere enn hva banken kan tjene på langsiktig utlån (Koller et al., 2010, s.766). Det er derfor viktig å bemerke seg at ikke all inntekt som banken tjener på rentemarginen representerer verdi, fordi det inkluderer risiko (Koller et al., 2010, s.766). For eksempel kan bankene oppnå en høyere rentemargin ved å ta opp høyere renterisiko. Det vil si at dersom renten på langsiktige lån er betraktelig høyere enn nivået på pengemarkedsrenten, så kan bankene tjene godt ved å plassere midler som de har lånt fra pengemarkedet i langsiktige obligasjoner. Risikoen som dette innebærer er at pengemarkedsrenten kan stige over rentenivået for fastrenten på obligasjonene, som resulterer i at avkastningen blir negativ (Dahl et al., 1997, s.206).

**Figur 16: Netto renteinntekter i % av forvaltningskapitalen**



Figur 16 viser SRBANK sin utvikling i netto renteinntekter i prosent av forvaltningskapitalen sammenlignet med bransjen. I perioden fra 2012 til 2015 hadde SRBANK lavere netto renteinntekter enn det bransjen hadde. I 2016 var SRBANK på akkurat det samme nivået som bransjen (1,48%). SRBANK har hatt en positiv utvikling i netto renteinntekter de siste fem årene, som er positivt for lønnsomheten til selskapet da dette er en av bankens viktigste inntektskilder. Netto renteinntekter i prosent av forvaltningskapitalen har økt med 0,25 % fra

2012 til 2016. Økningen skyldes at det er foretatt bedre risikoprising på store deler av porteføljen i bedriftsmarkedet, samt bedring av konsernets innskuddsmarginer (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.44). Samtidig ser vi at tapsnivå (figur 13, s.65) har gått oppover i perioden, det kan derfor tenkes at økningen av netto renteinntekter i noen grad kan skyldes økt risiko i utlånsporteføljen. SRBANK hadde en kraftig økning i tapsnivået fra 2015 til 2016, i samme periode økte også netto renteinntekter i prosent av forvaltningskapitalen kraftig for banken.

Bankenes risikohåndtering av utlånsporteføljen vil ha en innvirkning på nivået av dette nøkkeltallet. Håndteringen av kredittrisiko vil ha en betydelig effekt på hvilke muligheter banken har til å tjene renteinntekter. Fra vurderingen av SRBANK sin kredittkvalitet vurderte vi banken til å ha en middelshøy kvalitet. Når håndteringen av kredittrisikoen til banken er betraktet til å være såpass god, kan det gi utslag i et lavere nivå på netto renteinntekter enn banker som har lavere kredittkvalitet. At bransjegjennomsnittet ligger over SRBANK sitt nivå kan dermed skyldes at noen banker kan ha tatt høyere risiko for å tjene høyere renteinntekter.

### **Kostnader per inntektskrone**

Et sentralt nøkkeltall for å vurdere effektiviteten til bankene er kostnader per inntektskrone, som reflekterer hvor stor del av bankens driftsinntekter som går til å dekke bankens driftskostnader. Typisk vil kostnader per inntektskrone ligge rundt 40 % til 70 % for banker (Dahl et al., 1997, 223).

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

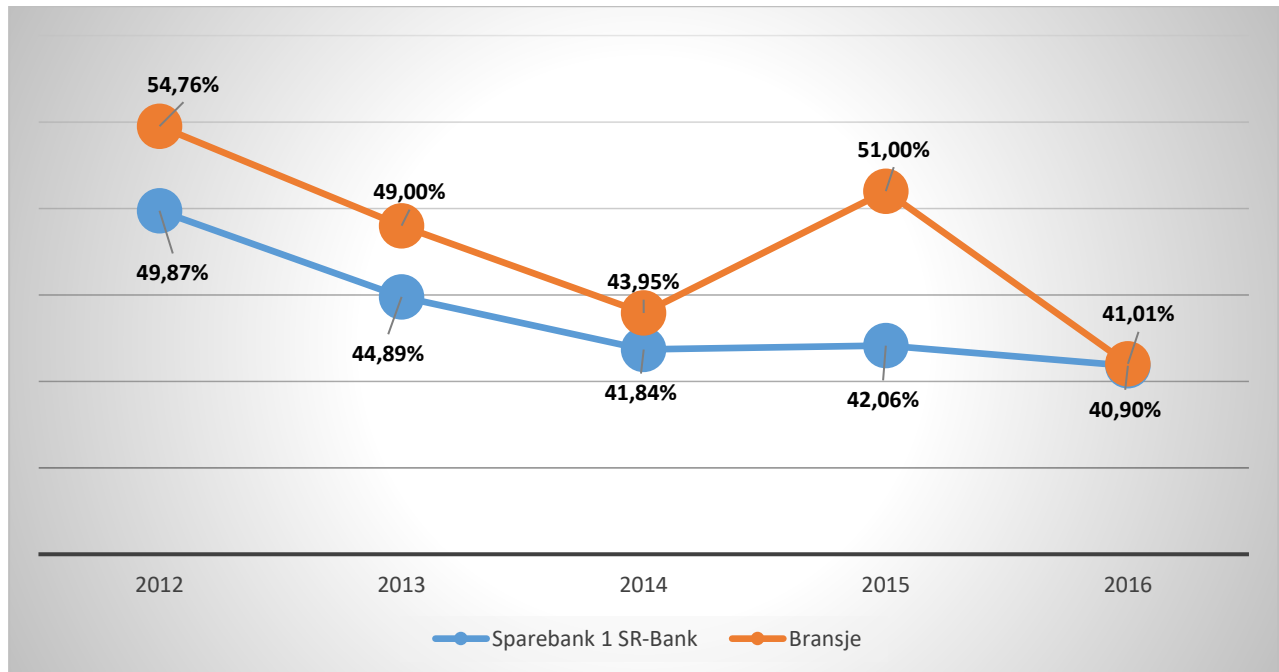
Formel 17: Kostnader per inntektskrone

En høy verdi av kostnad per inntektskrone indikerer at banken driver ineffektivt, mens en lav verdi indikerer en effektiv drift. Dette er fordi forholdstallet blir lavere jo høyere inntektene er, mens det blir høyere for lavere inntekter. En ønsker derfor i utgangspunktet at dette forholdstallet skal være lavt, men det er viktig å tenke på at ulik struktur på bankenes inntjening har betydning for dette nøkkeltallet (Dahl et al., 1997, 223). Alt annet likt, vil en lavere egenkapitalandel øke netto renteinntekter. Dette er fordi banken sparer rentekostnader på gjeld, dersom de erstatter gjeldsfinansiering med egenkapitalfinansiering. En høyere andel netto renteinntekter vil igjen resultere i en lavere kostnad per inntektskrone, da tallet under brøkstreken inkluderer netto renteinntekter (se formel 17). Dermed er det ikke alltid positivt



med et lavere nivå på kostnader per inntektskrone enn de andre bankene, på grunn av at dette kan gjenspeile en lavere egenkapitalandel (Dahl et al., 1997, 223). Vi kan derfor ikke direkte konkludere med at banken med det laveste nivået på dette nøkkeltallet, er den som drives mest effektivt.

Figur 17: Kostnader per inntektskrone



I figur 17 ser vi at banken var under bransjens nivå for kostnader per inntektskrone i hele perioden. For SRBANK sin del har kostnader per inntektskrone sunket jevnt og trutt, som kan bety at banken har økt effektiviteten av driften de siste årene. I 2016 var bankens kostnader per inntektskrone på 40,9%, mens bransjegjennomsnittet var på 41,01 %. Man kan også bemerke seg at i 2015 hadde bransjen et hopp i kostnader per inntektskrone, mens bankens kostnader per inntektskrone økte moderat. Fra vedlegg 6 ser vi at de fleste bankene har hatt en normal kostnad per inntektskrone som ligger i intervallet [40%, 70 %] i hele perioden. Unntaket er DNB og Sparebanken Sør som avviker litt fra normalen i noen år.

### Oppsummering av lønnsomheten

Lønnsomhetsanalysen viste at SRBANK hadde en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen i perioden 2012-2015, på tross av at de er den banken i utvalget som har hatt høyest egenkapitalandel gjennom hele analyseperioden. Vi fant at banken har hatt en god avkastning på egenkapitalen de siste fem årene, men at trenden på avkastningen til egenkapitalen har vært

synkende. I 2016 var SRBANK sin egenkapitalrentabilitet marginalt lavere enn bransjen. Den negative utviklingen i egenkapitalrentabiliteten er knyttet til at banken har økt sin egenkapitalandel i perioden. Dette henger sammen med at SRBANK har oppnådd de kommende minimumskravene til uvektet kjernekapitaldekning, og samtidig økt soliditeten. Videre viste analysen av netto renteinntekter i prosent av forvaltningskapitalen, at SRBANK har vært på et lavere nivå enn bransjen de siste fem årene. Banken har likevel økt netto renteinntekter i perioden, som følger av at de har bedret risikoprisingen av sin utlånsportefølje og samtidig redusert sine innskuddsmarginer. Samtidig har bankens kostnader per inntektskrone sunket fra 49,87% i 2012 til 40,90% i 2016, noe som viser at SRBANK ligger innenfor intervallet 40-70% som er normalt for norske banker. En reduksjon i kostnader per inntektskrone er med på å skape en positiv effekt i form av effektiv drift, ved at banken har klart å øke inntektene eller redusere driftskostnadene.

Totalt sett vurderes SRBANK til å være lønnsom, også i sammenligning med de komparative bankene. For egenkapitalrentabilitet og egenkapitalandel utmerker banken seg som mer lønnsom enn de komparative bankene i perioden 2012-2015, mens i 2016 vurderes banken til å være på like linje med bransjen. Når det gjelder bankens netto renteinntekter, er nivået noe lavere enn bransjen. At banken har økt sine nettorenteinntekter gjennom hele perioden anses likevel som positivt. SRBANK utmerker seg også på det siste nøkkeltallet for lønnsomhet, som har vært lavere enn bransjen de siste fem årene.

### **6.3.3 Likviditet**

Likviditeten beskriver bankens betalingsevne ovenfor sine forpliktelser. I en likviditetsanalyse kartlegges evnen banken har til å betale sine forpliktelser innen de forfaller (Kristoffersen, 2012, s.491).

### **Innskuddsdekning**

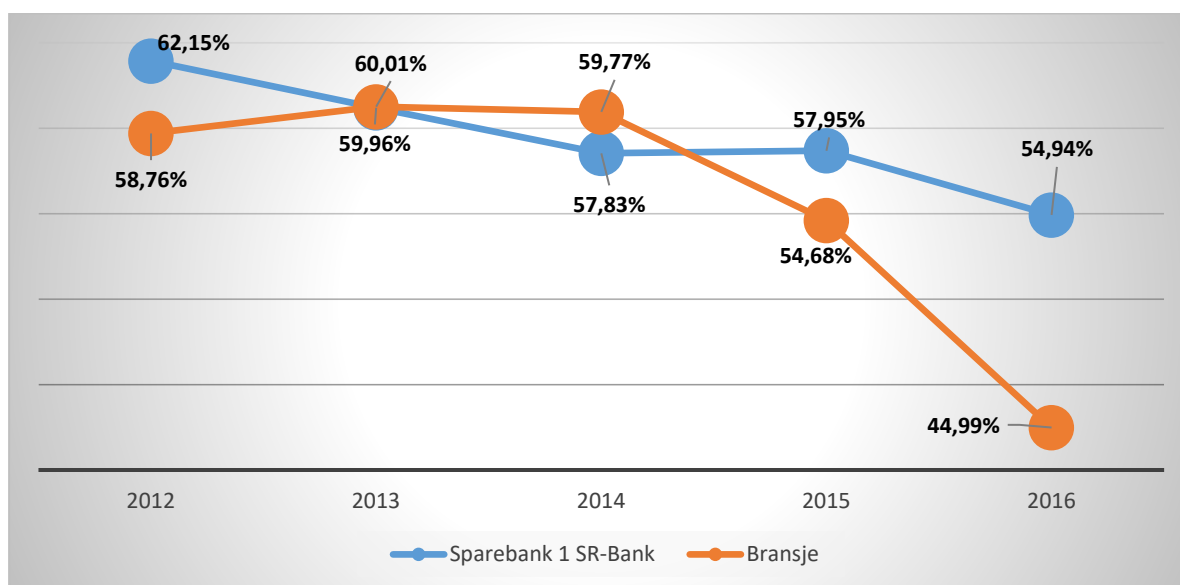
Bankenes innskuddsdekning er et viktig nøkkeltall å analysere når vi skal vurdere likviditeten til SRBANK. Nøkkeltallet viser oss hvor sårbare bankene i utvalget er for endringer i pris og tilgjengelighet, på sine finansieringskilder. Ettersom bankenes kundegrunnlag bærer preg av et næringsliv som i stor grad er eksportorientert, er også en stor andel av bankenes totale utlånsmasse i annen valuta enn norske kroner. Bankenes finansiering er dermed både i valuta- og pengemarkedet (Dahl et al., 1997, s.225).

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

Formel 18: Innskuddsdekning

Formel 18 viser at innskuddsdekningen beregnes ved å dele andelen innskudd fra kunder på netto utlån til kunder. Nøkkeltallet viser altså i hvor stor grad innskudd fra kunder brukes til å dekke finansiering av bankens utlån. Et høyt nivå på dette nøkkeltallet vil være fordelaktig for banken, dette er på grunnlag av at innskudd fra kunder betraktes som den billigste finansieringsmetoden.

Figur 18: Innskuddsdekning



Sammenlignet med bransjen har SRBANKs innskuddsdekning vært mer stabil, jf. figur 18. Vi ser fra figuren at SRBANK generelt sett har ligget på et høyere nivå enn bransjen, med unntak av en liten periode fra 2013 til 2014. Fra 2012 til 2016 har innskuddsdekning generelt sett sunket for både bransjen og SRBANK, men bransjen har hatt et brattere fall. Sammenlignet med bransjen har SRBANK en betydelig bedre innskuddsdekning i 2016, men fra vedlegg 8 ser vi at dette i hovedsak skyldes at DNB hadde en veldig lav innskuddsdekning dette året på kun 13,68 %.

Dahl et al. (1997) nevner i sin artikkel *Verdsettelse av banker* at innskuddsdekningen for norske banker normalt ligger i intervallet 70-110%. Som vi ser ligger både bransjen og SRBANK under det normale intervallet gjennom hele perioden.

At innskuddsdekningen for alle bankene er lavere enn det normale intervallet i perioden, skyldes hovedsakelig at veksten i netto utlån til kunder har vært kraftigere enn veksten i innskudd fra kunder. At utlån til kunder har økt skyldes da at banken har finansiert større andeler av utlånsporteføljen gjennom andre kilder, og det kan tenkes at banken har blitt noe mer sårbar for svingninger i pris og tilgjengelighet på andre finansieringskilder. En årsak til at innskuddsveksten har vært lav er det historisk lave rentenivået, som har ført til at personer heller har ønsket å spare sine midler andre steder enn i banken. Samtidig har oljekrisen medført en vanskelig situasjon for flere kunder i bankens markedsområde, som kan ha gitt utslag i at færre kunder har hatt muligheten til å spare.

### **Oppsummering av likviditeten**

Likviditetsanalysen viser at SRBANK har hatt en negativ vekst i innskuddsdekning de siste fem årene, noe som bidrar til at likviditeten har gått i en negativ retning. Innskuddsdekningen til SRBANK har blitt redusert fra et nivå på 62,15 % i 2012 til 54,94 % i 2016, noe som er betydelig lavere enn normalnivået for norske banker. Dette gjenspeiler situasjonen i Norge, og spesielt i bankens markedsområde, der utlånsveksten har vært større enn innskuddsveksten. Når utlånsveksten er høyere enn innskuddsveksten må banken hente finansering via innlån fra valuta- og pengemarkedet. SRBANK vil ha fokus på kundevekst i årene som kommer (SpareBank 1 SR-Bank, 2016). En økning i kundevekst kan bidra til å øke andelen kundeinnskudd, som igjen bidrar til å gi en positiv effekt for bankens finansering. Som tidligere nevnt mener eksperter at rentenivået nå har nådd sitt bunnpunkt og det er predikert en økning av rentenivået i årene som kommer. Dette gjenspeiles i vedlegg 3, som viser Norges Bank prediksjon av styringsrenten. Et høyere rentenivå vil bety høyere renteinntekter for bankens innskuddskunder som kan hjelpe banken med å øke sin finansiering via innskudd fra kunder, dersom flere kunder velger å plassere pengene hos dem.

Sammenlignet med de komparative bankene ser vi at den negative utviklingen i innskuddsdekningen er generell blant bankens konkurrenter. SRBANK har dermed en likviditet som er på lik linje som de andre bankene i utvalget, og det vekker ingen stor grunn til bekymring. Imidlertid ser vi at SRBANK og de komparative bankene har et forbedringspotensial, og at det vil være viktig for dem å øke sin andel av innskudd for kunder dersom de skal fortsette å øke utlånsmassen.

### 6.3.4 Soliditet

Soliditeten til en bank sier noe om evnen banken har til å tåle tap og er nært knyttet til finansieringen (Kristoffersen, 2012, s.488). Tidligere under PESTEL analysen presenterte vi kapitaldekningskravene som bankene er underlagt, og som skal styrke bankenes soliditet.

Kjernekapitaldekningen er et uttrykk som ofte brukes for å belyse bankens reelle soliditet, men kvaliteten på bankens utlån, framtidsutsikter og inntjening er andre viktige forhold som også bør tas i betraktning (Dahl et al., 1997, s.225). Ettersom de andre viktige forholdene allerede er blitt analysert ovenfor har vi valgt å fokusere på bankenes utvikling i kjernekapitaldekning og kapitaldekning når vi skal analysere bankens soliditet.

#### **Kjernekapitaldekning**

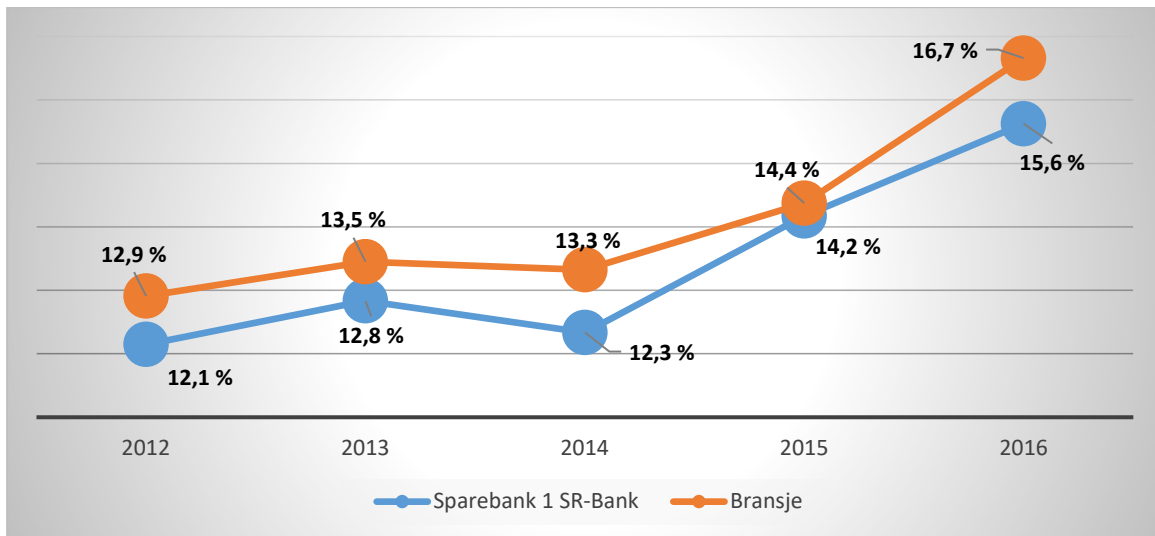
Bankenes kjernekapitaldekning uttrykkes som kjernekapitalen delt på det risikovektede volumet, jf. formel 19. Risikovektet volum er et mål på bankenes eksponering mot risiko. Dette inkluderer risiko som operasjonell risiko, kredittrisiko, markedsrisiko og motpartsrisiko (Finanstilsynet, 2016, 14.10.). Bankene må altså ha høyere kjernekapital, jo høyere det risikovektede volumet til banken er.

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

Formel 19: Kjernekapitaldekning

Fra figur 19 på neste side ser vi at SRBANK har ligget jevnt under bransjens nivå på kjernekapitaldekningen i perioden 2012-2016. Fra vedlegg 9 ser vi at SRBANK hadde den laveste kjernekapitalen i 2016, men at de likevel ligger godt over minstekravet på 13 % (som ble presentert i tabell 2 i kapittel 4, s.12). Som tidligere nevnt under Basel III har SRBANK mottatt et tilleggs bufferkrav fra myndighetene på 2 % som var gjeldende fra 31.12.2016, og banken dekker også dette kravet ved utgangen av 2016. Både SRBANK og de komparative bankene har styrket kjernekapitaldekningen i løpet av de siste fem årene. Alle bankene i utvalget innfrir minstekravet i 2016 og er godt rustet for eventuelle tilbakefall i økonomien.

