

Bacheloroppgave
ved Handelshøyskolen BI
DIP 95301

Verdsettelse av Helgeland Sparebank



Innleveringsdato:
10.06.2010

Stuedsted:
BI Trondheim

Studium:
Bachelorstudiet i Økonomi og Administrasjon -
Økonomistyring og investeringsanalyse

"Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket".

Forord

Jeg håper med denne oppgaven å kunne sette et verdig punktum for mine tre år ved BI Trondheim. Arbeidet med oppgaven har pågått gjennom hele vårsemesteret i 2010, og har vært drevet av et ønske om å kunne få sette meg mer inn i den praktiske anvendelsen av de teoriene vi har lært i løpet av studiet.

Valget av bedriften som skulle være gjenstand for verdsettelse i denne oppgaven, var egentlig ganske tilfeldig, men den har like vel vist seg å være godt egnet for å lage en interessant og lærerik problemstilling. I løpet av arbeidet med oppgaven har jeg støtt på flere utfordringer, og noe av det mest lærerike gjennom hele prosessen har vært å forsøke å løse disse utfordringene. Alt i alt føler jeg at jeg har tilegnet meg mye nyttig kompetanse under arbeidet med denne oppgaven.

Til slutt ønsker jeg å takke alle de som har bidratt med nyttige råd og innspill under arbeidet med denne oppgaven. Først og fremst ønsker jeg å takke min veileder ved BI Trondheim, Terje Berg, samt resten av foreleserne i de økonomiske fagene her ved BI Trondheim. I tillegg ønsker jeg å takke alle medstudentene som har fungert som faglige sparringspartnere i løpet av disse årene.

Lars Ivar Hagfors

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
INNHOLDSFORTEGNELSE	II
SAMMENDRAG.....	V
1. INNLEDNING	1
1.1 AVGRENSNING	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
2. PRESENTASJON AV HELGELAND SPAREBANK	1
2.1 VISJON	2
2.2 FORRETNINGSIDE	2
3. PRESENTASJON AV SPAREBANKNÆRINGEN	3
4. METODE.....	4
4.1 UNDERSØKELSESDSIGN	4
4.1.1 Eksplorativt design	4
4.1.2 Deskriptivt design.....	5
4.1.3 Kausalt design	5
4.2 DATAINNSAMLING	5
4.3 OPERASJONALISERING	5
4.4 VALIDITET OG RELIABILITET	5
4.4.1 Validitet	6
4.4.2 Reliabilitet	6
4.5 VALG AV UNDERSØKELSESDSIGN	6
5. TEORI.....	7
5.1 VERDSETTELSESMETODER	7
5.1.1 Balansebaserte modeller	7
5.1.2 Inntjeningsbaserte modeller	8
5.1.3 Valg av verdsettelsesmetode.....	14
5.2 RISIKO.....	14
5.2.1 Typer risiko.....	14
5.2.2 Investors holdning til risiko	15
5.3 AVKASTNINGSKRAV	16
5.3.1 Kapitalverdimodellen	16
5.3.2 Risikofri rente	18
5.3.3 Beta.....	18
5.3.4 Markedets risikopremie	19
6. STRATEGISK ANALYSE.....	19
6.1 INTERN ANALYSE – STYRKER OG SVAKHETER	19

6.1.1 Synlige ressurser	20
6.1.2 Usynlige ressurser	21
6.2 EKSTERN ANALYSE – MULIGHETER OG TRUSLER	22
6.2.1 Bedriftens mikroomgivelser	22
6.2.2 Bedriftens makroomgivelser	27
6.3 OPPSUMMERING AV ANALYSE	31
7. REGNSKAPSANALYSE	32
7.1 LØNNSOMHET	33
7.1.1 Egenkapitalrentabilitet	33
7.1.2 Resultat per egenkapitalbevis	34
7.1.3 Kostnad per inntektskrone	35
7.2 KREDITTKVALITET	36
7.2.1 Tapsnivå	37
7.3 LIKVIDITET	37
7.3.1 Innskuddsdekning	38
7.4 SOLIDITET	39
7.4.1 Kapitaldekning	39
7.4.2 Kjernekapitaldekning	40
7.5 VURDERING AV NØKKELTALL OPP MOT NYE EU-REGULERINGER	40
8. BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	40
8.1 RISIKOFRI RENTE	41
8.2 MARKEDETS RISIKOPREMIE	41
8.3 BETA	41
8.4 ENDELIG AVKASTNINGSKRAV	42
9. UTARBEIDELSE AV PROGNOSE	42
9.1 VEKST I BALANSESTØRRELSER	43
9.1.1 Utlånsvekst	43
9.1.2 Innskuddsvekst	43
9.1.3 Vekst i forvaltningskapital	43
9.2 VEKST I RESULTATSTØRRELSER	44
9.2.1 Vekst i netto renteinntekter	44
9.2.2 Vekst i provisjon og andre inntekter	44
9.2.3 Vekst i lønn og sosiale utgifter	44
9.2.4 Vekst i administrasjon, avskrivninger og andre driftskostnader	45
9.2.5 Vekst i tap på utlån, garantier m.v.	45
9.3 ESTIMERING AV ANDRE STØRRELSER	45
9.3.1 Inflasjon	45
9.3.2 Skatt	45
10. VERDSETTELSE	45

10.1 VERDSETTELSE VED BRUK AV FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN	45
10.1.1 Verdssettelse, TV beregnet med Gordons vekstformel	46
10.1.2 Verdssettelse, alternativ terminalverdi	47
10.2 VERDSETTELSE VED BRUK AV PRIS/BOK-METODEN	47
10.3 VERDSETTELSE VED BRUK AV PRIS/EARNINGS-METODEN	48
10.4 TABELLFREMSTILLING AV VERDIESTIMATENE	48
11. SENSITIVITETSANALYSE	48
11.1 EGENKAPITALANDEL	49
11.2 RISIKOFRI RENTE	50
11.3 ENDRINGER I UTLÅNSVEKST	50
12. KONKLUSJON	51
LITTERATURLISTE	54
BØKER	54
ARTIKLER	54
NETTRESSURSER (HENTET I PERIODEN 1/5-10 TIL 1/6-10)	55

Vedlegg:

1. Resultatregnskap 2006-2009
2. Balanse 2006-2009
3. Vekstestimer 2010-2019
4. Resultatbudsjett 2010-2019
5. Balansebudsjett 2010-2019
6. Estimert fri kontantstrøm til egenkapitalen 2010-2019
7. Beregning av multiplikatorer

Sammendrag

Problemstillingen for denne oppgaven er å beregne verdien av egenkapitalen til Helgeland Sparebank pr. 31/12-2009. Dette skal gjøres basert på offentlig tilgjengelig informasjon, som en ekstern analytiker.

Oppgaven starter med en kort presentasjon av selskapet som skal verdsettes, samt bransjen de tilhører. Deretter drøftes kort noen ulike metodiske tilnærminger til løsning av vitenskapelige oppgaver, i tillegg til en rask gjennomgang av de mest sentrale begrepene innenfor metode.

Etter dette kommer et teorikapittel som redegjør for ulike verdsettelsesmetoder, definerer en del viktige begreper innenfor risiko, samt beskriver den teoretiske modellen for hvordan man beregner et avkastningskrav som kompenserer for risiko. På bakgrunn av gjennomgangen av de ulike verdsettelsesmetodene, og etter anbefalinger fra faglitteratur, besluttes det at metodene "Fri kontantstrøm til egenkapitalen", Pris/Bok og Pris/Earnings skal benyttes til å løse oppgavens problemstilling.

Selve verdsettelsen starter med en strategisk analyse. Her analyseres både interne og eksterne forhold for å forsøke å avdekke faktorer som er relevante for Helgeland Sparebank sine fremtidsutsikter, inntjeningssevne og verdi. I den interne analysen vurderes bankens ressurser, for å se om noen av disse er i stand til å gi et konkurransefortrinn på kort eller lang sikt. Her konkluderes det med at de usynlige ressursene er i stand til å gi et konkurransefortrinn, men ettersom de er kopierbare vil dette bare være midlertidig. Den eksterne analysen starter med å se på bedriftens mikroomgivelser ved hjelp av en konkurranseanalyse. Her vurderes det slik at næringen har en høy konkurranseintensitet, med en middels høy trussel fra nye inntrengere. Kundene har høy forhandlingsmakt, og på grunn av finanskrisen har også leverandørene en høyere forhandlingsmakt enn normalt. Deretter analyseres de viktigste forholdene i bankens makroomgivelser. Det mest sentrale her er at det ligger an til en del lovendringer, både nasjonalt og internasjonalt, som kan påvirke både lønnsomhet og måten bankene opererer på. Det blir også sett en del på ulike prognoser for makrotall, og hvordan dette vil påvirke Helgeland Sparebank i fremtiden.