Figur 19: Kjernekapitaldekning



## Kapitaldekning

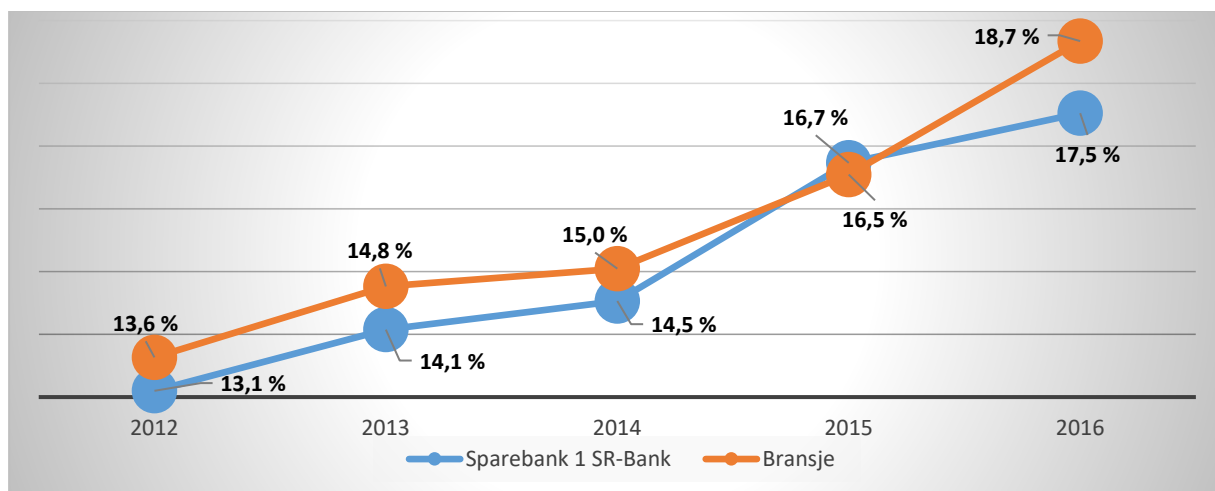
Økning i kapitaldekningen bedrer bankens soliditet, det vil si dens evne til å tåle tap. Samtidig som det reduserer faren for kriser, så vil økningen også føre til at bankens finansieringskostnader øker. Dette er som følger av at de må finansiere seg med mer egenkapital enn gjeld. Etter finanskrisen i 2008 har de norske bankene hatt en økning i kapitaldekning som følger av strengere krav fra myndighetene. Det ser likevel ut til at bankene ikke holder stort mer egenkapital enn det de gjorde på tidlig 1990-tallet, som var perioden etter bankkrisen. Dette skyldes i hovedsak at bankens risikovektede eiendeler har hatt en svakere utvikling enn deres eiendeler (Andersen & Winje, 2017, s.5). Risikovektene i norske banker har falt de siste tiårene, blant annet som følger av at det i 2007 ble innført et nyere kapitalregelverk, Basel II (Andersen & Winje, 2017, s.23). Dette nye regelverket gjorde det mulig for bankene å bruke egne modeller for å beregne risikovekter. Ved å vekte sine eiendeler med tilhørende risikovekter beregner bankene kapitaldekning. De ulike risikovektene skal reflektere i hvor stor grad utlånene er utsatt for uventede tap (Andersen & Winje, 2017, s.3). En svakhet med intern beregning av risikovekter er at bankene kan underestimere risikoen, som igjen fører til at risikovektene blir for lave. Da vil den beregnede kapitaldekningen gi uttrykk for at bankens soliditet er bedre enn den faktisk er, som vil være problematisk (Andersen & Winje, 2017, s.23).

$$\text{Kapitaldekning} = \frac{\text{Total ansvarlig kapital (kjernekapital + tilleggskapital)}}{\text{Risikovektet volum}}$$

Formel 20: Kapitaldekning

I formel 20 på forrige side, ser vi at nivået av kapitaldekningen baseres på bankens totale ansvarlige kapital i forhold til dens risikovektede volum. Bankene må altså ha en høyere andel ansvarlig kapital, jo høyere risiko som er tilknyttet deres drift. Figur 20 viser SRBANK sin utvikling i kapitaldekning sammenlignet med bransjen. Som tidligere presentert er minstekravet til kapitaldekning per april 2017 på 15 % (se tabell 2, s.12, kapittel 4). SRBANK og bransjen generelt har styrket kapitaldekningen i løpet av de siste årene, og årsaken til dette er de skjerpede kravene i Basel III. Vi ser at bransjens kapitaldekning var på 18,7% i 2016, altså betydelig høyere enn SRBANK sin kapitaldekning på dette tidspunktet som var 17,5 %. Alle bankene innfrir minstekravet til kapitaldekning ved utgangen av 2016, og er godt rustet for eventuelle tilbakefall i økonomien. Som tidligere nevnt har SRBANK et tilleggs bufferkrav fra myndighetene på 2 %, og banken dekker også dette kravet da de ligger 2,5 % over minstekravet på 15 % per 31.12.2016.

Figur 20: Kapitaldekning



### Oppsummering av soliditeten

I soliditetsanalysen kommer det frem at SRBANK har oppnådd gjeldende krav til kapital- og kjernekapitaldekning. Sammenlignet med bransjen ligger SRBANK litt under, men banken har økt både kapital- og kjernekapitaldekningen de siste fem årene, noe som medfører økt soliditet. Samtidig må det tas i betraktning at det kan være vanskelig å sammenligne disse to nøkkeltallene mellom ulike banker, fordi noen av bankenes risikovektede eiendeler kan være under estimert i perioden. Gjennom soliditetsanalysen vurderer vi at SRBANK står godt rustet for eventuelle tilbakefall i økonomien. Vi vurderer også at SRBANK er i en solid finansiell posisjon, og vil klare å møte de fremtidige kravene fra myndighetene.

## 7.0 Beregning av avkastningskrav og konstant vekstrate

I dette kapittelet skal vi beregne avkastningskravet ( $k_e$ ) til SRBANK, samt den konstante vekstraten ( $g$ ). Avkastningskravet som vi kommer frem til skal benyttes til å diskontere fremtidige kontantstrømmer frem til selskapet når «*Steady State*» (stabil vekst), og den konstante vekstraten benyttes til å beregne terminalverdien av selskapets kontantstrømmer etter at selskapet når den stabile vekstperioden.

Tidligere i oppgaven ble det konkludert med at vi skal fokusere på kontantstrømmen til egenkapitalen ved verdsettelse av banken. For å kunne utføre en riktig beregning av de fundamentale verdsettelsesmetodene i kapittel 9, må vi derfor benytte et relevant avkastningskrav for egenkapitalen. Dette er egenkapitalkostnaden ( $k_e$ ) og vi har valgt å benytte kapitalverdimodellen for å beregne denne.

### 7.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) er utviklet gjennom en rekke artikler som er publisert av Sharpe (1964), Lintner (1965) og Mossin (1966). Artikkene ble publisert noen år etter at Markowitz<sup>8</sup> introduserte moderne porteføljestyring, og modellen bygger derfor videre på hans teori (Bodie et al., 2014, s.291). Kjernen i kapitalverdimodellen er at alle investorer i et marked optimaliserer sin portefølje slik som i Markowitz porteføljeteori. Bodie et al. (2014, s.301) oppsummerer de viktigste innsiktene til kapitalverdimodellen i to setninger;

1. *Markedsporteføljen er effektiv*
2. *Risikopremien til en risikabel aksje er proporsjonal til dens beta*

Kapitalverdimodellen baseres på den forventede avkastningen en investor kan få i aksjemarkedet dersom han/hun bærer en bestemt mengde systematisk risiko. Den relevante risikoen til egenkapitalen er den systematiske risikoen, som blir målt ved hjelp av betaverdien til selskapet. Med andre ord tar modellen for seg forholdet mellom forventet avkastning og risiko til egenkapitalen (Bøhren & Michalsen, 2012, s. 95) Formel 21 viser hvordan en beregner egenkapitalkostnaden til et selskap ved bruk av kapitalverdimodellen. Risikotillegget beregnes ved å multiplisere betaverdien med markedets risikopremie (Bøhren & Michalsen,

---

<sup>8</sup> Markowitz, H. M. (2009). *Harry M. Markowitz: Selected Works*. Singapore: World Scientific Publishing Company. Hentet fra <https://ebookcentral.proquest.com/lib/uisbib/reader.action?docID=477203>



2012, s. 94). I følge kapitalverdimodellen bør altså avkastningskravet være høyere, jo høyere risikoen til porteføljen er.

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

*Forventet avkastning = risikofri rente + beta \*(markedets risikopremie)*

$k_e$  = avkastningskrav til egenkapitalen (Egenkapitalkostnad)

$r_f$  = risikofri rente

$\beta$  = beta (systematisk risiko)

$[E(r_m) - r_f]$  = markedets risikopremie

**Formel 21: Kapitalverdimodellen**

### **7.1.1 Risikofri rente**

Den risikofrie renten er avkastningen som kan oppnås på en investering uten risiko (Bodie, Kane & Marcus, 2014, s. 129). Alle risikable investeringsprosjekter bør derfor minimum gi en bedre avkastning enn den risikofrie renten. Det viktigste vi må ta i betraktning når vi skal fastsette den risikofrie renten til avkastningskravet, er om vi skal ta utgangspunkt i en kort eller lang rente (Kaldestad & Møller, 2015, s.108).

Det finnes hovedsakelig fire ulike metoder når vi skal velge risikofri rente. Den første metoden går ut på å ta ulik risikofri rente for hver periode. Ettersom kapitalverdimodellen i utgangspunktet er en en-periode modell, er denne metoden teoretisk riktig å anvende.

Ulempen er at nytteverdien normalt sett blir lav, da man må beregne forskjellige avkastningskrav for hvert år i bankens fremtidige kontantstrømmer. Dette gjør at denne metoden sjelden benyttes i praksis (Kaldestad & Møller, 2015, s. 109). Den andre og tredje metoden er kort og lang rente. Ulempen ved kort rente er at den svinger mye mer enn lang rente, og dermed blir avkastningskravet mer ustabil. Løpetiden av kontantstrømmer til selskapet er i utgangspunktet «evig», og durasjonen på lang rente vil derfor være mer riktig å bruke. Dette er fordi lang rente passer bedre til durasjonen av de fremtidige kontantstrømmene til selskapet som vi skal verdsette. Ved lang rente er ulempen at det kan være innbakt både premie for inflasjonsrisiko og likviditetspremie. Dette betyr at den lange renten strengt tatt ikke vil være helt risikofri (Kaldestad & Møller, 2015, s. 110). Den siste metoden går ut på å ta et *stivt avkastningskrav* med langsiktig forventning til risikofri rente. Her søker man å estimere et langsiktig avkastningskrav og se bort fra kortsiktige svingninger i

rentenivået. Ulempen ved denne metoden er at det kan hende at rentemarkedene er feilpriset. Samtidig vil verdsettelse hvor en bruker et stivt avkastningskrav kunne føre til feil estimat på selskapets verdi, da man ser bort fra eventuelle trendsifter i rentemarkedet (Kaldestad & Møller, 2015, s. 110).

På grunn av at vi skal verdsette et selskap som forventes å ha en lang levetid, har vi valgt langsiktige statsobligasjoner (metode 3). Årsaken til dette er at en lang rente varierer mindre enn en kort, og dermed blir avkastningskravet mer stabilt. Vi har tidligere argumentert for at SRBANK er i modningsfasen av bransjens livssyklus, og anser derfor lang rente som en passende å benytte i verdsettelsen av banken. Med utgangspunkt i dette har vi brukt årsgjennomsnittet av verdien på langsiktige statsobligasjoner for de neste 10 årene. Denne var per 2016 på **1,33 %** (Norges Bank, u.å.a). Dette er den risikofrie renten som vi skal bruke videre i oppgaven.

### *7.1.2 Markedets risikopremie*

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorene krever for å gjøre en investering utover den risikofrie renten. Markedets risikopremie består av differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og den risikofrie renten (Bøhren & Michalsen, 2012, s. 94).

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

$E(r_m)$  = markedsporteføljens forventede avkastning

$R_f$  = risikofri rente

**Formel 22: Markedets risikopremie**

I perioden 1967-1994 var markedsrisikopremien på 6,1 % (Dahl et al., 1997, s. 57). Det er flere faktorer som har bidratt til at markedsrisikopremien er på et lavere nivå i dagens marked. Blant annet er det mindre variasjon i børslivvidtetet, bedre kapitaliserte selskaper, samt at inflasjonen har blitt redusert. I tillegg kan det tenkes at investorene er mer diversifiserte i dagens marked på bakgrunn av at flere selskaper har blitt børsnotert. Dette vil si at de tåler risikoen bedre (Dahl et al., 1997, s. 56-58).

En metode for å estimere markedets risikopremie er å benytte spørreundersøkelser blant investorer og akademikere (Kaldestad & Møller, 2015, s. 120). Dersom respondentene i undersøkelsen er representative for dagens marked, vil denne metoden være et bra estimat på markedets risikopremie. Fordelen ved denne metoden er at den kun baserer seg på respondentenes syn, som betyr at den vil være uavhengig av tidligere data. Ettersom kapitalverdimodellen er fremtidsrettet, bør vi basere markedsrisikopremien på forventet avkastning frem i tid. Noen ulemper med denne metoden kan være at noen respondenter i undersøkelsen baserer sitt syn på historisk data, eller at deres syn er påvirket av faktorer som ikke er representative for fremtiden (Kaldestad & Møller, 2015, s. 120).

Med utgangspunkt i det som er diskutert ovenfor har vi valgt å estimere markedets risikopremie basert på undersøkelsen «*Risikopremien i det norske markedet*» gjort av PWC i desember 2016. Respondentene i spørreundersøkelsen er medlemmer av Norske Finansanalytikerens Forening, og totalt er det 143 av disse som har svart på undersøkelsen (PWC, 2016, s.2). Det er omtrent 35 % av respondentene som tror at markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5 %. Fra samme undersøkelser gjennomført i perioden 2011-2016, vises det at markedsrisikopremien har ligget stabilt rundt 5 % (PWC, 2016, s.8). Dermed estimerer vi en risikopremie på **5 %** for det norske markedet, som vi vil bruke videre i våre beregninger. I og med at markeds risikopremie har forandret seg svært lite fra år til år, anser vi ikke en vesentlig økning i risikopremien på lang sikt.

### 7.1.3 Selskapets beta

Markedets beta er alltid 1, mens beta til et selskap varierer med systematisk risiko. Selskapets beta angir med andre ord hvor følsom aksjen er for markedsbevegelser. En beta høyere enn 1 innebærer at aksjen har større risiko enn markedet, mens en beta lavere enn 1 innebærer mindre risiko enn markedet (Bøhren & Michalsen, 2012, s. 69-70). Beta til et selskap uttrykkes som i formel 23:

$$\beta_{SRBANK} = \frac{Kov(R_{SRBANK}, R_m)}{Var(R_m)}$$

$Var(R_m)$  = markedsporteføljens varians

$Kov(R_{SRBANK}, R_m)$  = kovariansen mellom markedsporteføljen og SRBANK aksjen

**Formel 23: Beta**

Det finnes flere ulike tilnæringer for å estimere betaen til et selskap, blant annet er det vanlig å benytte regresjonsanalyse eller bottom-up metoden. Regresjonsanalyse tar utgangspunkt i historiske tall for å beregne selskapets beta, og er dermed enkel å gjennomføre på selskaper som har vært offentlig publisert på en børs over lengre tid. Man utfører i denne tilnærmingen en regresjon av den historiske avkastningen til selskapet, opp mot en indeks som representerer markedsporteføljen (Damodaran, 2012, s.183). Fordelen med å estimere beta ved hjelp av regresjonsanalyse er dermed at vi har lett tilgang til historisk data, da SRBANK har vært notert på Oslo Børs over lang tid. Ulempen med denne tilnærmingen er at regresjonsbetaen ofte har et høyt standardavvik. I tillegg er det ganske sannsynlig at historiske betaer ikke vil representere selskapets beta frem i tid, da den har en tendens til å variere (Damodaran, 2012, s.192-193).

Bottom-up metoden tar utgangspunkt i å finne bransjens beta, som er et gjennomsnitt av selskapet og konkurrentenes beta. Denne tilnærmingen skiller seg fra regresjonstilnærmingen ved at den inkluderer flere selskaper og justerer estimatet av beta for gjeldsgrad (Damodaran, 2012, s.197). En fordel ved å benytte bottom-up metoden er at den regnes som mer presis, fordi flere regresjonsanalyser av ulike selskaper er med på å fjerne standardfeil i det endelige estimatet av selskapets beta. En annen fordel er at hvis selskapet endrer seg over tid, kan bottom-up metoden justere for disse endringene. Dersom et selskap justerer finansieringen sin, kan bottom-up metoden enkelt justere for å gjenspeile disse endringene, noe en regresjonsanalyse ikke kan. Regresjonsanalysen gjenspeiler det gjennomsnittlige gjeld/egenkapital forholdet til selskapet, mens bottom-up metoden bruker det nåværende forholdet selskapet har til gjeld/egenkapital (Damodaran, 2012, s.198). For banker er det derimot anbefalt å ikke benytte bottom-up metoden nettopp fordi den justerer for gjeldsgrad, og dette kan forklares ved hjelp av to argumenter. For det første har de fleste banker en ganske lik finansieringsstruktur, og som tidligere nevnt defineres denne av en relativt høy gjeldsgrad. For det andre så er gjeld vanskelig å måle for banker (Damodaran, 2012, s.586).

I tillegg til problemet som bottom-up metoden skaper for banker, så er denne tilnærmingen svært tidskrevende da vi må gjennomføre flere regresjonsanalyser av ulike selskaper. Valget vårt faller derfor på å gjennomføre en regresjonsanalyse når vi skal estimere selskapets beta.

## Estimering av selskapets beta

Regresjonslinjen beskrives av formel 24, hvor målet er å finne en historisk beta som er representativ for selskapets langsiktige beta frem i tid. En regresjon av SRBANK sin historiske avkastning mot markedsporteføljens historiske avkastning, avslører stigningstallet i ligningen og representerer betaen til aksjen. Skjæringspunktet ( $\alpha$ , Jensen's Alpha) representerer et enkelt mål av hvordan aksjen har prestert over tid. En positiv alfa vil si at aksjen har gjort det bedre enn forventet i regresjonsperioden, mens en negativ alfa vil si at markedsporteføljen har prestert bedre enn aksjen (Damodaran, 2012, s.183-184).

$$R_i = \alpha_i + \beta_i(R_m) + \epsilon_i$$

$R_i$  = aksjens avkastning ( $r_i - r_f$ )

$\alpha_i$  = Jensen's alfa, skjæringspunkt

$\beta_i$  = beta, stigningstallet i likningen

$R_m$  = markedsporteføljens avkastning ( $r_m - r_f$ )

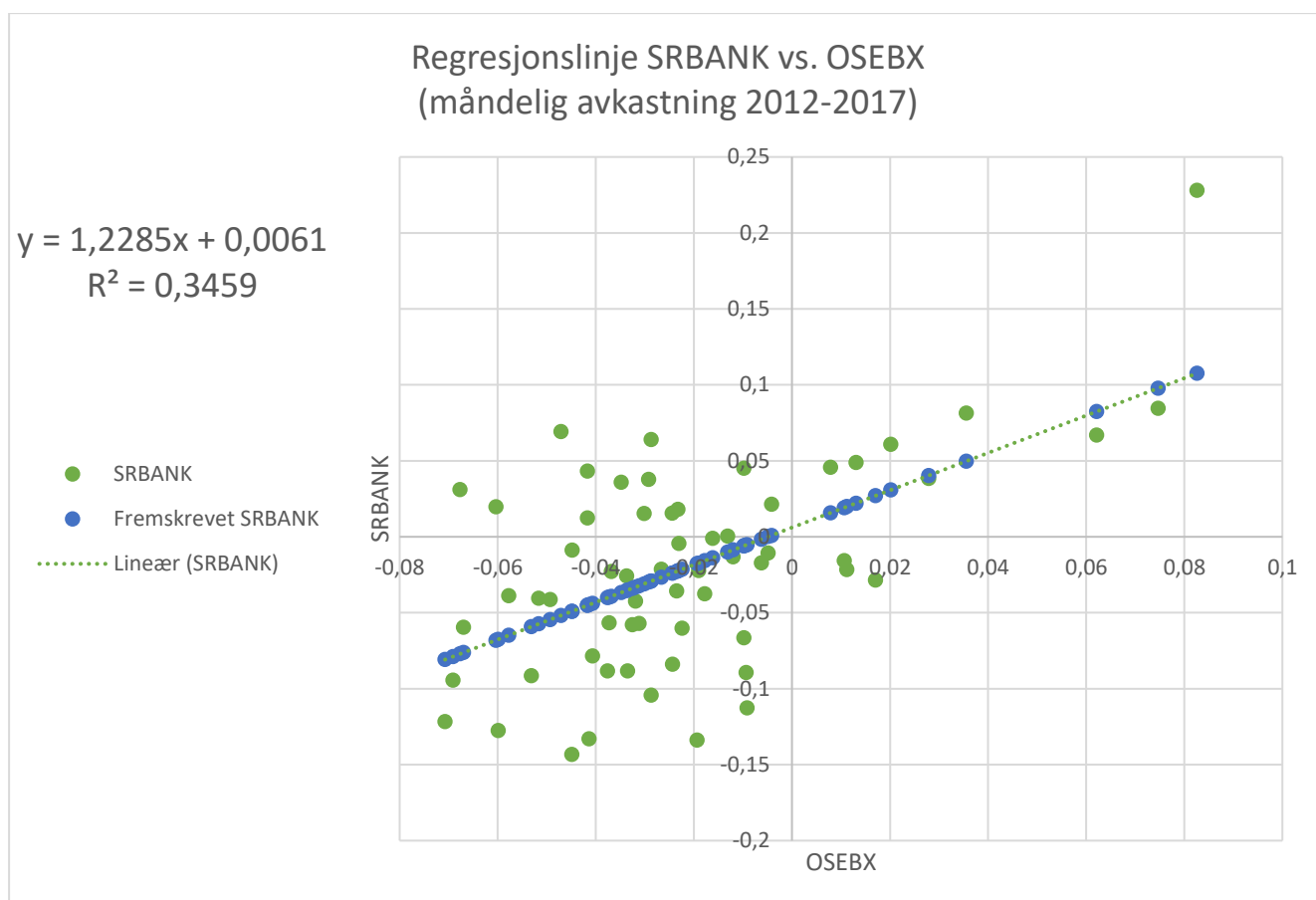
$\epsilon_i$  = feileddet, det som ikke blir forklart av regresjonen

**Formel 24: Regresjonslinje**

Hovedindeksen (OSEBX) ble benyttet som markedsportefølje i regresjonsanalysen, fordi denne inkluderer et representativt utvalg av alle aksjer som blir handlet på Oslo Børs. Rådataen vi benyttet i analysen er daglige børskurser for aksjen og hovedindeksen i en periode på fem år (april 2012 – april 2017). Antall observasjoner til input i regresjonen er dermed 61, som representerer aksjen og markedsindeksens månedlige avkastning i perioden. Dataene er lastet ned fra Oslo Børs. Den femårige perioden ble valgt for å redusere standardavviket så mye som mulig, for å øke den statistiske påliteligheten til regresjonsresultatet.

Avkastningen til SRBANK er Y-variabelen (avhengig) og avkastningen til OSEBX er X-variabelen (uavhengig) i regresjonen. Resultatet av regresjonen kartlegger altså hvordan SRBANK sin historiske avkastning har variert i forhold til OSEBX (markedsporteføljen). Variasjonen i forhold til markedsporteføljen viser oss hvilken systematisk risiko SRBANK har vært eksponert for i analyse perioden. I figur 22 under vises resultatet av regresjonen vi har gjennomført for å finne den historiske betaen til SRBANK.

**Figur 21: Regresjonsanalyse**



Fra figur 22 kan vi lese regresjonsligningen slik;  $y = 1,2285x + 0,0061$ . Skjæringspunktet i ligningen viser at estimatet av alfa er positiv (0,61 % per måned), som indikerer at aksjen har prestert bedre enn forventet i analyse perioden. Stigningstallet i ligningen viser at estimatet av selskapets beta er **1,2285**. I prinsippet betyr dette at når OSEBX hadde en gjennomsnittlig økning i avkastning på 1 %, resulterte dette i en økning i selskapets avkastning på 1,2285 %. Den historiske betaen til aksjen er høyere enn 1, som tyder på at aksjen har hatt en høyere risiko enn markedsporteføljen.

**Tabell 16: Variansanalyse**

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>
<b>BETA</b>	1,228539062	0,21995997	5,585284741	6,23496E-07

Fra tabell 16 ser vi at standardfeilen til estimatet av beta er (0,2199). Verdien av beta og dens standardfeil produserer en stor t-Stat (5,5852), og en p-verdi av tilnærmet 0. Det er normalt å bruke et statistisk signifikansnivå på 5%, som vil si at p-verdien må være mindre enn 0,05 for

at verdien skal være signifikant. Dette krever at t-Stat er rundt 2,0 eller høyere (Bodie et al., 2014, s.267). Vi kan dermed med stor selvsikkerhet forkaste hypotesen om at vårt estimat av beta er 0. Betaestimatet er til og med signifikant når vi bruker et statistisk signifikansnivå på så lite som 1 %.

**Tabell 17: Utdrag fra regresjon**

<b>Regresjonsstatistikk</b>	
Multippel R	0,588102615
R-kvadrat	0,345864686
Justert R-kvadrat	0,334777647
Standardfeil	0,055103644
Observasjoner	61

Korrelasjonskoeffisienten (Multippel R i tabell 17) forteller oss hvor stor samvariasjon det er mellom SRBANK og OSEBX. Korrelasjonen er 0,58, som vil si at det er en positiv samvariasjon mellom de to variablene. Determinasjonskoeffisienten (R-kvadrat i tabell 17) er den kvadrerte korrelasjonskoeffisienten, og viser den prosentvise variasjonen i den avhengige variabelen (SRBANK), som kan forklares av variasjonen i den uavhengige variabelen (OSEBX). Determinasjonskoeffisienten er 0,3458. Denne statistikken tilsier at 34,58 % av risikoen (variansen) i SRBANK kommer fra den systematiske risikoen, mens de resterende 65,42 % av risikoen kommer fra selskapsspesifikke komponenter. Det månedlige standardavviket (standardfeil) av SRBANKs residual er 0,0551. Dette er et ganske stort standardavvik, som måler aksjens selskapsspesifikke risiko på toppen av den systematiske risikoen (Bodie et al., 2014, s.268).

### **Justering av SRBANKs beta**

Flere empiriske undersøkelser har funnet at beta for de fleste selskaper har en tendens til å bevege seg mot 1. Dette forklares blant annet ved at selskaper har en tendens til å bli mer diversifisert, jo lengre tid det går. Som et resultat av at de utvider sin kundebase, samt produkter og tjenester (Damodaran, 2012, s.187). Ettersom verdsettelsen av SRBANK er basert på kontantstrømmer langt frem i tid, har valgt å justere regresjonsbetaen som vi estimerte ovenfor.

Bloomberg<sup>9</sup> bruker formel 25 for å justere beta. Vektene (2/3) og (1/3) er det samme for alle aksjer i markedet, og denne prosessen skyver estimatet av beta mot 1.

$$\text{Justert beta} = \text{Beta rå} * \frac{2}{3} + \frac{1}{3} * 1$$

Beta rå = regresjonsbeta

2/3 = estimeringsfeilen (0,67)

1 = markedets betaverdi

**Formel 25: Justert beta**

Fra regresjonsanalysen fant vi at SRBANK sin historiske beta er **1,2285**. Setter vi denne inn i formel 25 blir den justerte betaen som følger:

$$\beta_{SRBANK} \text{ justert} = 1,2285 * \frac{2}{3} + \frac{1}{3} * 1 = 1,1523$$

Vi kan se at betaverdien beveger seg mot 1 slik justeringsmodellen tilsier, og blir nå **1,1523**. Dette er betaverdien som vi bruker videre i beregningene av avkastningskravet til egenkapitalen.

## **7.2 Avkastningskravet til SRBANK**

Resultatet av våre estimater er en risikofri rente på 1,33 %, selskapsbeta på 1,1523 og markedets risikopremie på 5 %. Når vi setter inn verdiene vi har kommet fram til inn i kapitalverdimodellen (se formel 21, s.86) kommer vi frem til vårt estimat av avkastningskravet til SRBANK.

$$K_{SRBANK} = 0,0133 + 1,1523 * 0,05 = \mathbf{0,0709167}$$

Forventede avkastning til SRBANK er etter våre beregninger **7,09 %**. Det er dette avkastningskravet som benyttes videre i verdsettelsen av banken.

<sup>9</sup> BYU: Harold B. Lee Library. (2017, 20.04). *Bloomberg Guide: Beta*. Lastet 12.06.2017 fra <http://guides.lib.byu.edu/c.php?g=216390&p=1428678>



### 7.3 Konstant vekstrate (g)

Terminalverdien har vi valgt å beregne ved å bruke Gordons vekstformel. Da blir terminalverdien nåverdien av en evigvarende konstant vekst. Formelen for terminalverdien utregnes som i formel 26, hvor  $g$  er den konstante vekstraten.

$$V_T = \frac{KS_{t+1}}{Ke - g}$$

$V_T =$  Terminalverdi

$KS =$  Kontantstrøm

$Ke =$  Avkastningskrav (kapitalkostnad)

$g =$  konstant vekstrate

$t =$  tidspunkt

Formel 26: Terminalverdi

Siden vekstraten ( $g$ ) er konstant i all fremtid etter at selskapet når en stabil vekst, er det begrensninger for hvor høy den kan være. Vanligvis antar en at den konstante vekstraten ikke kan være høyere enn den generelle utviklingen i økonomien, dette er på grunn av at det er urealistisk å anta at selskapet i evig tid vil vokse sterkere enn økonomien i sin helhet (Damodaran, 2012, s.307). Ettersom økonomien i sin helhet representerer en kombinasjon av både unge og eldre selskaper, er det naturlig å anta at SRBANK vil ha en vekst tilsvarende den generelle økonomien. Dette er fordi unge selskaper er i vekstfasen, mens eldre selskaper ofte befinner seg i en stabil vekstfase (Damodaran, 2012, s.307). Vi har tidligere argumentert for at SRBANK befinner seg i modningsfasen, som tilsvarer at banken har en stabil vekstrate over tid. Samtidig vil banken være sensitiv for makroøkonomiske faktorer, som gjør at vekstraten kan bli noe høyere i perioder med positiv vekst i markedet.

For å beregne vekstraten valgte vi å ta utgangspunkt i gjennomsnittlig vekst i inflasjon og BNP for de siste fem årene. Tallene i tabell 18 på neste side er hentet fra rapporten *Økonomiske analyser 1/2017* (SSB, 2017, s.30). I tabellen har vi regnet gjennomsnittlig vekst av både BNP og inflasjon i perioden 2012-2016. Videre vektet vi de to målene med 50 % hver, for å komme frem til estimatet av vekstraten ( $g$ ).

Tabell 18: Utvikling i BNP og Inflasjon

	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Vekt
<b>Vekst i BNP</b>	3,80 %	2,30 %	2,20 %	1,10 %	0,80 %	2,04 %	0,5
<b>Vekst i inflasjon</b>	0,80 %	2,10 %	2,00 %	2,20 %	3,60 %	2,14 %	0,5
<b>Vekstrate(g)</b>	<b>2,09 %</b>						

Kilde: (SSB, 2017, s.30)

Den konstante vekstraten (g) har vi beregnet til å være **2,09 %**, og det er denne som vi vil bruke videre i våre beregninger.

## **8.0 Estimering av fremtidige kontantstrømmer**

Som nevnt i kapittel 5 baseres de fundamentale verdsettelsesteknikkene på prinsippet om å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Vi skal i dette kapitlet utarbeide framtidsregnskapet. Resultatene fra den strategiske analysen av SRBANK har gitt oss innblikk i både forventet utvikling i makroforholdene og den nåværende konkurransesituasjonen til banken, og dette hjelper oss til å kunne ta en vurdering for hvordan bankens kontantstrømmer vil utvikle seg frem i tid. Samtidig er resultatene fra regnskapsanalysen viktige å ta i betraktning når vi skal estimere bankens vekstmuligheter.

Makroøkonomiske trender driver utviklingen i volumer på et aggregert nivå. Det som menes med dette er at en kan forvente at andelen utlån til kunder vil gå opp dersom en forventer en økning i for eksempel befolkningsvekst. Om vekstraten til bankens utlånsportefølje er over eller under en slik aggregert vekstrate, vil være avhengig av hvilke forventninger vi har til bankens potensial for å øke sin markedsandel. For å vurdere dette ser vi på resultatene fra både Porters femkraftsmodell og VRIO-analysen i kapittel 4. Ut ifra SRBANK sin konkurranseposisjon vurderer vi om det er mulig å rettferdiggjøre en økning i markedsandelen til banken eller ikke (Massari et al., 2014, s.95). Marginene til en bank, er på samme måte som volumene, basert på en kombinasjon av den makroøkonomiske utviklingen og konkurransesituasjonen i markedet. For eksempel vil rentemarginer være drevet av opp- eller nedgang av det rådende rentenivået. Samtidig er både opp- og nedgang av rentenivået et resultat av strategiske beslutninger og konkurransepress i bankens markedsområde. En høy konkurranseintensivitet vil vanligvis medføre lave marginer, og vise versa for lav konkurranse (Massari et al., 2014, s.95).

### **8.1 Tidshorisont for fremtidige kontantstrømmer**

Massari et al. (2014) anbefaler at en utfører en grundig estimering av veksten til selskapet i minst fem år, før veksten gradvis øker eller synker mot den forventede veksten i «Steady state». Det vil si frem til det året hvor selskapet når en stabil vekstfase. Vi har derfor valgt at kontantstrømmene til SRBANK skal estimeres i to perioder. Den første perioden varer fra 2017 til 2025 – det vil si ni år frem i tid. Den andre perioden er når veksten i banken har stabilisert seg på et konstant nivå og starter i år 2026. Veksten i kontantstrømmene er konstant i alle de kommende årene etter dette.

Den stabile vekstraten i 2026 har vi valgt å anvende forskjellig blant de ulike regnskapspostene, dette er fordi vi mener at ikke alle postene i bankens regnskap vil vokse i samme takt som den forventede vekstraten for økonomien i sin helhet (konstant vekstrate i terminalverdien). De ulike balansepostene og regnskapspostene i år 2026 baseres derfor på våre vurderinger av bankens normaliserte vekst.

## **8.2 Vekst i balanseposter**

Som vi har presisert tidligere er bankens netto renteinntekter den viktigste inntektskilden til banken. Brutto utlån til kunder den største bidragsyteren til bankens renteinntekter, mens innskudd fra kunder er en kilde til bankens rentekostnader. Vi har derfor valgt estimere veksten i brutto utlån og innskudd fra kunder. Estimatenes av de to balansepostene er viktige å ta i betraktning når vi videre skal estimere veksten i regnskapspostene, for å komme frem til de fremtidige kontantstrømmene til banken.

### ***8.2.1 Brutto utlån til kunder***

Fra tabell 19 ser vi at veksten i brutto utlån har variert noe de siste fem årene, og at veksten fra 2015 til 2016 var betydelig lavere enn de tidligere årene. Den svake veksten i 2016 kan skyldes at banken hadde en lavere etterspørsel på boliglån. Samtidig kan det tenkes at etterspørsel på lån fra bankens bedriftskunder har blitt redusert i 2016 som følger av den tøffe økonomiske situasjonen.

**Tabell 19: Historisk vekst i brutto utlån til kunder**

<i>Tall i millioner kroner</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Brutto utlån</b>	109 513	120 273	141 620	155 190	157 638
<b>Vekst %</b>	-	9,83 %	17,75 %	9,58 %	1,58 %
<b>Snitt vekst:</b>	<b>9,68 %</b>				

Fra den strategiske analysen kom det frem at det er forventet en bedring av den makroøkonomiske situasjonen i årene fremover. Det er blant annet forventet økning i sysselsetting og BNP. Økt sysselsetting kan føre til at flere kunder har mulighet til å ta lån i banken, fordi de får en bedret betalingsevne. Økt aktivitet i regionen betyr samtidig at flere bedrifter får muligheten til å starte opp nye prosjekter og det er grunn til å anta at veksten i

etterspørsel fra lån til bedriftskunder vil ta seg opp. Inflasjonen i Norge har vært unormalt høy de siste årene, og fra den strategiske analysen kom det frem at inflasjonen vil reduseres i årene som kommer. Redusert inflasjon bidrar til økt kjøpekraft hos befolkningen, og SSB har predikert at norske husholdningers konsum vil stige moderat de kommende årene. Samtidig viser SSB sin befolkningsframskriving at det er forventet økt folkemengde i de fire regionene som SRBANK operer i. Disse forholdene taler for at banken kan forvente en oppgang i etterspørselen på lån både fra person- og bedriftsmarkedet.

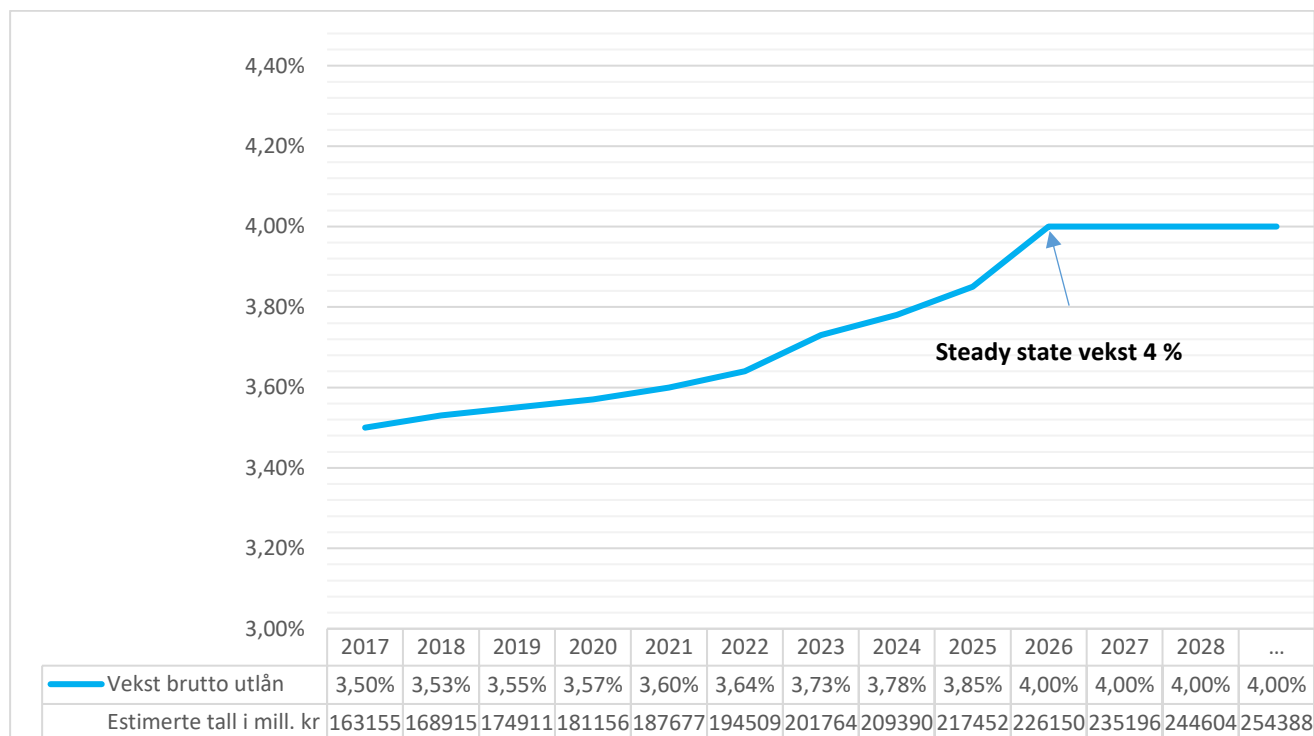
Som tidligere nevnt har rentenivået i Norge vært på et historisk lavt de seneste årene, noe som har ført til svært lave renter på for eksempel boliglån. Dette har vært positivt for kundene som har hatt lån i banken, da deres rentekostnader har blitt redusert. Samtidig er det flere unge som har fått muligheten til å ta lån, med lavere renter. Norges Bank predikerer en moderat oppgang av styringsrenten de kommende årene, jf. vedlegg 3. Dersom styringsrenten øker, vil også rentekostnaden på kundenes lån gå opp. Dette er med på å dempe effekten av de andre makroøkonomiske forholdene som er nevnt ovenfor. Selv om det er forventet bedring i økonomien de kommende årene, vil det ta tid før den er tilbake på samme nivå som før oljekrisen.

På et aggregert nivå forventer vi derfor at banken vil ha mulighet til å øke sin kapital i utlånsporteføljen i årene som kommer. Konkurransesituasjonen i bankens markedsområde vurderte vi til å være moderat-høy, og Porters femkraftsmodell viste at det er stor konkurranse mellom bankene for å kapre kunder. VRIO-analysen identifiserte at banken har et midlertidig konkurransefortrinn når det kommer til sine relasjonsbaserte ressurser. Samtidig fører SRBANK en markedsleder strategi i Rogaland og vekststrategier i Hordaland og Agder. Samtidig har de et stort fokus på effektivisering og kundevekst. Vi forventer ut ifra dette at banken vil være i stand til å oppnå en vekst i sin utlånsportefølje de kommende årene.

I figur 22 på neste side vises vårt estimat på veksten i brutto utlån til kunder. Fra 2016 til 2017 har vi predikert at veksten skal stige fra 1,58 % til 3,50 %. Tidligere år har veksten i brutto utlån vært høyere, med snitt på 9,68 % (tabell 19). Den svakere veksten er valgt på grunnlag av det som er nevnt ovenfor, hvor noen faktorer som for eksempel økning av rentenivå og sterk konkurranse i banksektoren taler for en lavere vekst. Vi har samtidig fokusert på den positive utviklingen i konjunkturbarometeret, hvor diffusjonsindeksen viste en oppgang fra 49 % ved tredje kvartal 2015 til 54 % ved tredje kvartal 2016 (figur 2, s.10). Dette taler for at

økningen i bruttoutlån vil være høyere enn i 2016. Videre har vi valgt å ha en gradvis økning i veksten frem til banken når sin stabile vekstfase i 2026, som vi har estimert til å være 4 %.

Figur 22: Estimert vekst i brutto utlån til kunder



### 8.2.2 Innskudd fra kunder

Tabell 20 viser bankens historiske vekst i denne balanseposten. Vi ser fra tabellen under at SRBANK hadde en nedgang i innskudd fra kunder fra 2015 til 2016.

Tabell 20: Vekst i innskudd fra kunder

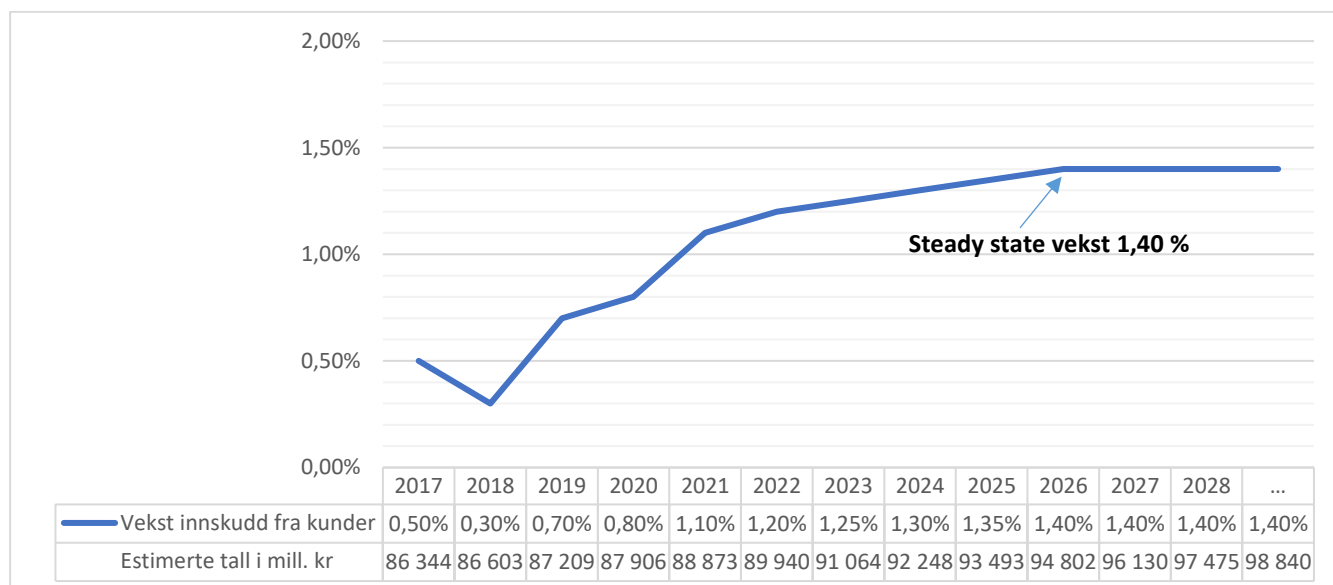
Tall i millioner	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Innskudd fra kunder</b>	67 594	71 667	81 489	89 444	85 914
<b>Vekst %</b>		6,03 %	13,71 %	9,76 %	-3,95 %
<b>Snitt vekst:</b>	<b>6,39 %</b>				

I den strategiske analysen presiserte vi at lave renteinntekter på bankinnskudd har ført til at flere kunder har begynt å investere i aksjer og fond de seneste årene. Dette har vært negativt for bankene med tanke på at innskudd fra kunder er den billigste finansieringskilden.