Neste steg i verdsettelsesprosessen er en regnskapsanalyse, hvor en del nøkkeltall beregnes ut fra historiske regnskapsdata. Her kommer det frem at Helgeland Sparebank har en høyere egenkapitalandel enn referansegruppen, noe som blant annet fører til en lavere egenkapitalrentabilitet. Likviditeten, uttrykt ved innskuddsdekning, er noe lavere enn for referansegruppen, mens soliditeten er høyere.

Egenkapitalavkastningskravet blir deretter beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen. Dette er beregnet til 4,88 %.

Med utgangspunkt i opplysninger fra strategianalysen og regnskapsanalysen blir det utarbeidet prognoser for utviklingen i ulike resultat- og balansestørrelser for de neste 10 årene. Disse prognosene benyttes til å estimere resultat- og balansebudsjett for den samme beregningsperioden. Til slutt beregnes fri kontantstrøm til egenkapitalen ut fra disse budsjettene.

Verdien av Helgeland Sparebank estimeres ut fra de budsjetterte frie kontantstrømmene ved hjelp av en variant av fri kontantstrøm til egenkapitalenmodellen. I tillegg estimeres verdien ved hjelp av multiplikatormodellene Pris/Bok og Pris/Earnings. Estimaten strekker seg fra 1.150 mrd til 2.700 mrd. Til sammenligning var markedsverdien beregnet ut fra børskurs pr. 31/12-2009 på 1.080 mrd.

En sensitivitetsanalyse blir gjennomført. Denne avdekker at selv små endringer i tallene som ligger til grunn for verdsettelsen vil gi store utslag i estimert verdi. Selv om ikke sansynligheten for disse endringene i tallene er vurdert, er det likevel grunnlag for å kunne konkludere med at verdsettelse ikke er noen nøyaktig vitenskap.

1. Innledning

Denne oppgaven er avsluttende del av et bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved BI Trondheim. I denne sammenheng har jeg valgt å gjennomføre en fundamental verdsettelse av et børsnotert selskap for å tilegne meg dypere kunnskap om dette fagfeltet.

Selskapet som skal verdsettes er Helgeland Sparebank. Denne verdsettelsen skal gjennomføres som en ekstern analytiker, på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon.

1.1 Avgrensning

Oppgaven begrenser seg til verdsettelse av morbanken Helgeland Sparebank. Datoen for verdsettelsen settes til 31/12 2009, altså datoen for siste tilgjengelige årsrapport.

1.2 Problemstilling

Oppgavens problemstilling er å beregne verdien av egenkapitalen til Helgeland Sparebank pr. 31/12 2009.

2. Presentasjon av Helgeland Sparebank

Dagens utgave av banken er et resultat av en sammenslåelse av Sparebanken Rana og Helgeland Sparebank i 2005. Forut for denne fusjonen hadde bankene eksistert i henholdsvis 129 og 145 år. Selskapet består i dag av 16 lokalbanker fordelt på 14 kommuner, og er den femtende største sparebanken i Norge av i alt 125 banker.

Banken har i dag en markedsandel på over 50 prosent på Helgeland, og har således et solid grep om store deler av både privat- og bedriftsmarkedet. Forvaltningskapital pr. 31/12 2009 er 18,259 milliarder kroner.

I tillegg til morbanken består konsernet av datterselskapene Helgeland Boligkreditt AS, ANS Bankbygg Mo, AS Sparebankbygg, Helgeland Sparebank Eiendomsselskap AS og Helgeland Utviklingsselskap AS. Alle disse er heleide med unntak av ANS Bankbygg Mo, hvor eierandelen er på 96,8%.

Banken er medlem av en samarbeidsgruppe bestående av DnB NOR og totalt 8 mindre sparebanker. (www.sparebankforeningen.no)

2.1 Visjon

Helgeland Sparebank sin visjon er “Å være en drivkraft for vekst på Helgeland”.

Denne visjonen sier noe om at banken ønsker å ha en aktiv rolle i utviklingen av både næringsliv og prosjekter i privat regi i helgelandsregionen.