Innføringen av skatteskjerpelsen på aksjeutbytte og gevinster ved salg av aksjer, hvor skattesatsen nå har økt, kan bidra i positiv retning med tanke på bankenes

innskuddsportefølje. Skatteskjerpelsen kan føre til at investeringer gjennom fondskonto i banken eller sparing på innskuddskonto blir betraktet som mer attraktivt for privatpersoner, og dermed kan det tenkes at flere går over til denne type investering. Videre vil økning i befolkningsvekst og sysselsetting kunne bidra til at flere personer har mulighet til å spare på innskuddskonto i banken. Samt at den forventede økningen i rentenivået vil gjøre bankinnskudd mer attraktivt for privatpersoner. Disse faktorene taler for at SRBANK kan forvente enn oppgang i innskudd fra kunder. Det presiseres at økningen av rentesatsen på innskuddskonto vil være moderat i de første årene. Samtidig eksisterer det lave byttekostnader ved bankbytte og konkurranseintensiteten i bransjen beregnes som høy, og det kan derfor være vanskelig for SRBANK å øke innskuddsporteføljen kraftig. Med sitt gode rykte og omdømme i markedsområde, forventes det likevel en moderat økning.

Figur 23: Vekst i innskudd fra kunder



I figur 23 har vi estimert veksten i innskudd fra kunder. Da banken har hatt negativ vekst i innskudd fra kunder i 2016, forventer vi en svak vekst i 2017 på 0,5 %. I 2018 har vi estimert at innskuddsveksten reduseres til 0,30 %. Dette har vi valgt på grunnlag av at vi forventer at markedet fortsatt vil være usikkert, og banken vil være utsatt for et stort konkurransepress fra sine konkurrenter. Videre i 2019 er det forventet at innskuddsrentene skal øke, samtidig kan det tenkes at det er mindre usikkerhet i markedet ettersom nedgangskonjunktoren er på vei oppover. Derfor har vi fra 2019 og frem til steady state i 2026 predikert en økende vekst i innskudd fra kunder. Vi forventer at SRBANK vil ha en steady state vekst i sin innskuddsportefølje på 1,40 %.

## **8.3 Vekst i regnskapsposter**

### ***8.3.1 Netto renteinntekter***

I tabell 21 presenteres den historiske veksten av netto renteinntekter til SRBANK i perioden 2012-2014. Snittveksten for renteinntekter er 1,42 % i perioden, mens snittveksten for rentekostnadene er - 6,30 %.

**Tabell 21: Historisk vekst i renteinntekter og rentekostnader**

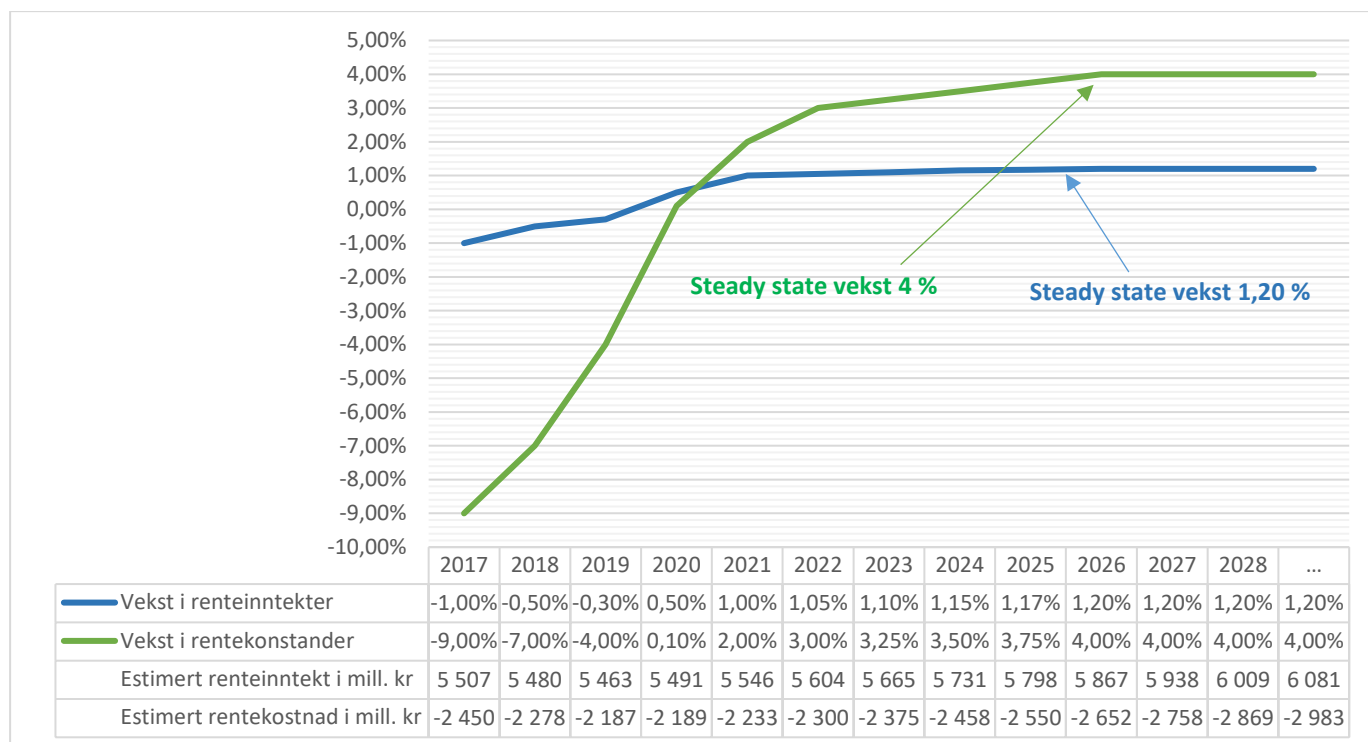
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Renteinntekter</b>	5 300	5 644	6 137	5 752	5 563
<b>Vekst %</b>	-	6,49 %	8,73 %	-6,27 %	-3,29 %
<b>Rentekostnader</b>	3 558	3 525	3 733	3 159	2 692
<b>Vekst %</b>	-	-0,93 %	5,90 %	-15,38 %	-14,78 %
<b>Snitt renteinntekter: 1,42 %</b>					
<b>Snitt rentekostnader: - 6,30 %</b>					

Som tidligere nevnt er det forventet at rentenivået i Norge vil ta seg opp i tiden fremover. En høyere sparerente kan bidra til at banken øker andelen innskudd fra kunder, da det vil være mer attraktivt for kunder å plassere penger på innskuddskonto med høyere avkastning. Høyere utlånsrenter vil være negativt for bankens utlånskunder da de må betale høyere rentekostnader på sine nåværende lån. Samtidig kan en høyere utlånsrente skape problemer for personer som har tatt opp lån med lav rente, det er gjerne flere unge personer som har tatt en slik risiko, og som ikke vil tåle denne økningen på rentenivået. Samtidig som banken er utlånsgever tar den også opp lån i markedet for å finansiere driften, dermed vil en økning i rentekostnader også gjelde for banken selv og ikke bare for kundene.

Tidligere i dette kapittelet predikerte vi en økning i brutto utlån de kommende årene, som følger av bedre makroøkonomiske utsikter og bankens posisjon i forhold til konkurrentene. Ut ifra dette kan det tenkes at renteinntektene til banken også vil øke i årene fremover. I og med at rentenivået er predikert til å stige moderat, forventer vi at bankens renteinntekter vil reduseres de første årene før de begynner å stige. I figur 24 på neste side har vi predikert en negativ vekst på -1 % i 2017. Det er forventet negativ utvikling frem til år 2020, hvor det forventes at renteinntektene begynner å øke igjen frem mot steady state veksten på 1,20 % i 2026.



Figur 24: Estimert vekst i renteinntekter og rentekostnader



Tidligere i kapitlet predikerte vi at banken vil kunne øke sin innskuddsportefølje i årene som kommer. Dette vil i utgangspunktet føre til høyere rentekostnader, men som følger av at veksten har vært negativ de to siste årene tror vi at det vil gå litt tid før kostandene øker. I figur 24 ovenfor har vi estimert at rentekostnadene vil reduseres med 9 % i 2017, som er en svakere nedgang enn de to siste årene. Videre estimeres veksten først til å være positiv i 2020 på 0,10 %, som er året hvor også renteinntektene vil øke igjen. Rentekostnadene estimeres videre å vokse mot den stabile vekstraten i steady state som vi har valg å sette på 4 %.

### 8.3.2 Netto provisjons og andre inntekter

For tjenester som inkluderer transaksjonsrådgivning, plassering av verdipapirer, forvalte investeringseiendeler, verdipapirmegling, og mange flere, vil bankene typisk kreve et gebyr eller provisjon for dette fra sine kunder. Gebyrinntekter er vanligvis enklere å forstå enn netto renteinntekter, fordi gebyrinntektene er uavhengig av finansiering. Det som kan være en utfordring er at noen former for gebyrinntekter er svært sykliske, eksempler på dette er gebyr fra transaksjonsrådgivningstjenester (Koller et al., 2010, s.767).

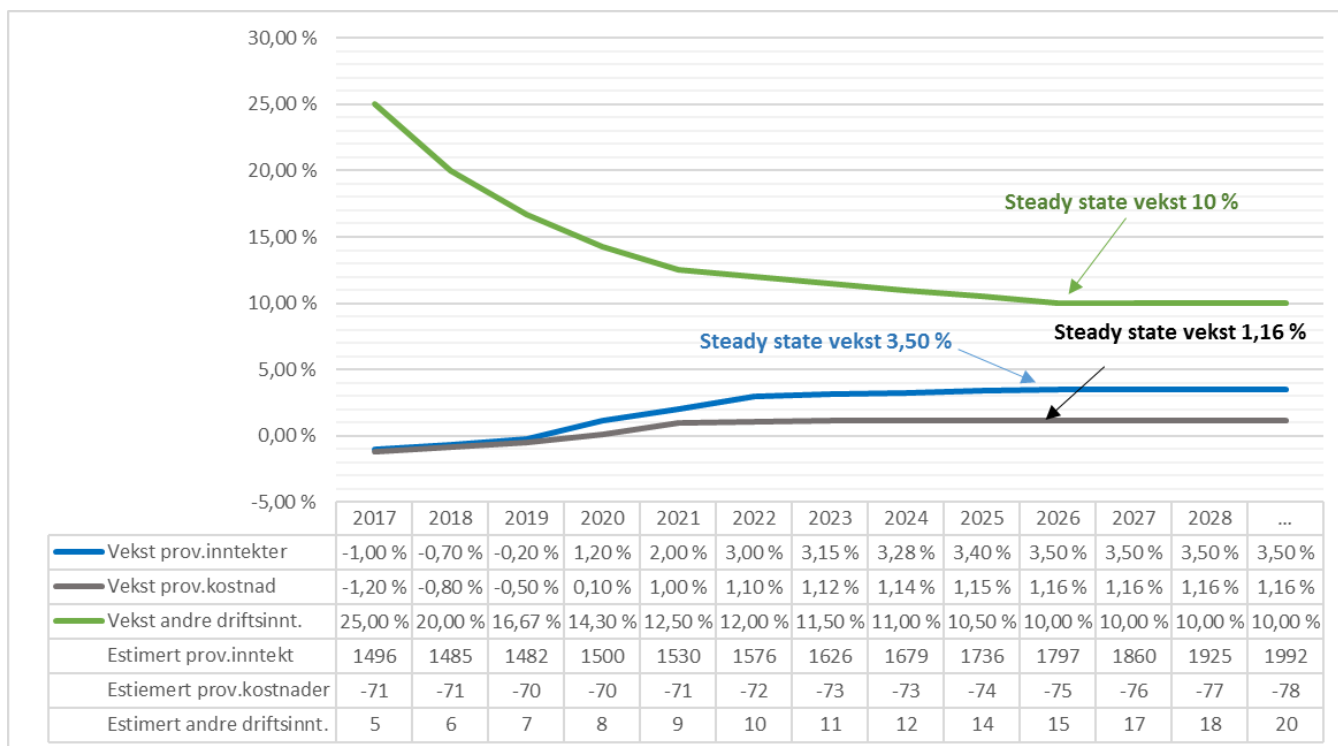
I tabell 22 ser vi at alle postene i netto provisjons og andre inntekter sank fra 2015 til 2016. En av årsakene til dette var reduserte provisjonsinntekter da SRBANK konsernet i 2016 kjøpte tilbake utlån fra Sparebank 1 Boligkreditt AS på til sammen 4 milliarder kroner (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.44).

Tabell 22: Historisk vekst i netto provisjons og andre inntekter

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Provisjonsinntekter</b>	1105	1452	1370	1605	1511
<b>Vekst %</b>		31,40 %	-5,65 %	17,15 %	-5,86 %
<b>Provisjonskostnader</b>	76	72	78	78	72
<b>Vekst %</b>		-5,26 %	8,33 %	0,00 %	-7,69 %
<b>Andre driftsinntekter</b>	437	444	440	5	4
<b>Vekst %</b>		1,60 %	-0,90 %	-98,86 %	-20,00 %
<b>Snitt provisjonsinntekter:</b>	<b>9,26 %</b>				
<b>Snitt provisjonskostnader:</b>	<b>-1,16 %</b>				
<b>Snitt andre driftsinntekter:</b>	<b>-29,54 %</b>				

I figur 25 på neste side har vi estimert veksten i de tre regnskapspostene. Som nevnt ovenfor er disse postene sykliske og derfor vanskelige å estimere. Vi har valgt at både provisjonsinntekter og provisjonskostnader skal fortsette den synkende trenden i de første tre årene. Fra og med 2020 har vi estimert en stigende vekst frem til SRBANK når steady state i år 2026. Vi har predikert en konstant vekst på 3,50 % for provisjonsinntektene, og 1,16 % for provisjonskostandene. Selv om andre driftsinntekter hadde en kraftig nedgang i 2015, har vi predikert at disse inntektene skal stige i årene som kommer. Dette er valgt på grunn av at reduksjonen i andre driftsinntekter fra 2014 til 2015 skyldes at en del av andre driftsinntekter er blitt flyttet over til provisjonsinntekter. Vi har predikert at veksten i driftsinntekter skal være 25 %, for deretter å synke moderat frem til steady state. Den konstante vekstraten i år 2026 har vi satt til 10 %.

Figur 25: Estimert vekst i netto provisjons og andre driftsinntekter



### 8.3.3 Netto inntekter fra finansielle investeringer

Netto inntekter fra finansielle investeringer er summen av bankens inntekter fra utbytte, eierinteresser og finansielle instrumenter. I tabell 23 på neste side presenteres den historiske veksten i de tre regnskapspostene. Netto inntekter fra finansielle instrumenter har en tendens til å være svært flyktige, for eksempel ved at gevinster som har blitt produsert over flere år plutselig kan bli eliminert av et stort tap i et gitt år (Koller et al., 2010, s.767). Dette vises i tabell 23 på neste side, hvor vi ser at veksten i denne regnskapsposten har svingt kraftig de siste fem årene.

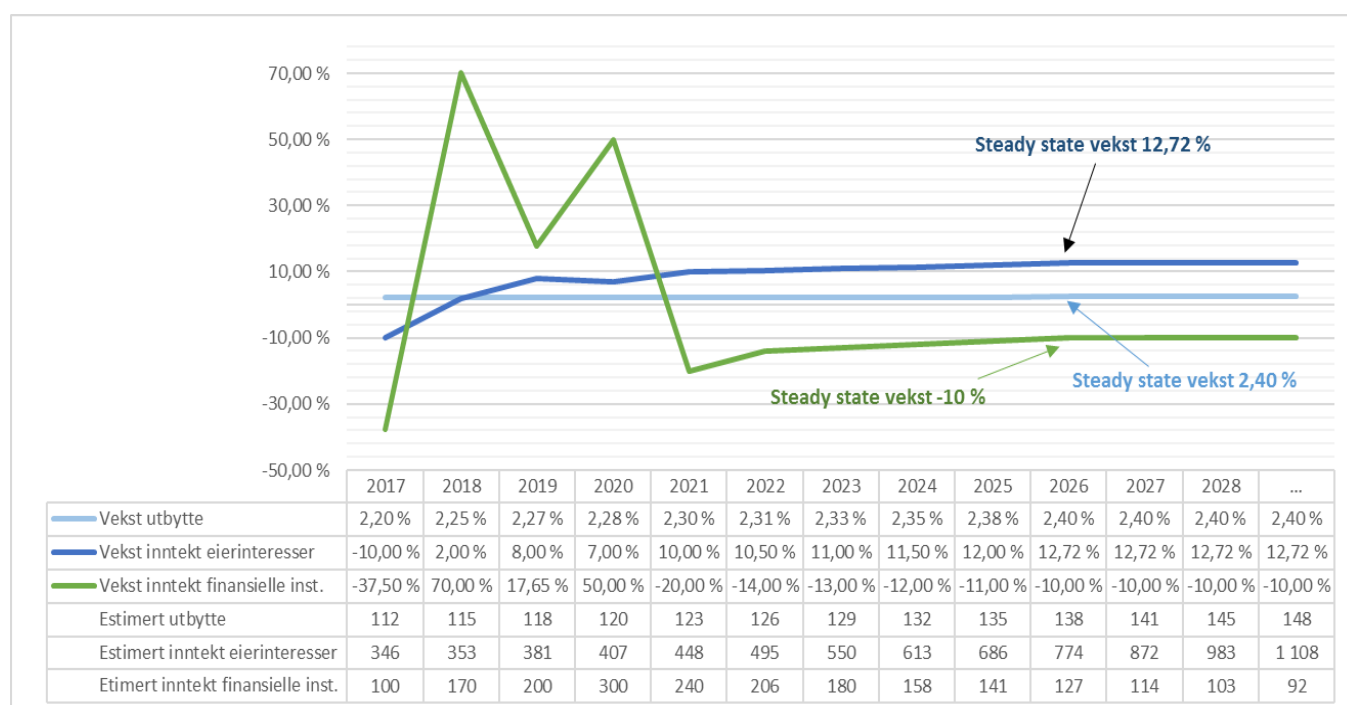
Summen av de tre regnskapspostene er generelt betegnet som den mest volatile komponenten av en banks inntekter. Det er generelt betraktet å være svært vanskelig å prognostisere netto inntekter fra finansielle investering ut i fra funn vi har gjort tidligere i oppgaven. Dette er på grunn av at disse inntektene i stor grad er basert på hvilke investeringer banken gjør i verdipapirer og andre selskaper, og hvordan disse utvikler seg frem i tid – som baseres på flere forhold enn de vi har analysert tidligere.

Tabell 23: Historisk vekst i netto inntekter fra finansielle investeringer

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Utbytte</b>	25	33	36	17	110
<b>Vekst %</b>	-	32,00 %	9,09 %	-52,78 %	547,06 %
<b>Inntekter fra eierinteresser</b>	265	355	506	422	384
<b>Vekst %</b>	-	33,96 %	42,54 %	-16,60 %	-9,00 %
<b>Netto inntekter fra finansielle instrumenter</b>	288	167	236	-135	160
<b>Vekst %</b>	-	-42,01 %	41,32 %	-157,20 %	218,52 %
<b>Snitt utbytte:</b>					
					<b>133,84 %</b>
<b>Snitt eierinteresser:</b>					
					<b>12,72 %</b>
<b>Snitt finansielle instrumenter:</b>					
					<b>15,16 %</b>

Som eksterne analytikere har vi på grunnlag av det som ble nevnt ovenfor, valgt å estimere disse inntektene ved å se på gjennomsnittsveksten de siste 5 årene og gjøre antakelser videre utfra den historiske veksten av dem. I figur 26 nedenfor viser våre estimater i inntekter fra utbytte, eierinteresser og finansielle investeringer.

Figur 26: Estimert vekst i netto finansielle inntekter



### Estimert inntekt fra utbytte

Fra tabell 23 ser vi at snittveksten i inntekter fra utbytte er på hele 133,84 % for de siste fem årene. Dette er betraktet som en urealistisk vekst fordi den høye veksten i 2016 trekker snittet betydelig opp. Vi valgte å estimere utbytte med en vekst på 2,20 % i 2017 og deretter gradvis øke veksten opp til steady state i 2026 på 2,40 %.

### Estimert inntekt fra eierinteresser

Veksten i inntekter fra eierinteresser har en snittvekst på 12,72 % og vi valgte dette som steady state veksten fra og med år 2026. Inntekten for eierinteressenter har vi estimert til å reduseres videre inn i 2017 med 10 %. Etter dette har vi estimert at veksten vil stige gradvis mot steady state veksten i 2026, hvor den konstante vekstraten er satt til 12,72 %.

### Estimert inntekt fra finansielle instrumenter

Inntekten fra finansielle instrumenter har en snittvekst på -94,10 % de siste fem årene. Veksten i denne regnskapsposten har vi valgt til å være negativ med 37,50 % i 2017, for deretter å svinge de tre kommende årene. Etter dette reduseres inntekten litt igjen i 2021, og reduseres frem til steady state i 2026. Den konstante veksten har vi estimert til å være -10 %.

#### 8.3.4 Driftskostnader

Tabell 24 under viser den historiske utviklingen i de tre postene for bankens driftskostnader som er personalkostnader, administrasjonskostnader og andre driftskostnader.

Tabell 24: Historisk vekst driftskostnader

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Personalkostnader</b>	1082	1196	1202	945	1166
<b>Vekst %</b>		10,54 %	0,50 %	-21,38 %	23,39 %
<b>Administrasjonskostnader</b>	417	432	469	480	464
<b>Vekst %</b>		3,60 %	8,56 %	2,35 %	-3,33 %
<b>Andre driftskostnader</b>	389	391	386	438	402
<b>Vekst %</b>		0,51 %	-1,28 %	13,47 %	-8,22 %
<b>Snitt personalkostnader:</b>	<b>3,26 %</b>				
<b>Snitt administrasjonskostnader:</b>	<b>2,79 %</b>				
<b>Snitt andre driftskostnader:</b>	<b>1,12 %</b>				

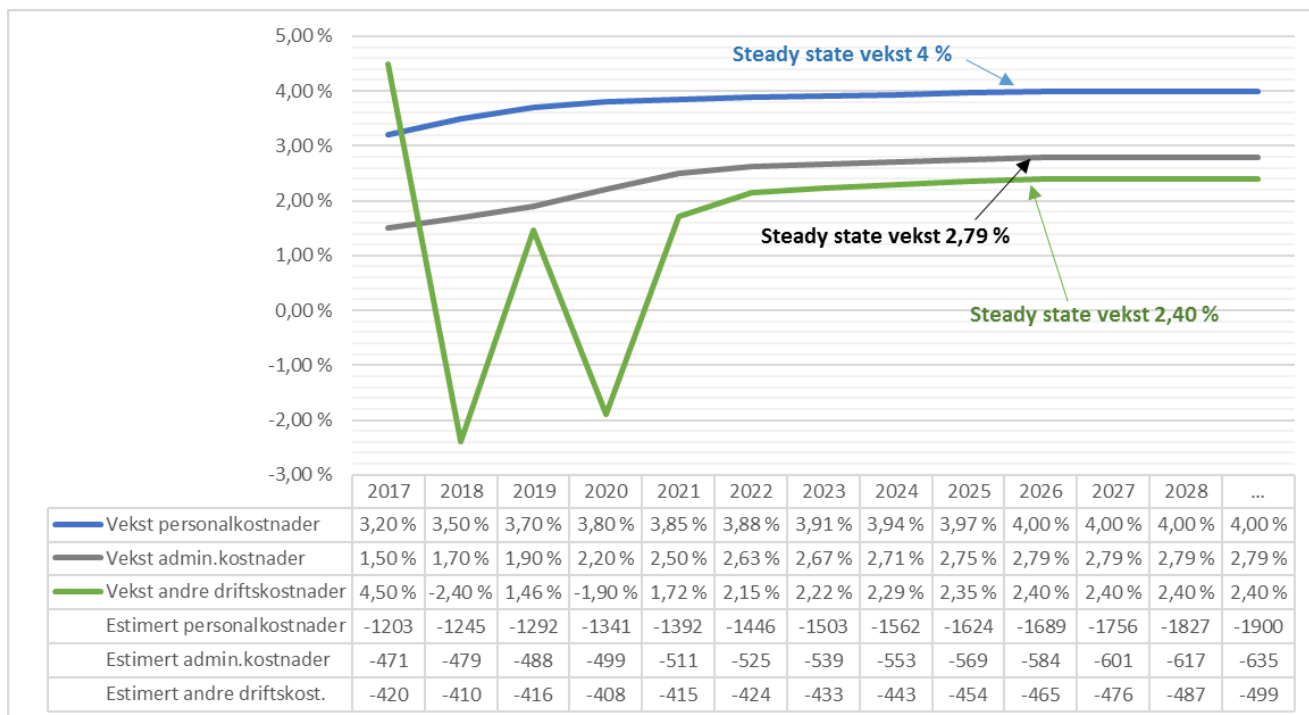
En faktor som kan være med på å påvirke personalkostnadene er at det er kommet nye skatteregler for lønnsgrunnlaget i finanssektoren, med en ekstraskatt på 5 %. Dette kan igjen føre til at det blir dyrere for dem å ha ansatte hos seg i forbindelse med økte avgifter ved utbetaling av lønn, som taler for en økning i personalkostnadene. Samtidig har SRBANK påbegynt prosessen med bankroboter, noe som kan føre til nedbemanning i banken som følger av at robotene overtar mye av arbeidet som i dag gjøres av kundeservice. Dette vil kunne føre til reduksjon av personalkostnadene frem i tid. På bakgrunn av dette predikerer vi en langt svakere vekst i personalkostnader, enn det som har vært i 2016. I 2017 har vi predikert en vekst på 3,20 %. Deretter stiger posten jevnt og trutt frem mot steady state i 2026, hvor den konstante vekstraten er satt til 4 %. Denne konstante vekstraten er basert på gjennomsnittet av de siste fem årene, som var 3,26 %, jf. tabell 24.

Vi ser fra tabell 24 på forrige side at administrasjonskostnader har hatt en stabil økning i perioden fra 2012 til 2015, deretter fulgte en marginal reduksjon i disse kostandene i 2016. Vi mener at IT-kostnader vil ha størst betydning på administrasjonskostnader fremover, og da spesielt med tanke på utviklingen av bankroboter og Blockchain. På bakgrunn av dette har vi valgt å estimere administrasjonskostnader til 1,5 % i 2017. Veksten i administrasjonskostnader har vi estimert til å ha en jevn økning frem mot steady state i 2026. Estimater av den konstante vekstraten har vi satt til 2,79% som er gjennomsnittet av de siste fem årene.

Tabell 24 på forrige side viser at andre driftskostnader har vært ujevn i perioden fra 2012 til 2016, med en gjennomsnittlig vekst på 1,12 %. Vi har valgt å følge mønsteret som har vært de siste fem årene, ved å estimere at veksten i posten svinger litt de første årene, for deretter å stabilisere seg fra 2022. I 2017 har vi estimert at veksten i andre driftskostnader skal bli 4,5 % og i 2021 har vi estimert at veksten er 1,72 %. Deretter stiger regnskapsposten sakte men sikkert mot steady state, hvor vi har estimert en konstant vekstrate på 2,4 %.

Figur 27 på neste side viser vårt estimat av utviklingen i SRBANK sine driftskostnader fordelt på de tre regnskapspostene. Tallene i figuren er i millioner kroner.

Figur 27: Estimert vekst i driftskostnader



### 8.3.5 Nedskrivninger

Tabell 25 viser SRBANK sin utvikling i regnskapsposten tap på utlån og garantier, samt tapsnivå som vi analyserte i regnskapsanalysen i kapittel 6. Vi ser at veksten i nedskrivninger har vært kraftig siden oljeprisfallet i 2014. Samtidig ser vi at bankens tapsnivå har økt i perioden.

Tabell 25: Historisk vekst i tap på utlån og tapsnivå

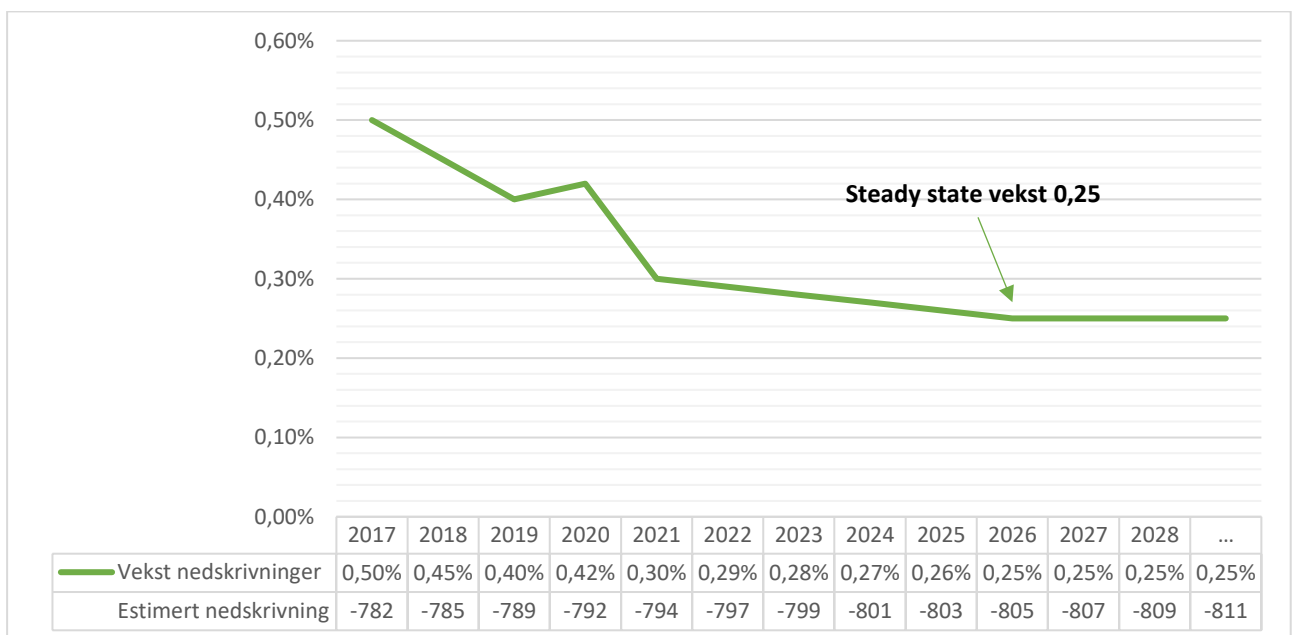
	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Nedskrivninger på utlån og garantier</b>	137	132	257	420	778
<b>vekst %</b>		-3,65 %	94,70 %	63,42 %	85,24 %
<b>Tapsnivå</b>	0,14 %	0,12 %	0,22 %	0,30 %	0,50 %
<b>Snitt vekst:</b>	<b>47,94 %</b>				
<b>Snitt tapsnivå:</b>	<b>0,25 %</b>				

Fra regnskapsanalysen i kapittel 6 fant vi at SRBANK har en middels-høy kredittkvalitet. Hvor 61,88 % av bankens utlånsportefølje er vurdert til å ha meget god kredittkvalitet, med tilsvarende lav risiko. SRBANK har en solid posisjon i sitt markedsområde, styrket

kapitaldekningsbuffer fra tidligere år, samt økt sine netto renteinntekter de siste fem årene. Alle disse faktorene er med på å bidra til å styrke kredittkvaliteten til banken, og kan være med på å redusere den negative utviklingen i bankens nedskrivninger av utlån og garantier. Samtidig vet vi at den makroøkonomiske situasjonen i SRBANK sitt markedsområde er på bedringens vei, men det vil fortsatt være usikkerhet i markedet i årene som kommer. Det er også predikert at styringsrenten skal øke, som vil føre til at rentekostnaden på kundenes lån gå opp. Dette vil kunne svekke kundenes betalingskraft, og kan dermed bidra til at banken må foreta ytterligere nedskrivninger.

På bakgrunn av dette forventer vi at nedskrivninger vil fortsette å øke i fremtiden, men med en svakere vekst enn de siste fem årene. I figur 28 under viser vårt estimat av utviklingen i bankens nedskrivninger på utlån og garantier frem til steady state i 2026. Vi har estimert at nedskrivninger i 2017 vil stige med 0,5%. For deretter å reduseres moderat frem til år 2026, hvor vi har estimert den konstante vekstraten til å være 0,25 %.

**Figur 28: Estimert vekst i nedskrivninger**



Estimert nedskrivning i figur 28 ovenfor er i millioner kroner.



### 8.3.6 Skattekostnad

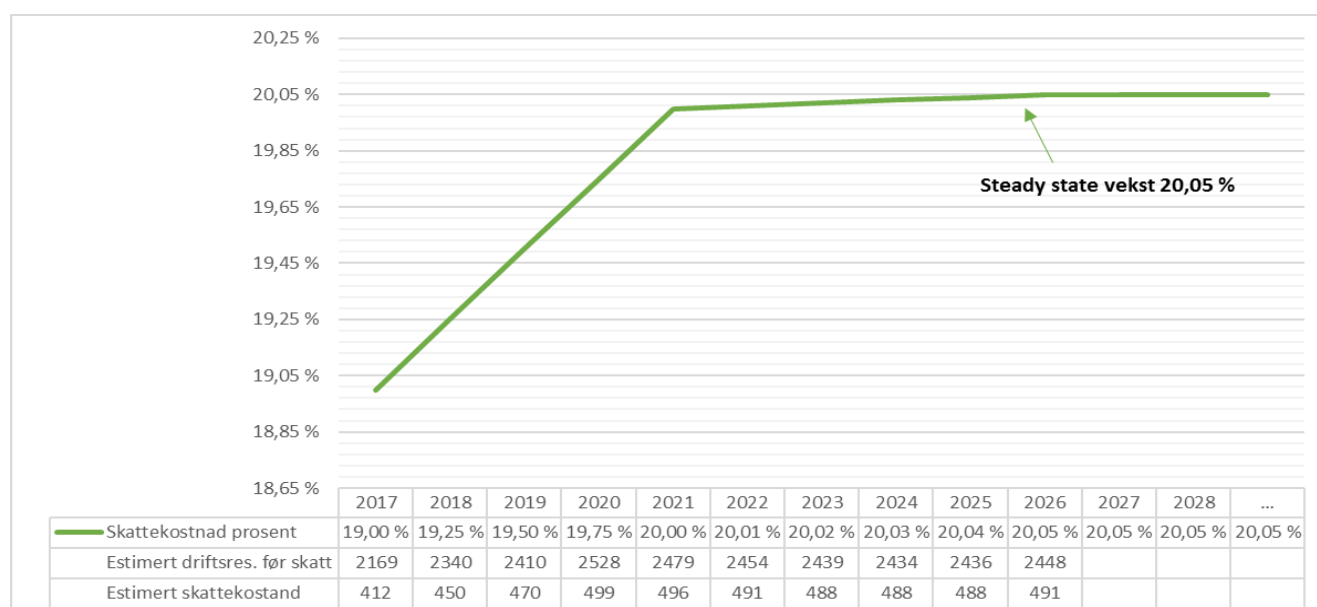
Tabell 26 viser at skattekostnaden har gått nedover de siste fire årene, men den økte marginalt i 2016. For å se hva skatteprosenten har vært i perioden, tok vi utgangspunkt i skattekostnaden dividert på driftsresultatet før skatt.

Tabell 26: Historisk vekst i skattekostnad

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Driftsresultat</b>	1761	2347	2601	2146	2158
<b>Skattekostnad</b>	400	487	506	400	403
<b>Skatteprosent</b>	22,71 %	20,75 %	19,45 %	18,64 %	18,67 %
<b>Snitt skatt: 20,05 %</b>					

Ettersom skattekostnaden har vært ganske stabil over tid, anser vi gjennomsnittet for de siste fem årene som et godt estimat på den konstante vekstraten i 2026. Figur 29 under viser vårt estimat av utviklingen i skatteprosent frem til år 2026. Vi estimerer skatteprosenten i 2017 til 19 %, for deretter å stige moderat mot 2021. Etter 2021 forventer vi en svært moderat vekst i skatteprosenten frem til steady state i 2026. Estimater for den konstante skatteprosenten har vi satt til 20,05 %.

Figur 29: Estimert skatteprosent



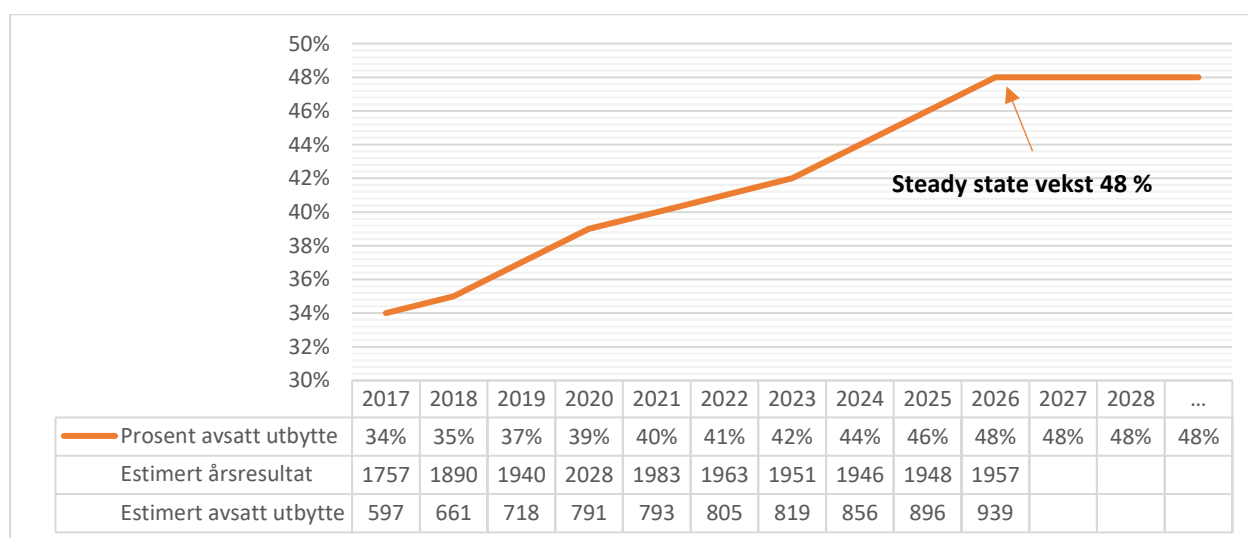
Estimert driftsresultat før skatt og estimert skattekostnad i figur 29 ovenfor er i millioner kroner.

### 8.3.7 Avsatt utbytte

Ved fastsettelsen av størrelsen på årlig utbytte tar SRBANK hensyn til konsernets kapitalbehov. Dette innebærer krav fra myndighetene for kapitaldeknings, samt konsernets strategiske planer og mål. I årsrapporten for 2016 kommer det fram at banken vil ta hensyn til at banksektoren er i en oppbygningsfase frem mot 2018. Dette medfører at banken har som mål å øke utbytte moderat i 2017, for deretter å normalisere utbetalingen fra og med 2018 (Sparebank 1 SR-Bank, 2016, s.19). Banken fører en utbyttepolitikk som tilsier at de skal utbetale om lag halvparten av resultat etter skatt som utbytte. Det er lagt til grunnlag at dette endres dersom kapitalbehovet tilsier noe annet (Sparebank 1 SR-Bank, 2016, s.19).

På grunnlag av det som er nevnt ovenfor forventer vi en moderat økning i avsatt utbytte i 2017 og 2018, for deretter å øke noe mer de kommende årene. I figur 30 har vi estimert utbytteneivået i 2017 til å være 34% og 35 % i 2018. Vi estimerer utbytteneivået i 2019 til 37%, 39% i 2020 og 40% i 2021, for deretter å stige videre mot 48% de kommende årene frem til steady state. I steady state estimerer vi et utbytteneivå på 48%, noe som vil være litt lavere enn det utbyttepolitikken som SRBANK sikter mot tilsier. Grunnen til at vi ikke har valgt 50 % utbytteneivå i steady state, er eventuelle kommende kapitalkrav, samtidig som banken har ligget god under dette nivået de siste årene.

Figur 30: Estimert vekst i avsatt utbytte



Estimert årsresultat og avsattutbytte i figur 30 ovenfor er i millioner kroner. Avsatt utbytte i kroner er estimert ved å ta vårt estimat av avsatt utbytte (prosent), multiplisert med årsresultat. Årsresultatet kom vi frem til ved hjelp av årsregnskapet i tabell 27 på neste side.

## 8.4 Estimert fremtidsregnskap

Tabell 27: Fremtidsregnskap 2017-2026

<b>Fremtidsregnskap</b> <i>(tall i mill. kr)</i>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
Renteinntekter	5 563	5 507	5 480	5 463	5 491	5 546	5 604	5 665	5 731	5 798	5 867
Rentekostnader	-2 692	-2 450	-2 278	-2 187	-2 189	-2 233	-2 300	-2 375	-2 458	-2 550	-2 652
<b>Netto renteinntekter</b>	<b>2 871</b>	<b>3 058</b>	<b>3 202</b>	<b>3 276</b>	<b>3 301</b>	<b>3 313</b>	<b>3 304</b>	<b>3 291</b>	<b>3 273</b>	<b>3 248</b>	<b>3 215</b>
Provisjonsinntekter	1 511	1 496	1 485	1 482	1 500	1 530	1 576	1 626	1 679	1 736	1 797
Provisjonskostnader	-72	-71	-71	-70	-70	-71	-72	-73	-73	-74	-75
Andre driftsinntekter	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14	15
<b>Netto provisjons og andre inntekter</b>	<b>1 443</b>	<b>1 430</b>	<b>1 421</b>	<b>1 419</b>	<b>1 438</b>	<b>1 468</b>	<b>1 514</b>	<b>1 564</b>	<b>1 618</b>	<b>1 676</b>	<b>1 737</b>
Utbytte	110	112	115	118	120	123	126	129	132	135	138
Inntekter fra eierinteresser	384	346	353	381	407	448	495	550	613	686	774
Netto inntekter fra finansielleinstru.	160	100	170	200	300	240	206	180	158	141	127
<b>Netto inntekter fra finansielleinvest.</b>	<b>654</b>	<b>558</b>	<b>637</b>	<b>698</b>	<b>828</b>	<b>811</b>	<b>827</b>	<b>858</b>	<b>903</b>	<b>962</b>	<b>1 038</b>
<b>Sum netto inntekter</b>	<b>4 968</b>	<b>5 045</b>	<b>5 260</b>	<b>5 394</b>	<b>5 567</b>	<b>5 592</b>	<b>5 646</b>	<b>5 713</b>	<b>5 794</b>	<b>5 885</b>	<b>5 991</b>
Personalkostnader	-1 166	-1 203	-1 245	-1 292	-1 341	-1 392	-1 446	-1 503	-1 562	-1 624	-1 689
Admin. kostnader	-464	-471	-479	-488	-499	-511	-525	-539	-553	-569	-584
Andre driftskostnader	-402	-420	-410	-416	-408	-415	-424	-433	-443	-454	-465
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>-2 032</b>	<b>-2 094</b>	<b>-2 134</b>	<b>-2 196</b>	<b>-2 247</b>	<b>-2 319</b>	<b>-2 395</b>	<b>-2 475</b>	<b>-2 559</b>	<b>-2 646</b>	<b>-2 738</b>
<b>Driftsresultat før nedskrivning på utlån</b>	<b>2 936</b>	<b>2 951</b>	<b>3 126</b>	<b>3 198</b>	<b>3 319</b>	<b>3 273</b>	<b>3 251</b>	<b>3 238</b>	<b>3 235</b>	<b>3 239</b>	<b>3 253</b>
Nedskrivninger på utlån og garantier	-778	-782	-785	-789	-792	-794	-797	-799	-801	-803	-805
<b>Driftsresultat før skatt</b>	<b>2 158</b>	<b>2 169</b>	<b>2 340</b>	<b>2 410</b>	<b>2 528</b>	<b>2 479</b>	<b>2 454</b>	<b>2 439</b>	<b>2 434</b>	<b>2 436</b>	<b>2 448</b>
Skattekostnad	-403	-412	-450	-470	-499	-496	-491	-488	-488	-488	-491
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>1 755</b>	<b>1 757</b>	<b>1 890</b>	<b>1 940</b>	<b>2 028</b>	<b>1 983</b>	<b>1 963</b>	<b>1 951</b>	<b>1 946</b>	<b>1 948</b>	<b>1 957</b>
Avsatt utbytte	575	597	661	718	791	793	805	819	856	896	939

## 9.0 Fundamental verdsettelse av SRBANK

I dette kapitlet gjennomføres de fundamentale verdsettelsesmetodene som tidligere ble konkludert med å benyttes i kapittel 5. Vi starter med å verdsette SRBANK ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapital (FCFE) metoden. Deretter gjennomføres en sensitivitets- og scenarioanalyse av de ulike variablene i avkastningskravet. Til slutt verdsettes SRBANK ved hjelp av utbyttemetoden.

### 9.1 Verdiestimat ved FCFE metoden

Formelen for å finne fri kontantstrøm til egenkapitalen er som tidligere presentert i metode kapitlet; **årsresultat ± egenkapitalinvesteringer i regulatorisk kapital ± planlagt endring i egenkapital** (se tabell 10, s.45). I tabell 27 på forrige side finner vi de estimerte årsresultatene for perioden i 2017-2016, men vi må her estimere hvor mye kapital banken skal sette av til egenkapitalinvesteringer i årene frem til 2026. Ut ifra årsrapporten 2016 kan vi ikke se at SRBANK har noen planlagte endringer i egenkapital, og vi ser derfor bort ifra dette.