2.2 Forretningside

Helgeland sparebank sin forretningside er :

“Helgeland Sparebank skal være en lønnsom og ledende bank på Helgeland. Vi skal selge alle typer finansielle produkter og tjenester, inkludert forsikringer og pensjonsprodukter, til privatkunder, små og mellomstore bedrifter, kommuner og institusjoner på Helgeland.

Helgeland Sparebank skal fremstå som en støttespiller for næringslivet og personmarkedet på Helgeland, en god samarbeidspartner for kulturliv og det offentlige, en attraktiv arbeidsplass og et godt investeringsalternativ.

Vi skal ha Helgeland som vårt primære markedsområde, med høy tilgjengelighet og stor nærhet til markedet.” (www.hsb.no – Virksomhetsbeskrivelse)

En god forretningside skal si noe om hvilke verdiskapende aktiviteter organisasjonen skal drive med. Videre skal den si noe om hvilke kundegrupper og hvilket geografisk område som skal betjenes av virksomheten. Til slutt skal den si noe om hvordan virksomheten skal møte konkurransen fra andre aktører i samme bransje. (Løwendahl og Wenstøp 2003, s. 53)

Bankens forretningside er klar og konkret både på hva de skal drive med, og hvilke kunder som skal betjenes. Hvordan de skal imøtekomme konkurranse er mer diffust, dette skal skje gjennom å være et godt investeringsalternativ, høy

tilgjengelighet og nærhet til markedet. Alt dette er å oppfatte som vagt og lite konkret.

3. Presentasjon av sparebanknæringen

Sparebanker har visse særtrekk, og de velger bevisst å profilere seg som noe annet enn forretningsbanker. De er tradisjonelt organisert som selveiende stiftelser. Det vil si at ingen eier den formuen sparebankens egenkapital representerer, eller har krav på noe andel av sparebankens overskudd. På 80-tallet ble det åpnet for at sparebanker kan hente inn egenkapital i markedet ved å utstede egne egenkapitalbevis (tidligere grunnfondsbevis). Sparebankloven ble også endret i 1977 til å tillate at sparebankene tilbyr de samme tjenestene som forretningsbankene, slik at de konkurrerer på de samme betingelsene.

Sparebanknæringen er en næring som har gjennomgått store strukturelle endringer i løpet av de siste 50 årene. Antallet sparebanker har i denne perioden falt fra rundt 600 til 119 banker. Denne utviklingen har skjedd som en konsekvens av en rekke fusjoner, delvis styrt etter planene til den ulike sparebankutvalg som "Områdekomiteen" på 60-tallet, "Planleggingskomiteen" på 70-tallet og "Strukturutvalget" på 80-tallet. Årsaken til denne utviklingen har vært et behov om å danne større enheter med bedre muligheter til risikoutjevning og større forvaltningskapital.

Deregulering av banknæringen på midten av 80-tallet som blant annet besto av en opphevelse av utlånsrasjoneringen, samt en statsregulert, lav, utlånsrente, førte til en for høy utlånsvekst, som til slutt endte med en bankkrise. Denne krisen førte til at flere banker gikk konkurs, og bidro dermed også til å redusere antallet sparebanker. (www.sparebankforeningen.no)

Mange fryktet at noe tilsvarende skulle skje under finanskrisen som inntraff i 2007. Trolig godt hjulpet av statlige krisepakker har den norske banknæringen kommet seg relativt godt gjennom den turbulente perioden.

Det har også i løpet av de siste 20 årene skjedd store endringer i måten man bruker bankens tjenester. Betalingsterminaler i butikkene og nettbanker har gjort at behovet for å oppsøke bankens fysiske lokaler har blitt kraftig redusert. Dette

har ført til en markant nedgang i antall bankfilialer i løpet av denne perioden.

(www.fno.no) Der kundene før i stor grad var låst til sin lokale bank er de nå i en posisjon hvor de i prinsippet kan få utført alle sine banktjenester av enhver bank i landet. Denne endringen har ført til en hardere konkurranse på prisen av banktjenester mellom de ulike bankene, samtidig som kostnadene har blitt redusert ved at mange tjenester nå er automatiserte.

4. Metode

Metode handler om å sette opp en strukturert fremgangsmåte for å løse problemer og komme frem til ny kunnskap på en vitenskapelig måte. Det er således ikke noe mål i seg selv, men et verktøy til bruk i vitenskapelig problemløsning og undersøkelser.