Vi har valgt å ta utgangspunkt i Basel III kravene som ble presentert i PESTEL-analysen (tabell 2, s.12, kapittel 4) og da spesielt ren kjernekapital, når vi skal estimere hvor mye egenkapitalinvesteringer SRBANK vil gjøre i årene fremover. Ren kjernekapital består av tilbakeholdt overskudd og innskutt egenkapital, og er det samme som egenkapital minus regulatoriske fradrag. Noen av de viktigste regulatoriske fradragspostene er immaterielle eiendeler, som goodwill og utsatt skattefordel (Syvertsen, 2012, s.2).

Banken hadde per 31.12.16 en ren kjernekapital på 17.143 millioner kroner (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.73). For å estimere risikovektet volum i årene frem til 2026 har vi tatt utgangspunkt i risikovektet volum fra årsrapporten 2016 på 116.651 millioner kroner (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.73). Dette multipliserte vi med den estimerte veksten i brutto utlån per år frem til 2026. Dette begrunnes med at en økning i brutto utlån vil kunne øke risikoen til banken, som igjen resulterer i økt risikovektet volum. Deretter benytter vi SRBANK sin oppnådde ren kjernekapitaldekning i prosent per 2016 som utgangspunkt til å estimere utviklingen i denne frem til 2026. SRBANK hadde en ren kjernekapitaldekning på 14,7 % per 31.12.16 (Sparebank 1 SR-Bank, 2016, s.4). Fra Basel III i kapittel 4.1.1 ser vi at per 31.12.16 hadde SRBANK et samlet krav til ren kjernekapitaldekning på 13,3 % (11,5 %

ren kjernekapitaldekning + 2 %). Banken lå derfor over målet for ren kjernekapitaldekning ved utgangen av 2016. Fra årsrapporten 2016 kommer det frem at SRBANK har som mål å ha en ren kjernekapitaldekning på 15 % ved utgangen av 2017 (Sparebank 1 SR-Bank, 2016, s. 10). På bakgrunn av at SRBANK ligger såpass høyt over kravet allerede nå, har vi estimert ren kjernekapitaldekning på 15 % fra år 2017 og videre (se tabell 28). Dette forutsetter at det ikke skal komme ytterligere økninger i kapitaldekningskrav.

Videre benyttet vi et lignende oppsett som fremkommer i årsrapporten for 2016, for å beregne den balanseførte egenkapitalen hvert år. Det vil si at vi estimerte utviklingen i de fem postene under ren kjernekapital i kroner (se tabell 28). Disse fem postene er de regulatoriske fradragene, og må følgelig adderes med ren kjernekapital i kroner for å komme frem til sum balanseført egenkapital. Vi ser det hensiktsmessig å endre lite på disse postene, fordi det er svært usikkert hvordan de vil utvikle seg i fremtiden. Til slutt beregnet vi endringen i estimatet for sum balanseført egenkapital fra år til år, som tilsvarende den estimerte endringen i egenkapital i tabell 28.

**Tabell 28: Estimert endring i egenkapital**

Tall i millioner kr	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Risikovektet volum	116651	120734	124996	129433	134054	138880	143935	149304	154947	160913	167349
Ren kjernekapitaldekning	14,7 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %	15 %
Ren kjernekapital i kroner	17143	18110	18749	19415	20108	20832	21590	22396	23242	24137	25102
Utsatt skatt, goodwill og andre immaterielle eiendeler	94	96	98	100	102	104	106	108	110	112	114
Fradrag for avsatt utbytte	575	597	661	718	791	793	805	819	856	896	939
Fradrag i forventet tap IRB fratrukket tapsavsetning	263	273	283	293	303	313	323	333	343	353	363
Fradrag ansvarlig kapital i andre finansinstitusjoner	163	70	65	60	55	50	45	40	35	30	25
Verdi av derivatforpliktelser til virkelig verdi	50	55	60	65	70	75	80	85	90	95	100
Sum balanseført egenkapital	18288	19201	19917	20651	21429	22167	22949	23781	24677	25623	26644
<b>Estimert endring i egenkapital</b>	-	<b>913</b>	<b>715</b>	<b>734</b>	<b>778</b>	<b>738</b>	<b>782</b>	<b>832</b>	<b>896</b>	<b>946</b>	<b>1021</b>

Tabell 29: Resultat FCFE verdsettelse

<u>Tall i millioner kr</u>	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Årsresultat	1 757	1 890	1 940	2 028	1 983	1 963	1 951	1 946	1 948	1 957
Endring i egenkapital	913	715	734	778	738	782	832	896	946	1 021
<b>FCFE</b>	<b>844</b>	<b>1 174</b>	<b>1 206</b>	<b>1 250</b>	<b>1 245</b>	<b>1 181</b>	<b>1 119</b>	<b>1 051</b>	<b>1 001</b>	<b>936</b>
<b>Terminalverdi</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>18 715</b>
<hr/>										
NNV overgangsverdi	kr 7 251,61									
NNV terminalverdi	kr 9 432,47									
<b>Sum nåverdi FCFE</b>	<b>kr 16 684,08</b>									
# aksjer	255,64									
<b>Estimert aksjepris</b>										
<b>31.12.16</b>	<b>kr 65,26</b>									
Markedspris 31.12.16	kr 60,75									
Markedsverdi										
31.12.16	kr 15 530,13									
<i>Avkastningskrav (ke)</i>	7,09167 %									
<i>Vekstfaktor (g)</i>	2,09 %									

Tabell 29 viser resultatet av fri kontantstrøm til egenkapital metoden. Vi ser at den frie kontantstrømmen til egenkapitalen er lav i 2017, og årsaken til dette er at SRBANK må reinvestere en høyere andel av overskuddet for å nå kravet på 15 % ren kjernekapital. For å komme frem til overgangsverdien på 7.251,61 millioner kroner, har vi tatt netto nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapital fra 2017 til 2025. Netto nåverdi av terminalverdien er på 9.432,47 millioner kroner, som er terminalverdien diskontert tilbake til 2017. Samlet sett resulterer dette i et verdiesimat på SRBANK sin egenkapital tilsvarende **16.684,09 millioner kroner** per 31.12.16. Fordelt på antall utestående aksjer på dette tidspunktet blir vårt verdiesimat av aksjeprisen **kr 65,26**.

### ***9.1.1 Sensitivitet- og scenarioanalyse av FCFE verdiestimat***

For å verdsette SRBANK ved hjelp av fri kontantstrøm til egenkapital metoden har vi vært nødt til å ta forutsetninger for å estimere forventede kontantstrømmer i årene fremover, samtidig som vi har måttet ta forutsetninger ved utregning av avkastningskravet ( $k_e$ ) og den konstante vekstraten ( $g$ ) som benyttes. Våre beregninger og diskusjoner i kapittel 7 legges til grunn for de benyttede nøkkelvariablene i det utregnede avkastningskravet på 7,09 %. De fremtidige kontantstrømmene er estimert ved hjelp av en grundig strategisk analyse og regnskapsanalyse, og på bakgrunn av dette anser vi det beregnede avkastningskravet som den mest sensitive faktoren. Vi har derfor valgt å måle hvordan nåverdien påvirkes dersom man endrer på forutsetningene i nøkkelvariablene til avkastningskravet, dette gjøres ved hjelp av en sensitivitetsanalyse. Videre vil vi presentere en matrise som viser hvordan nåverdien endrer seg ved ulike verdier av avkastningskravet og vekstfaktoren ( $g$ ). I både sensitivitetsanalysen og matrisen har vi valgt å benytte oss av et intervall på [-25 %, 25 %]. Til slutt i dette delkapittelet vil vi benytte oss av en scenarioanalyse som viser mest sannsynlig verdi, optimistisk og pessimistisk scenario.

#### **Sensitivitetsanalyse**

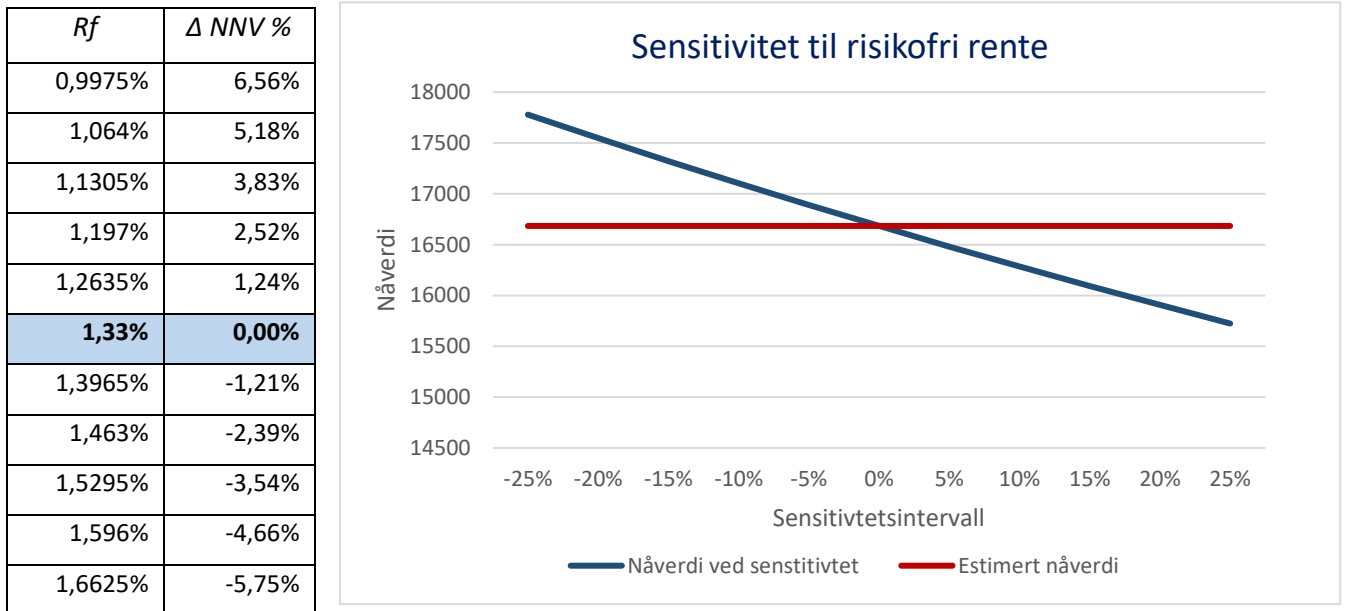
En svakhet med sensitivitetsanalysen er at i virkeligheten vil flere variabler kunne endres samtidig, mens man kun kan endre på en variabel om gangen i denne analysen (Bredesen, 2011, s. 213). I sensitivitetsanalysen velges det å vise hva nåverdien hadde vært, ved en endring i de ulike variablene. De variablene vi har valgt å utføre en sensitivitetsanalyse på er følgende:

- Risikofri rente
- Beta
- Markedets risikopremie
- Vekstfaktor ( $g$ )

### Sensitivitet til risikofri rente

Vårt estimat av denne variabelen er 1,33 %. Når vi estimerte den risikofrie renten valgte vi å benytte siste års gjennomsnittlige rentesats for tiårige statsobligasjoner.

Figur 31: Sensitivitet - Risikofri rente



Fra figur 31 ser vi at nåverdien blir høyere jo lavere den risikofrie renten er, mens nåverdien synker jo høyere den er. Årsaken til dette er at et høyere rentenivå på risikofrie investeringer vil gi en høyere alternativkostnad for investeringen i selskapets aksje, og dermed vil investorenes avkastningskrav øke. Ved en 25 % positiv (negativ) utvikling i den risikofrie renten, vil nåverdien av selskapet endre seg med -5,75 % (6,56 %). Vi konkluderer dermed at selskapet er mer sensitiv for en negativ utvikling i den risikofrie renten, enn en positiv utvikling.



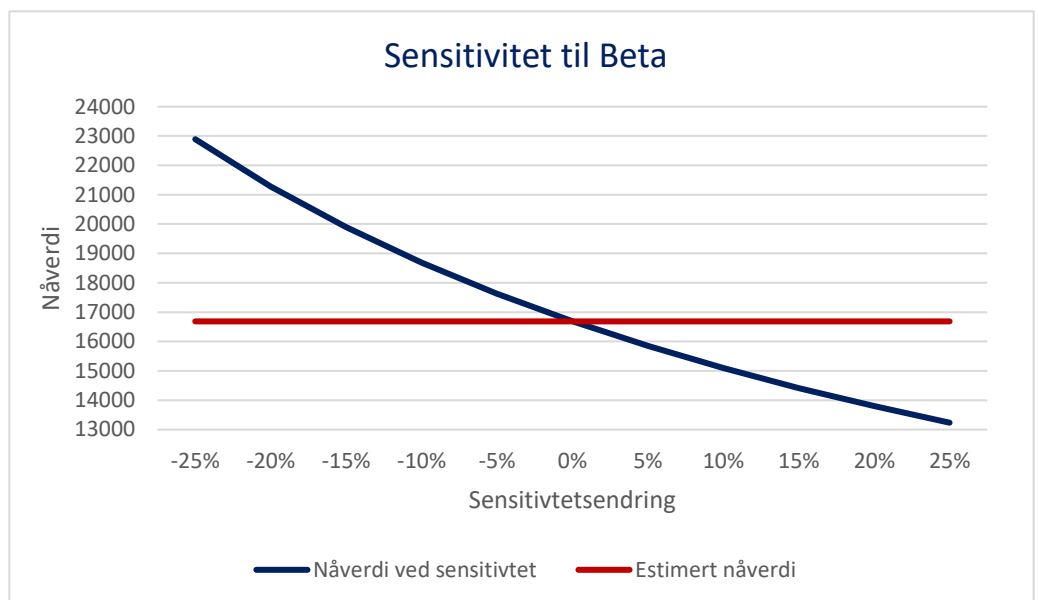
### Sensitivitet til beta

For å estimere betaen har vi beregnet samvariasjonen mellom den månedlige avkastningen til SRBANK og Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) for en femårs periode, for deretter å justere den mot 1. Betaen som vi kom fram til er 1,1523. Vi presiserte tidligere i oppgaven at regresjonsbetaer ofte har et høyt standardavvik, og det blir dermed viktig å se hva nåverdien ville vært hvis betaen hadde vært beregnet og justert annerledes.

Vi ser fra figur 32 at nåverdien er svært sensitiv når det kommer til endringer i beta estimatet. Ved en 25 % positiv (negativ) utvikling i betaen, vil nåverdien av selskapet endre seg med -20,69 % (37,2 %). Jo mindre betaen blir, desto mer øker sensitiviteten. Vi kan dermed konkludere med at selskapet er mer sensitiv for en negativ utvikling i betaen, enn en positiv.

Figur 32: Sensitivitet – Beta

Beta	$\Delta$ NNV %
0,8642	37,20 %
0,9218	27,55 %
0,9795	19,24 %
1,0371	12,00 %
1,0947	5,64 %
<b>1,1523</b>	<b>0,00 %</b>
1,2099	-5,02 %
1,2675	-9,54 %
1,3251	-13,62 %
1,3828	-17,32 %
1,4404	-20,69 %

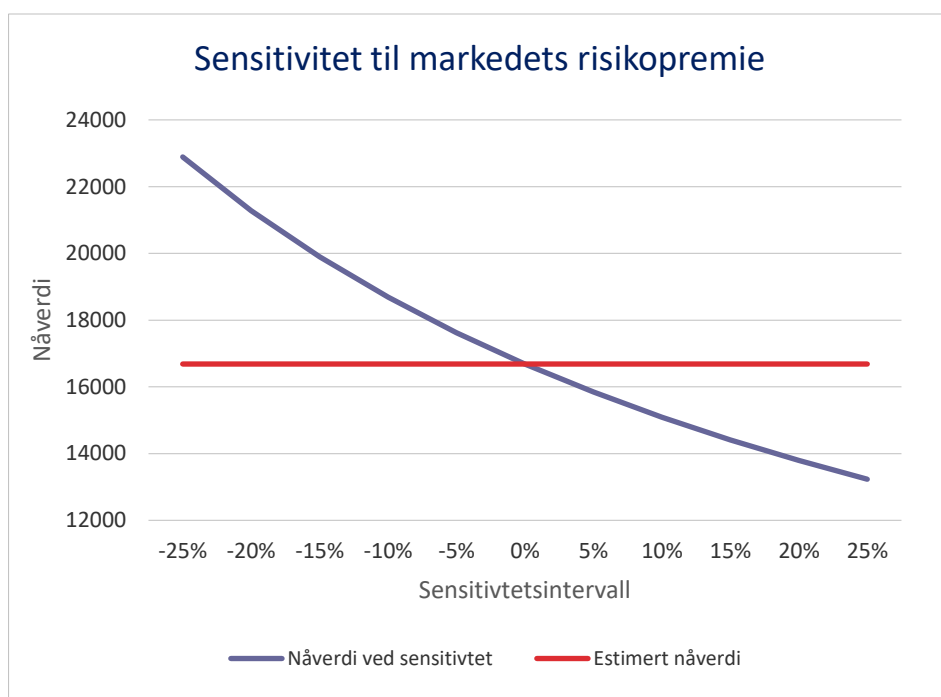


### Sensitivitet til markedets risikopremie

I beregning av avkastningskravet henger betaen og markedets risikopremie sammen, og dermed blir nesten alle verdiene helt like da vi bruker samme intervall på endringene, jf. figur 33 under. Konklusjonen blir derfor den samme som ved beta; nåverdien av selskapet er mer sensitiv for en negativ utvikling i markedets risikopremie.

Figur 33: Sensitivitet - Markedets risikopremie

Markedets risikopremie	$\Delta$ NNV %
3,75 %	37,19 %
4,00 %	27,55 %
4,25 %	19,23 %
4,50 %	12,00 %
4,75 %	5,63 %
<b>5,00 %</b>	<b>0,00 %</b>
5,25 %	-5,03 %
5,50 %	-9,54 %
5,75 %	-13,62 %
6,00 %	-17,32 %
6,25 %	-20,69 %

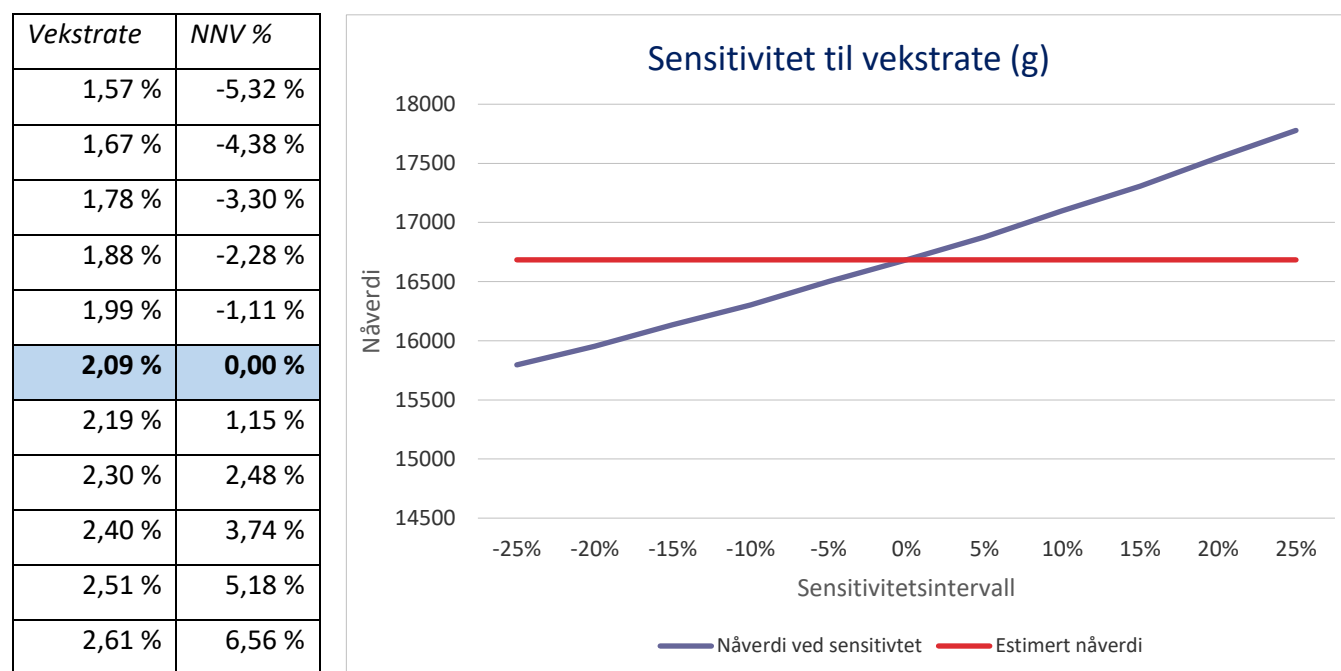


### Sensitivitet til vekstraten (g)

For å estimere vekstraten har vi tatt utgangspunkt i den historiske veksten i BNP og den historiske inflasjonen de siste fem årene, for deretter å ta et vektet gjennomsnitt av disse. Fra utregningen av fri kontantstrøm til egenkapital metoden så vi at terminalverdien utgjør den største delen av selskapets verdi. Det vil derfor være hensiktsmessig å se hvordan nåverdien endrer seg ved en endring i vekstraten (g), som er en faktor som er med på å bestemme verdien av terminalverdien.

Ut ifra figur 34 ser vi at en negativ utvikling i vekstraten (g) vil gi en lavere nåverdi på selskapets verdi, mens en positiv utvikling vil gi en høyere nåverdi. Ved en 25 % positiv (negativ) utvikling i vekstraten, vil nåverdien endre seg med 6,56 % (-5,32 %).

Figur 34: Sensitivitet – vekstrate



### Oppsummering sensitivitetsanalyse

Vi så at betaverdien og markedets risikopremie var de faktorene som hadde størst påvirkning på nåverdien av selskapet. Som tidligere nevnt i beregning av avkastningskravet har beta en tendens til å variere en del over tid, mens markedets risikopremie har ligget stabilt rundt 5 % de siste årene. Det største usikkerhetsmomentet i vårt estimat på avkastningskravet er derfor betaverdien. Endringer i den konstante vekstraten (g) har minst innvirkning på nåverdien til selskapet. Dette skyldes sannsynligvis at denne variabelen kun blir brukt i beregning av

terminalverdien, som er fra 2026 og fremover. Dermed neddiskonteres denne verdien med hele ti år, som medfører at vekstraten (g) ikke er like sensitiv.

### Matrise egenkapitalveksten og vekstraten (g)

Ovenfor analyserte vi sensitiviteten til nåverdien ved å se på risikofri rente, beta, markedets risikopremie og den konstante vekstraten (g). Vanligvis vil disse variablene være avhengig av hverandre, og derfor ønsker vi å lage en matrise av avkastningskravet i forhold til vekstraten (g). Her vil vi se hvordan endringer i disse to variablene til sammen påvirker den estimerte verdien av selskapet.

Tabell 30: Matrise avkastningskrav og konstant vekstrate (g)

16684	-25 %	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
-25 %	22704	23130	23582	24061	24596	25111	25689	26307	26970	27681	28448
-20 %	20849	21192	21554	21935	22338	22765	23217	23697	24209	24753	25335
-15 %	19287	19568	19862	20171	20496	20839	21200	21582	21985	22412	22866
-10 %	17954	18186	18429	18683	18950	19229	19523	19831	20155	20498	20859
-5 %	16802	16996	17199	17411	17632	17863	18105	18358	18623	18901	19194
0 %	15792	15957	16128	16306	16491	16684	16885	17095	17315	17544	17784
5 %	14911	15052	15197	15349	15506	15669	15839	16015	16199	16391	16591
10 %	14125	14426	14371	14501	14635	14774	14918	15068	15224	15385	15554
15 %	13423	13528	13636	13747	13863	13982	14106	14234	14367	14504	14647
20 %	12791	12883	12976	13073	13173	13277	13383	13500	13608	13726	13848
25 %	12220	12300	12382	12467	12554	12644	12736	12832	12931	13033	13138
Min	12220										
Max	28448										
Gj.snitt	18504										
Median	16802										

Vårt estimat av selskapets verdi på 16.684 millioner kroner gjenspeiles i 0 % endring i avkastningskravet/vekstraten i tabell 30. Dersom avkastningskravet har en 25 % positiv utvikling, mens vekstraten (g) har en 25% negativ utvikling, vil nåverdien til SRBANK bli 12.220 millioner kroner. Motsatt vil en 25 % negativ utvikling i avkastningskravet, og en 25 % positiv utvikling i vekstraten (g) gi en nåverdi på 28.448 millioner kroner.

Vi kan dermed konkludere med at avkastningskravet og vekstraten ( $g$ ) trekker i motsatt retning. Grunnen til at vi får en høy nåverdi når avkastningskravet har en negativ utvikling og vekstraten ( $g$ ) har en positiv utvikling, er at en reduksjon i avkastningskravet øker nåverdien. Ettersom terminalverdien beregnes ved å dele fri kontantstrøm i år 2026 på avkastningskravet fratrukket den konstante vekstraten (se formel 26, s.93), tilsier en positiv utvikling i vekstraten ( $g$ ) at avkastningskravet blir mindre.

### Scenarioanalyse

En metode hvor vi kan endre på flere variabler samtidig, er scenarioanalyse. Scenarioanalysen tar utgangspunkt i mest sannsynlig verdi, som våre estimater av de ulike variablene. Ut i fra disse estimatene ser vi på to ekstreme scenarier, hvor den ene kalles optimistisk og den andre kalles pessimistisk. På denne måten kan investorer få en forståelse av hvilke faktorer som er mest kritiske, det vil si hvor mye variabelen kan endre seg før den når pessimistisk verdi (Bredesen, 2011, s. 213).

Tabell 31: Scenarioanalyse resultat

Variabel	Sannsynlig verdi	Pessimist	Optimist
Risikofri rente	1,33 %	1,66 %	0,99 %
Markedsrisiko	5,00 %	6,25 %	3,75 %
Beta	1,1523	1,4403	0,8642
Avkastningskrav ( $k_e$ )	7,09 %	10,66 %	4,24 %
Vekstfaktor ( $g$ )	2,09 %	1,57 %	2,61 %
Avkastningskrav TV ( $k_e - g$ )	5,00 %	9,09 %	1,63 %
<b>Nåverdi (i mill.)</b>	<b>Kr 16.684,08</b>	<b>Kr 10.481,60</b>	<b>Kr 31.369,70</b>
Aksjepris	Kr 65,26	Kr 41,00	Kr 122,71

Kolonnen som viser «sannsynlig verdi» i tabell 31 er variablene som vi har kommet fram til og forutsatt for vårt estimat på verdien av selskapet ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapital metoden. Nåverdien har vi estimert til å være 16.684,08 millioner kroner, og aksjeprisen blir da på kr 65,26 per aksje. I følsomhetsanalysen så vi at dersom risikofri rente,

beta og markedets risikopremie trekker i en negativ utvikling, vil nåverdien øke. For vekstraten ( $g$ ) er det motsatt, en positiv utvikling vil føre til at nåverdien øker.

Det pessimistiske scenarioet tilsier at beta, risikofri rente og markedets risikopremie øker med 25 %, mens vekstraten ( $g$ ) synker med 25 %. I det optimistiske scenarioet går variablene i motsatt retning. Pessimistisk scenario viser derfor det maksimalt dårlige utfallet i et intervall på 25 % til -25 %, mens optimistisk scenario viser det maksimalt beste utfallet i dette intervallet.

Optimistisk: Dersom risikofri rente, beta og markedets risikopremie endres ved en 25 % negativ utvikling, samtidig som vekstraten ( $g$ ) endres ved en 25 % positiv utvikling, vil nåverdien bli 31.369,70 millioner kroner og aksjeprisen bli kr 122,71. Den optimistiske aksjeprisen er dermed 88 % høyere enn vårt estimat på kr 65,26.

Pessimistisk: Ved en 25% positiv utvikling i risikofri rente, beta og markedets risikopremie, og en 25% negativ utvikling i vekstraten ( $g$ ), vil gi en nåverdi på 10.481,60 millioner kroner, som tilsvarer en aksjepris på kr 41. Den pessimistiske aksjeprisen er dermed 37,2 % lavere enn vårt estimat på kr 65,26.

Sannsynligheten for at den optimistiske og pessimistiske aksjeprisen vil inntreffe, ser vi på som relativt liten med utgangspunkt i hvor mye høyere/lavere den optimistiske/pessimistiske aksjeprisen er i forhold til sannsynlig pris på aksjen.

## 9.2 Verdiestimat ved utbyttemetoden

I tabell 32 har vi tatt utgangspunkt i vårt estimat på avsatt utbytte i årene frem til 2026, som bygger på målet for bankens utbetaling av utbytte. Avsatt utbytte ble tidligere estimert i kapittel 8 (tabell 30, s.108). For å finne estimert utbytte per aksje bruker vi våre estimater på avsatt utbytte dividert med antall utestående aksjer. Det er tatt forutsetning om at antall utestående aksjer holdes konstant i hele perioden.

Tabell 32: Resultat dividendemodellen

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estimert avsatt utbytte	597	661	718	791	793	805	819	856	896	939
# aksjer	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64	255,64
Estimert utbytte per aksje	<b>2,34</b>	<b>2,59</b>	<b>2,81</b>	<b>3,09</b>	<b>3,10</b>	<b>3,15</b>	<b>3,21</b>	<b>3,35</b>	<b>3,50</b>	<b>3,67</b>
Terminalverdi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>73,48</b>
NNV overgangsverdi	kr 19,18									
NNV terminalverdi	kr 37,04									
<b>Sum nåverdi</b>	<b>kr 56,22</b>									
Markedspris 31.12.16	kr 60,75									
<i>Avkastningskrav (ke) =</i>	<i>7,09167 %</i>									
<i>Vekstfaktor (g) =</i>	<i>2,09 %</i>									

I tabell 32 har vi regnet ut verdien av SRBANK ved hjelp av utbyttemetoden. Som vi ser fra tabellen er resultatet fra utbyttemetoden at den virkelige verdien til SRBANK sin aksje per 31.12.16 var **kr 56,22**, som tilsier en virkelig verdi av bankens egenkapital på **14.372,08 millioner kroner** (=kr 56,22 × 255,64 mill).

## 10.0 Relativ verdsettelse SRBANK

I dette kapittelet gjennomføres relativ verdsettelse av SRBANK ved hjelp av P/E- og P/B-metoden som vi tidligere konkluderte med å benytte i kapittel 5.

### 10.1 Komparative selskaper

Når vi skulle velge sammenlignbare selskaper for beregning av P/E og P/B til bransjen ønsket vi å inkludere et stort antall banker, dette er fordi det vil gi mindre feilberegninger i statistikken. Som nevnt i delkapittel 5.3 bør vi basere valget av sammenlignbare selskaper på kriterier som blant annet geografisk område, forretningsmodell og størrelse. De komparative bankene som vi benyttet i regnskapsanalysen er basert på disse kriteriene og er dermed inkludert som sammenlignbare selskaper også her (se tabell 33).

Tabell 33: Komparative selskaper i relativ verdsettelse

Sparebank 1 SR-Bank
Sandnes Sparebank
Sparebanken Vest
Sparebanken Sør
DNB
Sparebank 1 SMN
Sparebank 1 Nord-Norge
Sparebanken Møre
Gjensidige Forsikring ASA
Skandiabanken ASA
Storebrand
Indre Sogn Sparebank
Jæren Sparebank
Sparebanken Øst
Sparebanken Ringerike Hadeland
Sparebank 1 BV
Totens Sparebank
Sparebank 1 Østfold Akershus
Helgeland Sparebank



De resterende komparative selskapene som vi har valgt vises i tabell 33 på forrige side; her utvalget litt mer tilfeldig da det var utfordrende å finne flere banker som svarte til de nevnte kriteriene. Samtidig var det viktig at vi valgte selskaper som har årsrapporter tilgjengelige på sin hjemmeside, da vi trenger å hente ut data fra disse når vi skal hente/beregne de ulike selskaperes P/E og P/B. Alle selskapene vi har valgt som komparative selskaper i den relative verdsettelsen har derfor nettopp dette.

## **10.2 Verdiestimat ved P/E-modellen**

SRBANK sin P/E verdi per 31.12.16 var 8,84. Markedet var dermed villig til å betale 8,84 kroner per tjente krone som SRBANK rapporterte ved utgangen av 2016.

For å beregne P/E for bransjen har vi tatt gjennomsnittet av P/E-verdiene til de 19 selskapene i vedlegg 14. Vi kom da frem til en P/E for bransjen på **8,62**, som er den vi vil bruke til å estimere verdien av SRBANK.

**Tabell 34: Resultat av P/E-modellen**

P/E SRBANK	8,84
P/E bransje	8,62
Årsresultat	1 755 mill. NOK
<b>Verdi SRBANK</b>	<b>15 128,10 mill. NOK</b>
# aksjer	255,64 mill.
<b>Pris per aksje</b>	<b>59,18 NOK</b>

Den estimerte aksjeprisen til SRBANK er beregnet ved å multiplisere bransje P/E med årsresultatet, for deretter å dividere på antall utestående aksjer. Verdien vi kom fram til ved bruk av P/E metoden ble **15.128,10 millioner kroner**, og en aksjepris på **59,18 kroner**.

### **10.3 Verdiestimat ved P/B-modellen**

SRBANK hadde per 31.12.16 en P/B på 0,85, dette tyder på at markedet er villige til å betale 15 % mindre for selskapets aksjer, enn det den bokførte egenkapitalen per aksje tilsier.

For å beregne P/B for bransjen har vi tatt gjennomsnittet av P/B-verdiene til de 19 selskapene i vedlegg 15. Vi kommer da frem til en P/B på **1,09**, som er den vi vil bruke til å estimere verdien av SRBANK.

**Tabell 35: Resultat P/B-modellen**

P/B SRBANK	0,85
P/B Bransje	1,09
Bokførtverdi 31.12.16	18 288,03 mill. NOK
<b>Verdi SRBANK</b>	<b>19 933,95 mill. NOK</b>
# aksjer	255,64 mill.
<b>Pris per aksje</b>	<b>77,98 NOK</b>

Den estimerte aksjeprisen til SRBANK er beregnet ved å multiplisere bokført egenkapital med P/B bransje, for deretter å dividere på antall utestående aksjer. Ved bruk av P/B metoden kom vi fram til en verdi på **19.933,95 millioner kroner**, og en aksjepris på **77,33 kroner**.

## 11.0 Estimert verdi av SRBANK per 31.12.16

Nedenfor vil vi oppsummere resultatene av de ulike verdsettelsesmetodene, samtidig som vi vil vekte dem for å komme frem til estimert verdi og aksjepris per 31.12.16.

Fri kontantstrøm til egenkapital resulterte i en aksjepris på kr 65,26. Som tidligere nevnt i kapittel 5 krever fri kontantstrøm metoden at en gjør et grundigere arbeid med analyse og estimering, enn de andre metodene som vi har valgt å bruke i denne oppgaven. På bakgrunn av dette har vi vektet denne metoden med 50 %.

Utbyttemetoden resulterer i et betraktelig lavere estimat på kr 56,22. Som tidligere diskutert i delkapittel 5.2.4 kan en lav verdi ved utbyttemetoden skyldes at utbytte som faktisk blir betalt ut til aksjonærene, er lavere enn det som egentlig er tilgjengelig. På bakgrunn av dette har vi vektet denne metoden med 10 %.

P/E resulterte i en aksjepris på kr 59,18, mens P/B resulterte i en aksjepris på kr 77,98. De resterende 40 % av vektningen fordeles på disse relative metodene, det vil si at hver av dem vektet med 20 %. Dette begrunnes med at aksjeprisen ved P/E er relativt lavere enn vårt estimat fra fri kontantstrøm til egenkapitalmetoden, mens aksjeprisen ved P/B er relativt høyere.

Tabell 36: Beregning av endelig estimert verdi egenkapital per 31.12.16

	FCFE	Utbytte	P/B	P/E	Vektet gjennomsnitt
<b>Verdiestimat egenkapital (mill. kr)</b>	kr 16.684,08	kr 14.372,08	kr 19.933,95	kr 15.128,10	<b>kr 16.791,66</b>
<b>Estimert aksjepris</b>	kr 65,26	kr 56,22	kr 77,98	kr 59,18	<b>Kr 65,68</b>
<b>Tildelte vekter</b>	0,5	0,1	0,2	0,2	

## 12.0 Konklusjon

Problemstillingen som vi skulle finne svar på i denne masteroppgaven er; «Hva er verdien av SpareBank 1 SR-Bank konsernet per 31.12.16, og den medfølgende prisen per aksje?».

Gjennom arbeidet med oppgaven har vi studert og analysert banken fra flere ulike perspektiver, og det finnes dermed et betydelig antall faktorer som har bidratt til vårt endelige estimat av verdien til SpareBank 1 SR-Bank konsernet per 31.12.16. I oppgaven har vi benyttet innspill fra bankens konjunkturbarometer, en grundig strategisk analyse, samt en regnskapsanalyse for å estimere de fremtidige kontantstrømmene til banken.

Et vektet gjennomsnitt av to fundamentale og to relative metoder, ga oss en estimert verdi av konsernet på **16.791,66 millioner kroner**, som tilsvarer en aksjepris på **kr 65,68**. Børsverdien var per 31.12.16 på 15.530,13 millioner kroner, og den børsnoterte aksjeprisen var kr 60,75. Dermed antyder vårt estimat at aksjen var underpriset på verdsettelsestidspunktet, da vår estimerte verdi er 8,12 % høyere enn børsverdien.

Tabell 37: Resultat verdsettelse

<i>Tall i millioner kroner</i>	<b>Estimert verdi</b>	<b>Børsverdi</b>	<b>Differanse kr</b>	<b>Differanse %</b>
Markedsverdi 31.12.16	<b>kr 16.791,66</b>	kr 15.530,13	kr 1.261,53	8,12 %
Aksjepris 31.12.16	<b>Kr 65,68</b>	Kr 60,75	Kr 4,93	8,12 %

## 13.0 Kildehenvisning

Andersen, H. & Winje, H. (2017). *Hva sier 30 år med tapsføringer i norsk banksektor om gjennomsnittlig risikovekt på foretakslån?* (NR.2/2017). Hentet fra [http://static.norges-bank.no/contentassets/444123912d674eeca28ebf540cec4a4/staff\\_memo\\_2\\_2017.pdf?v=03/17/2017120412&ft=.pdf](http://static.norges-bank.no/contentassets/444123912d674eeca28ebf540cec4a4/staff_memo_2_2017.pdf?v=03/17/2017120412&ft=.pdf)

Bakken, J. B., & Johanssen, S. Ø. (2016, 21.03). Teknologien som kan endre bankverden. *DN*. Lastet 26.01.2017 fra <http://www.dn.no/grunder/2016/03/21/2144/Teknologi/teknologien-som-kan-endre-banksektoren>

Barney, J. (1991). Firm Resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, Vol 17(1), s.99-120.

Bergo, A. (2016, 15.02). Gavepakke til finansnæringen. Lastet 17.02.2017 fra <http://www.skatt.no/2016/02/12/gavepakke-til-finansnaeringen/>

Bjerkan, L. (2016, 06.02.). Disse grafene forteller deg hvorfor bankfilialer legges ned. *Adressa*. Lastet 10.02.2017 fra <http://www.adressa.no/nyheter/innenriks/2016/02/06/Disse-grafene-forteller-deg-hvorfor-bankfilialer-legges-ned-12119357.ece>

Bodie, Z., Marcus, A. J. & Kane, A. (2014). *Investments (10. utg.)*. Berkshire: McGraw-Hill Education

Bredesen, I. (2011). *Investering og finansiering (4.utg.)*. Oslo: Gyldendal Akademisk

Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell økonomi: teori og praksis (4. utg.)*. Bergen: Fagbokforlaget.

Dahl, A. G., Hansen, T., Hoff, R., & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New jersey: John Wiley & Sons Inc. Hentet fra <https://www-dawsonera-com.ezproxy.uis.no/readonline/9781118206577>

Finans Norge. (2016a, 15.02). Knallhard konkurranse om kundene. Lastet 10.03.2017 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/sporreundersokelser/finansbarometeret/finansbarometeret-2016/knallhard-konkurranse-om-kundene/>

Finans Norge. (2016b, 06.10). Slik blir finansskatten. Lastet 10.03.2017 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2016/10/slik-blir-finansskatten/>

Finans Norge. (2016c, 06.10). Økt skatt på arbeidsplasser. Lastet 10.03.2017 fra <https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2016/10/okt-skatt-pa-arbeidsplasser/>

Finanstilsynet. (2016). *Finansielt utsyn 2016*. Hentet fra [https://www.finanstilsynet.no/contentassets/627eff5ad66545b6a02833c28072f3f1/finansielt\\_utsyn\\_2016.pdf](https://www.finanstilsynet.no/contentassets/627eff5ad66545b6a02833c28072f3f1/finansielt_utsyn_2016.pdf)

Finanstilsynet. (2016, 14.10). Kapitaldekning. Lastet 17.04.2017 fra <https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning>

Finanstilsynet. (2017a, 16.02). Banker. Lastet 12.03.2017 fra <https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/banker/>

Finanstilsynet. (2017b, 17.04). Minstekrav til kapital og bufferkrav. Lastet 17.04.2017 fra <https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning/minstekrav-til-kapital-og-bufferkrav/>

Handelshøyskolen BI (u.å.). Forskning Norsk kunde-barometer: Bransjerresultater 2016. Lastet 09.02.2017 fra <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjerresultater-2016/>

Hoff. (2011). *Bankers likviditet og finansiering*. (Norges-Bank Penger og kreditt rapport 3/2011 årg. 39 23-29). Hentet fra [http://www.norges-bank.no/pages/87618/Bankers\\_likviditet\\_og\\_finansiering.pdf](http://www.norges-bank.no/pages/87618/Bankers_likviditet_og_finansiering.pdf)

Husbanken. (u.å.). Startlån. Lastet 01.02.2017 fra <https://www.husbanken.no/startlaan/>

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2014). *Exploring Strategy* (10. utg.). Harlow: Pearson

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2015). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (3. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, T., Copeland, T. E., Wessels, D., Goedhart, M., Murrin, J. & McKinsey & Company. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5. utg.). Hoboken, N.J: Wiley.

Konkurransetilsynet. (2015). *Konkurransen i boliglånsmarkedet*. Hentet fra [http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/filer/publikasjoner/rapporter/rapport\\_konkurranse-i-boliglansmarkedet1.pdf](http://www.konkurransetilsynet.no/globalassets/filer/publikasjoner/rapporter/rapport_konkurranse-i-boliglansmarkedet1.pdf)

Kristoffersen, T. (2012). *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring* (3. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Kuepper, J. (2016, 15.11). What is the Purchasing Managers' Index (PMI). Lastet 02.06.2017 fra <https://www.thebalance.com/what-is-the-purchasing-managers-index-pmi-1978996>

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), s.13-37. Doi: 10.2307/1924119

Løwendahl, B. R., Wenstøp, F. E., Fjeldstad, Ø. D., Kvålshaugen, R., Lunnan, R., & Viken, M. B. (2012). *Grunnbok i Strategi* (3. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Massari, M., Gianfrate, G. & Zanetti, L. (2014). *The valuation of financial companies: Tools and techniques to value banks, insurance companies and other financial companies*. Lastet ned fra <https://ebookcentral-proquest-com.ezproxy.uis.no/lib/uisbib/reader.action?docID=1594543>

Moody's Investor Service. (2016). *Rating Symbols and Definitions* (rapport desember 2016). Hentet fra [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_79004](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004)

Moody's Investor Service. (2017). *SpareBank 1 SR-Bank ASA - Annual update* (rapport 2017). Hentet fra [https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/rating/Moodys\\_CO\\_SR-Bank\\_April\\_2017.pdf](https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/rating/Moodys_CO_SR-Bank_April_2017.pdf)

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), s.768-783. Doi: 10.2307/1910098

Norges Bank. (2016a). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet* (rapport 4/16). Hentet fra [http://static.norges-bank.no/pages/105894/PPR\\_4\\_2016.pdf?v=15122016141920&ft=.pdf](http://static.norges-bank.no/pages/105894/PPR_4_2016.pdf?v=15122016141920&ft=.pdf)

Norges Bank. (2016b). *Det norske finansielle systemet* (Norges Bank Memo nr. 2/2016). Hentet fra [http://static.norges-bank.no/pages/105144/NB\\_Memo\\_2\\_2016.pdf?v=10062016115145&ft=.pdf](http://static.norges-bank.no/pages/105144/NB_Memo_2_2016.pdf?v=10062016115145&ft=.pdf)

Norges Bank. (u.å.a). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Lastet 13.01.2017 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (u.å.b). Styringsrenten. Lastet 09.02.2017 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: The Free Press.