4.1 Undersøkellesdesign

Undersøkelsens design innebærer en beskrivelse av hvordan hele analyseprosessen skal legges opp for at man skal kunne løse den aktuelle oppgaven. (Gripsrud et. al. 2004, s.58) Det skilles mellom tre typer design, Eksplorativt-, Deskriptivt- og Kausalt-design. Valget mellom disse bestemmes av blant annet forhåndskunnskap om problemområdet, og formålet med undersøkelsen.

4.1.1 Eksplorativt design

Eksplorativt design er noe som benyttes dersom man besitter lite eller ingen kunnskap om problemområdet som skal undersøkes. Hensikten med undersøkelsen er da gjerne å skaffe seg en dypere forståelse om det aktuelle feltet, og forsøke å avdekke ulike sammenhenger som måtte eksistere, eller å danne grunnlaget for å kunne utvikle egne hypoteser om området. Utgangspunktet ved eksplorativt design er typisk å gjennomføre litteraturstudier for å undersøke om det eksisterer noe teori som er skrevet om området, samt å se om det foreligger sekundærdata som kan benyttes. Hvis ikke vil det være naturlig å samle inn primærdata.

4.1.2 Deskriptivt design

Ved et deskriptivt design er utgangspunktet at man allerede besitter en grunnleggende forståelse av problemområdet. Formålet er å beskrive en eller flere variabler, og eventuelle sammenhenger mellom disse. Dette skjer gjerne med utgangspunkt i en hypotese man allerede har laget, hvor formålet med undersøkelsen er å teste denne hypotesen.

4.1.3 Kausalt design

Et kausalt design benyttes dersom man ønsker å forsøke å forklare et årsak-virkningsforhold mellom to ulike hendelser. Dette skjer gjerne gjennom et slags eksperiment hvor man manipulerer en uavhengig variabel og forsøker å kartlegge hvilken påvirkning dette har på den avhengige variabelen.

4.2 Datainnsamling

For dataene som danner grunnlaget for den vitenskapelige undersøkelsen eller problemløsningen er det vanlig å skille mellom to hovedtyper – primærdata og sekundærdata. Skillet ligger i hovedsak i hvorfor dataene ble samlet inn.

Primærdata er data som spesifikt er samlet inn for å løse problemet man jobber med. Sekundærdata er data som er samlet inn for andre formål, men som kan benyttes i en sekundær anvendelse for å løse problemet i undersøkelsen.

Man skiller også mellom kvalitative og kvantitative data. Kvalitative data foreligger gjerne i tekstlig form, som f.eks. i et dybdeintervju. Dette danner grunnlaget for å kunne gi en økt forståelse av et felt. Kvantitative data foreligger i form av tallmateriale eller andre tellbare former.

4.3 Operasjonalisering

Operasjonalisering omfatter prosessen med å definere hvordan man skal måle de teoretiske begrepene som inngår i undersøkelsen. Begrepene er ofte abstrakte, og disse må man forsøke å uttrykke i form av mer konkrete og målbare variabler.

4.4 Validitet og Reliabilitet

Disse begrepene benyttes til å beskrive kvaliteten av selve undersøkelsen langs hver sin akse. Det er med andre ord ikke slik at en undersøkelse som har høy

validitet nødvendigvis også har høy reliabilitet og vice versa. Det er viktig at både validiteten og reliabiliteten i en undersøkelse er høy for at resultatene som kommer frem skal være troverdige.

4.4.1 Validitet

Validitet dreier seg om hvor godt man måler det som man har til hensikt å måle. (Gripsrud et. al. 2004, s.72) Det sier altså noe om samvariasjonen mellom de operasjonaliserte variablene og de begrepene man ønsker å måle. Dersom man har en høy validitet vil det være en klar sammenheng mellom de dataene man har tilgjengelig og det fenomenet man forsøker å måle.

4.4.2 Reliabilitet

Reliabilitet er et mål på kvaliteten og etterprøvnbarheten i selve målingene. Dersom reliabiliteten er høy skal man kunne komme frem til samme resultat ved en ny gjennomføring av undersøkelsen og en ny innsamling av dataene. Resultatet skal altså ikke være preget av tilfeldigheter.

4.5 Valg av undersøkelsesdesign

I denne oppgaven skal det foretas en verdsettelse av Helgeland Sparebank. Tematikken er godt beskrevet i form av teori, både fra pensum og utenfor pensum.