PWC. (2016). *Risikopremien i det norske markedet* (rapport desember 2016). Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>

Regjeringen. (2013, 22.03). Prop. 96 L (2012-2013): Endringer i finansieringsvirksomhetsloven og verdipapirhandelloven (nye kapitalkrav mv.). Lastet 20.04.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-96-l-20122013/id719257/sec3>



Regjeringen. (2014, 14.12). Banker. Lastet 12.03.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/bank/id2353822/>

Regjeringen. (2016, 20.12). Uvektet kjernekapitaldekning. Lastet 17.04.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/uvektet-kjernekapitaldekning/id2525198/>

Regjeringen. (2017, 16.03). Motsyklisk kapitalbuffer uendret. Lastet 17.04.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/motsyklisk-kapitalbuffer-uendret/id2543692/>

Reve, T., & Stokke, P. R. (1996). *Strategisk analyse: Grunnlaget for praktisk strategiutvikling*. Bergen: Fagbokforlaget.

Roos, G., Krogh, G. V., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2010). *Strategi: En innføring (5. utg. med Lisa Boldt-Christmas)*. Bergen: Fagbokforlaget.

Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium. *The Journal of Finance*, 19(3), s.425-442. Doi: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x

Skatteetaten. (u.å.). Finansielle instrumenter – begreper. Lastet 13.03.2017 fra <http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/lignings-abc/kapitler/f/?mainchapter=209850>

SpareBank 1 SR-Bank. (2016a). *Det umulige løses av utrolige mennesker* Vol. 4. Kvartalsrapport (4/2016) (s. 1-33). Lastet ned fra [https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2016/201700207\\_KvartalsrapportQ4.pdf](https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2016/201700207_KvartalsrapportQ4.pdf)

SpareBank 1 SR-Bank. (2016b). *Forsiktig optimisme – venter økt omsetning, lønnsomhet ordreserver, sysselsetting og ansatte* (konjunkturbarometer høst 2016). Hentet fra <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/vedlegg/Konjunkturbarometeret%20h%C3%B8st%202016.pdf>

SpareBank 1 SR-Bank. (2017c). *Risiko- og kapitalstyring* (rapport 2016). Hentet fra <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2016/Risiko-%20og%20kapitalstyring%20Pilar%20III%202016.pdf>

SpareBank 1 SR-Bank. (2016d). *Årsrapport 2016* (rapport 2016). Hentet fra <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2016/%C3%85rsrapport%202016.pdf>

SpareBank 1 SR-Bank. (2015). *Årsrapport 2015* (rapport 2015). Hentet fra <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/om-oss/Investor/Rapporter/2015/arsrapport/%C3%85rsrapport.pdf>

SSB. (2017, 23.05). Fakta om norsk økonomi. Lastet 02.06.2017 fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nokkeltall/fakta-om-norsk-okonomi>

SSB. (u.å.). Tabell: 10540: Registrerte arbeidsledige 15-74 år, etter alder (prosent) (K). Lastet 29.05.2017 fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=ArbLedAldPro&KortNavnWeb=regledig&PLanguage=0&checked=true>

SSB. (2016a). *Regionale befolkningsframskrivninger 2016-2040: Flytteforutsetninger og resultater* (Økonomiske analyser 3/2016). Hentet fra <https://www.ssb.no/befolkning/artikler-og-publikasjoner/attachment/270395?ts=1556d68ed68>

SSB. (2016b). *Økonomiske Analyser* (rapport 4/2016). Hentet fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/attachment/278302?ts=1572e356228>

Syvertsen, B. D. (2012). *Sammenligning av nordiske og norske banker basert på ulike soliditetsmål*. Nr. 9/2012. Hentet fra [http://www.norges-bank.no/contentassets/47547efcf5d548d8b3dc32d05b0e32b1/aktuell\\_kommentar\\_rev\\_2012\\_9.pdf](http://www.norges-bank.no/contentassets/47547efcf5d548d8b3dc32d05b0e32b1/aktuell_kommentar_rev_2012_9.pdf)

Thoresen, O. (2011). *Verdsettelse av aksjer – En fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper* (2. utg). Oslo: Hegnar Media.

Tobiassen, M. (2015, 29.11). Nå kommer bankrobotene. *DN*. Lastet 26.01.2017 fra <http://www.dn.no/grunder/2015/11/29/1858/Bank/n-kommer-bankrobotene>

Wilhelmsen, M. (2010, 24.11). Korrelasjon og årsakssammenheng. Lastet 24.03.2017 fra <https://www.matematikk.org/artikkel.html?tid=102106>

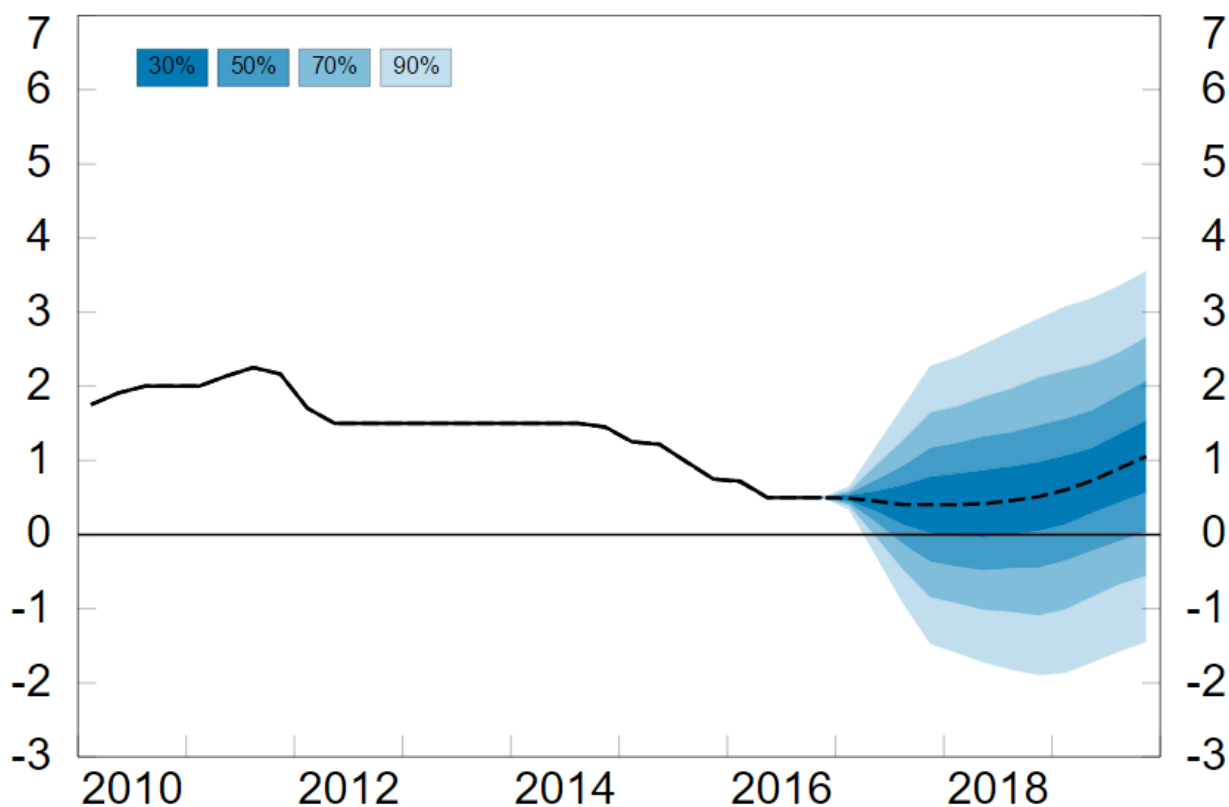
## 14.0 Vedlegg

Vedlegg 1: Delindeks antall ansatte (konjunkturbarometer) vs. arbeidsledighet

Tid	Delindeks antall ansatte	Arbeidsledighet % Rogaland (12mnd senere)	Arbeidsledighet % Hordaland (12mnd senere)	Arbeidsledighet % Vest-Agder (12mnd senere)	Arbeidsledighet % Aust-Agder (12mnd senere)
2-2004	57	2,6	3	2,6	3
2-2005	59	1,5	2,1	2,1	2
2-2006	62	1	1,6	1,5	1,5
4-2006	76	0,9	1,4	1,3	1,5
2-2007	70	0,8	1,3	1,2	1,3
4-2007	79	1,1	1,6	1,8	2,2
2-2008	69	1,7	2,1	2,5	2,5
4-2008	59	1,9	2	2,4	2,4
2-2009	55	1,9	2,1	2,4	2,7
4-2009	65	2	2,2	2,5	2,7
2-2010	59	1,7	2	2,1	2,4
4-2010	68	1,7	1,9	2,4	2,7
2-2011	63	1,6	1,8	2,1	2,5
4-2011	71	1,5	1,7	2,3	2,5
2-2012	61	1,5	1,8	2,1	2,5
4-2012	68	1,8	1,9	2,3	3
2-2013	62	1,9	2,1	2,5	2,6
3-2013	62	2	2,1	2,6	2,6
4-2013	65	2,2	2,1	2,5	2,8
4-2014	53	3,9	2,8	3	3,3
3-2015	52	3,9	2,8	3	3,3
4-2015	47	4,5	3,3	3,1	3,3

Kilde: SpareBank 1 SR-Bank (2016b) og SSB (u.å.).

## Vedlegg 2: Styringsrenten Norges Bank



Kilde: Norges bank (u.å.b).

## Vedlegg 3: Egenkapitalrentabilitet i nøkkeltallanalysen

<b>Egenkapitalrentabilitet etter skatt</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	12,16 %	13,94 %	14,22 %	10,81 %	9,97 %
Sandnes Sparebank	8,05 %	8,55 %	6,15 %	-3,52 %	7,35 %
Sparebanken Vest	12,17 %	11,61 %	13,79 %	10,26 %	12,48 %
Sparebanken Sør	5,67 %	8,42 %	12,83 %	8,37 %	11,11 %
DNB	11,11 %	12,97 %	13,70 %	14,20 %	9,71 %
<b>Bransje</b>	<b>9,83 %</b>	<b>11,10 %</b>	<b>12,14 %</b>	<b>8,02 %</b>	<b>10,12 %</b>

#### Vedlegg 4: Egenkapitalandel i nøkkeltallsanalysen

<i>Egenkapitalandel</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	8,93 %	8,95 %	8,81 %	8,81 %	9,46 %
Sandnes Sparebank	6,93 %	7,13 %	7,45 %	7,63 %	9,78 %
Sparebanken Vest	5,88 %	6,05 %	6,18 %	7,00 %	8,03 %
Sparebanken Sør	6,99 %	7,35 %	7,61 %	7,65 %	9,53 %
DNB	5,65 %	5,95 %	5,99 %	7,31 %	7,78 %
<b>Bransje</b>	<b>6,88 %</b>	<b>7,09 %</b>	<b>7,21 %</b>	<b>7,68 %</b>	<b>8,91 %</b>

#### Vedlegg 5: Netto renteinntekt i nøkkeltallsanalysen

<i>Netto renteinntekt i % av forv.kapitalen</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	1,23 %	1,35 %	1,37 %	1,35 %	1,48 %
Sandnes Sparebank	1,30 %	1,59 %	1,65 %	1,64 %	1,67 %
Sparebanken Vest	1,41 %	1,61 %	1,58 %	1,46 %	1,47 %
Sparebanken Sør	1,59 %	1,69 %	1,61 %	1,50 %	1,48 %
DNB	1,20 %	1,26 %	1,23 %	1,36 %	1,29 %
<b>Bransje</b>	<b>1,35 %</b>	<b>1,50 %</b>	<b>1,49 %</b>	<b>1,46 %</b>	<b>1,48 %</b>

#### Vedlegg 6: Kostnad per inntektskrone i nøkkeltallsanalysen

<i>Kostnader per inntektskrone</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	49,87 %	44,89 %	41,84 %	42,06 %	40,90 %
Sandnes Sparebank	61,87 %	52,92 %	58,86 %	80,94 %	46,79 %
Sparebanken Vest	49,66 %	48,75 %	45,51 %	48,95 %	39,17 %
Sparebanken Sør	62,18 %	51,54 %	31,67 %	46,18 %	37,30 %
DNB	50,21 %	46,92 %	41,88 %	36,88 %	40,90 %
<b>Bransje</b>	<b>54,76 %</b>	<b>49,00 %</b>	<b>43,95 %</b>	<b>51,00 %</b>	<b>41,01 %</b>

#### Vedlegg 7: Tapsnivå i nøkkeltallsanalysen

<i>Tapsnivå</i>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	0,14 %	0,12 %	0,22 %	0,30 %	0,50 %
Sandnes Sparebank	0,01 %	0,10 %	0,17 %	0,98 %	0,49 %
Sparebanken Vest	0,15 %	0,26 %	0,37 %	0,16 %	0,03 %
Sparebanken Sør	0,18 %	0,27 %	0,68 %	0,12 %	0,06 %
DNB	0,25 %	0,17 %	0,12 %	0,19 %	0,48 %
<b>Bransje</b>	<b>0,15 %</b>	<b>0,18 %</b>	<b>0,31 %</b>	<b>0,35 %</b>	<b>0,31 %</b>

## Vedlegg 8: Innskuddsdekning i nøkkeltallsanalysen

<b><i>Innskuddsdekning totalt</i></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	62,15 %	59,96 %	57,83 %	57,95 %	54,94 %
Sandnes Sparebank	55,95 %	62,98 %	59,94 %	49,99 %	50,76 %
Sparebanken Vest	56,22 %	55,50 %	56,01 %	49,56 %	48,85 %
Sparebanken Sør	56,99 %	56,89 %	59,63 %	54,70 %	56,71 %
DNB	62,48 %	64,73 %	65,44 %	61,22 %	13,68 %
<b>Bransje</b>	<b>58,76 %</b>	<b>60,01 %</b>	<b>59,77 %</b>	<b>54,68 %</b>	<b>44,99 %</b>

## Vedlegg 9: Kjernekapitaldekning i nøkkeltallsanalysen

<b><i>Kjernekapitaldekning</i></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	12,15 %	12,83 %	12,34 %	14,17 %	15,63 %
Sandnes Sparebank	14,93 %	14,59 %	13,21 %	13,84 %	17,50 %
Sparebanken Vest	12,30 %	13,20 %	13,60 %	15,00 %	16,50 %
Sparebanken Sør	14,12 %	14,55 %	14,43 %	13,53 %	16,03 %
DNB	11,04 %	12,08 %	13,04 %	15,33 %	17,64 %
<b>Bransje</b>	<b>12,91 %</b>	<b>13,45 %</b>	<b>13,32 %</b>	<b>14,38 %</b>	<b>16,66 %</b>

## Vedlegg 10: Kapitaldekning i nøkkeltallsanalysen

<b><i>Kapitaldekning</i></b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Sparebank 1 SR-Bank	13,10 %	14,07 %	14,53 %	16,73 %	17,52 %
Sandnes Sparebank	15,51 %	16,65 %	14,78 %	15,87 %	19,68 %
Sparebanken Vest	12,59 %	14,29 %	15,59 %	16,86 %	18,71 %
Sparebanken Sør	14,41 %	14,78 %	15,13 %	15,47 %	17,94 %
DNB	12,56 %	14,03 %	15,19 %	17,80 %	19,51 %
<b>Bransje</b>	<b>13,63 %</b>	<b>14,76 %</b>	<b>15,05 %</b>	<b>16,55 %</b>	<b>18,67 %</b>

Vedlegg 11: Brutto utlån fordelt på sektor/næring

<i>per 31.12.2016, tall i millioner kroner</i>		
<b>Sektor/næring</b>	<b>Brutto utlån</b>	<b>Brutto utlån i %</b>
Jordbruk/skogbruk	4 549	2,89 %
Fiske/fiskeoppdrett	755	0,48 %
Bergverksdrift/utvinning	4 780	3,03 %
Industri	2 914	1,85 %
Kraft og vannforsyning/bygg og anlegg	3 533	2,24 %
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	2 855	1,81 %
Utenriks sjøfart, rørtransport, øvrig transport	9 766	6,20 %
Eiendomsdrift	27 269	17,30 %
Tjenesteytende virksomhet	8 441	5,35 %
Offentlig forvaltning og finansielle tjenester	1 898	1,20 %
<b>Sum næring</b>	<b>66 789</b>	<b>42,37 %</b>
Personmarked	91 171	57,84 %
Opptjente renter og merverdi fastrente utlån/amortisering etableringsgebyr	419	0,27 %
Netto konsernkonti valuta	-741	-0,47 %
<b>Totalt</b>	<b>157 638</b>	<b>100 %</b>



## Vedlegg 12: Moody's kredittkvalitetsskala

<b>Aaa.n</b>	Issuers or issues rated Aaa.n demonstrate the strongest creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>Aa.n</b>	Issuers or issues rated Aa.n demonstrate very strong creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>A.n</b>	Issuers or issues rated A.n present above-average creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>Baa.n</b>	Issuers or issues rated Baa.n represent average creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>Ba.n</b>	Issuers or issues rated Ba.n demonstrate below-average creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>B.n</b>	Issuers or issues rated B.n demonstrate weak creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>Caa.n</b>	Issuers or issues rated Caa.n demonstrate very weak creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>Ca.n</b>	Issuers or issues rated Ca.n demonstrate extremely weak creditworthiness relative to other domestic issuers.
<b>C.n</b>	Issuers or issues rated C.n demonstrate the weakest creditworthiness relative to other domestic issuers.

Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category. National scale long-term ratings of D.ar and E.ar may also be applied to Argentine obligations.

Kilde: (Moody's Investor Service, 2016, s.12).

## Vedlegg 13: SpareBank 1 SR-Banks interne kredittvurdering

2016	0,00 - 0,50 %	0,50 - 2,50 %	2,50 - 5,00 %	5,00 - 99,99 %	Mislighold	Ned- skrivninger	Sum
<b>Netto utlån</b>							
Utlån til og fordringer på kredittinstitusjoner	4 305	-	-	-	-	-	4 305
Utlån til og fordringer på kunder							
- Personmarked	70 606	17 536	1 075	1 741	213	-129	91 042
- Bedriftsmarked	16 770	32 813	9 083	6 524	857	-1 137	64 911
- Opptjente renter, merverdi fastrente utlån og amortisering etableringsgebyr	-	-	-	-	-	-	419
<b>Sum netto utlån</b>	<b>91 681</b>	<b>50 349</b>	<b>10 158</b>	<b>8 265</b>	<b>1 070</b>	<b>-1 266</b>	<b>160 677</b>
<b>Finansielle investeringer</b>							
Norske statsobligasjoner	-	-	-	-	-	-	-
Noterte obligasjoner og sertifikater	19 340	143	6	88	4	-	19 581
Unoterte obligasjoner og sertifikater	1 303	8	-	3	-	-	1 314
Opptjente renter	127	1	-	1	-	-	129
<b>Sum finansielle investeringer</b>	<b>20 770</b>	<b>152</b>	<b>6</b>	<b>92</b>	<b>4</b>	<b>-</b>	<b>21 024</b>
<b>Sum utlånsrelaterte eiendeler</b>	<b>112 451</b>	<b>50 501</b>	<b>10 164</b>	<b>8 357</b>	<b>1 074</b>	<b>-1 266</b>	<b>181 701</b>

Kilde: (SpareBank 1 SR-Bank, 2016, s.87).

## Vedlegg 14: Beregning av P/E bransje

	<b>Selskap</b>	<b>Aksje/egenkapitalbevis pris per 31.12.16</b>	<b>Resultat per aksje/egenkapitalbevis per 31.12.16</b>	<b>P/E</b>
1	Sparebank 1 SR-Bank	60,75 NOK	6,87 NOK	8,84
2	Sandnes Sparebank	40,30 NOK	5,8 NOK	6,95
3	Sparebanken Vest	48,40 NOK	6,26 NOK	7,73
4	Sparebanken Sør	91,3 NOK	10,7 NOK	8,53
5	DNB			11,20
6	Sparebank 1 SMN			8,19
7	Sparebank 1 Nord-Norge			8,96
8	Sparebanken Møre			8,92
9	Gjensidige Forsikring ASA	137 NOK	9,34 NOK	14,66
10	Skandiabanken ASA	70,25 NOK	7,21 NOK	9,74
11	Storebrand	45,92 NOK	4,73 NOK	9,70
12	Indre Sogn Sparebank	77,25 NOK	8,57 NOK	9,01
13	Jæren Sparebank			7,10
14	Sparebanken Øst	52 NOK	6,02 NOK	8,64
15	Sparebanken Ringerike Hadeland			7,91
16	Sparebank 1 BV	27,50 NOK	3,73 NOK	7,37
17	Totens Sparebank	99 NOK	11,89 NOK	8,32
18	Sparebank 1 Østfold Akershus	166 NOK	27,40 NOK	6,05
19	Helgeland Sparebank			6,00
	<b>Bransje gjennomsnitt P/E</b>			<b>8,62</b>

## Vedlegg 15: Beregning av P/B bransje

	Selskaper	Aksje/egenkapitalbevis pris per 31.12.16	Egenkapital per aksje/egenkapitalbevis per 31.12.16	P/B
1	Sparebank 1 SR-Bank	60,75 NOK	71,54 NOK	0,85
2	Sandnes Sparebank	40,30 NOK	68,3 NOK	0,59
3	Sparebanken Vest	48,40 NOK	(Eierandelskapital 1 475 850 425 NOK / antall egenkapitalbevis 59 034 017) = 25 NOK	1,94
4	Sparebanken Sør			0,80
5	DNB			1,10
6	Sparebank 1 SMN			0,88
7	Sparebank 1 Nord-Norge			1,03
8	Sparebanken Møre			0,94
9	Gjensidige Forsikring ASA	137 NOK	44,7 NOK	3,06
10	Skandiabanken ASA	70,25 NOK	(Egenkapital 5 000 mill. NOK / antall aksjer 106,525 mill.) = 46,93 NOK	1,50
11	Storebrand	45,92 NOK	(Egenkapital 27 637 mill. NOK / antall aksjer 449,910 mill.) = 61,43 NOK	0,75
12	Indre Sogn Sparebank	77,25 NOK	165,58 NOK	0,46
13	Jæren Sparebank			0,70
14	Sparebanken Øst	52 NOK	57,30 NOK	0,91
15	Sparebanken Ringerike Hadeland			0,88
16	Sparebank 1 BV	27,50 NOK	(Eierandelskapital 321,375 mill. NOK / antall egenkapitalbevis 21,425 mill.) = 15 NOK	1,83
17	Totens Sparebank	99	126	0,79
18	Sparebank 1 Østfold Akershus	166 NOK	177,84 NOK	0,93
19	Helgeland Sparebank			0,80
	<b>Bransje gjennomsnitt P/B</b>			<b>1,09</b>