Oppgaven skal løses som en ekstern analytiker, og vil derfor utelukkende basere seg på sekundærdata, hovedsakelig i form av offentlig tilgjengelige regnskaper. Regnskapene inneholder tilstrekkelig informasjon til å kunne anvende teoriene i feltet. Disse dataene er offentliggjort i henhold til de krav som stilles til regnskapsstandard, revisjonsplikt og andre lover og regler som pålegges børsnoterte selskaper i Norge. Det skal derfor være mulig å imøtekomme kravene til både høy reliabilitet og høy validitet ut fra disse dataene.

Essensen i oppgaven er å anvende denne teorien på de tilgjengelige dataene, og på denne måten beskrive verdien av banken. Dermed er det naturlig å benytte et deskriptivt design.

5. Teori

5.1 Verdssettelsesmetoder

Det finnes flere vanlige metoder som kan benyttes ved en verdsettelse av en bedrift. Disse kan grovinndeles i to kategorier – balansebaserte modeller og inntjeningsbaserte modeller. Hvilken metode man velger å benytte avhenger av flere faktorer, slik som:

- Ulike metoder kan være mer eller mindre egnet for ulike bransjer
- Det er stor forskjell i hvor mye tid og ressurser som kreves for de ulike metodene
- Formålet med analysen kan påvirke valg av metode

Verdsetting er ingen eksakt vitenskap, og det er flere skjønnsmessige forhold som ligger til grunn i en verdivurdering. Som en konsekvens av dette vil verdien man kommer frem til variere avhengig av hvilken metode man har valgt å benytte. Det er derfor vanlig å benytte fler metoder ved en verdsettelse, både for at de ulike resultatene kan gi støtte til hverandre, og fordi man ønsker å definere et intervall hvor man mener verdien ligger.

Det vil bli gjort en gjennomgang av de viktigste verdsettingsmetodene, med størst fokus på de som ansees som mest relevante for denne oppgaven.

5.1.1 Balansebaserte modeller

I de balansebaserte modellene verdsetter man selskapets eiendeler, gjeld og eventuelt utsatt eller latent skatt. Verdien av selskapet settes lik summen av disse størrelsene. De ulike modellene i denne gruppen av modeller skiller seg fra hverandre i hvilke prinsipper som legges til grunn for verdsettingen av de ulike balansepostene.

5.1.1.1 Matematisk verdi/Bokført egenkapital

Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital basert på aksjelovens/regnskapslovens vurderingsregler. (Dahl et. al. 1997, s.12) Dette medfører at verdien følger laveste verdis prinsipp, noe som ofte vil gi en verdi som er lavere enn virkelig verdi.

5.1.1.2 Verdijustert egenkapital/Substansverdi

Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld. (Dahl et. al. 1997, s.13) Noe som kompliserer bruken av denne metoden er at det ofte er vanskelig å estimere en markedsverdi av eiendelene. I slike tilfeller vil man gjerne gjøre en tilnærming ved å benytte gjenskaffelsesverdi som justeres for slitasje, alder og annen verdiforringelse. Da vil man naturligvis redusere nøyaktigheten til metoden, ettersom man innfører flere skjønsmessige vurderinger. Metoden baserer seg på forutsetninger om fortsatt drift.

5.1.1.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdien er et spesialtilfelle av substansverdi. Der man i substansverdimetoden baserer seg på fortsatt drift er denne metoden basert på avvikling av driften. Dette medfører gjerne avviklingskostnader, i tillegg til at man ofte må regne med å måtte selge eiendelene til en rabbertert pris ved forsert salg. Derfor kan man si at man nesten uten unntak vil oppnå en lavere verdi enn ved substansverdimetoden.

5.1.2 Inntjeningsbaserte modeller

Der de balansebaserte modellene forsøker å verdsette selskapet basert på hva det eier, forsøker de inntjeningsbaserte å verdsette selskapet basert på hva det kommer til å få i form av fremtidige inntekter.

Hovedsakelig baserer disse modellene seg på en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. De ulike modellene skiller seg fra hverandre i måten de beregner disse fremtidige kontantstrømmene, og hvordan disse neddiskonteres.

5.1.2.1 Dividendemodeller

Dividendemodeller tar utgangspunkt i et selskaps utbetalte utbytte for å forsøke å verdsette selskapet eller enkeltaksjer i selskapet. Metoden har tradisjonelt vært mer brukt ved verdsettelse av amerikanske selskaper, da disse har hatt en tradisjon for å betale utbytte. I senere tid har også flere norske selskaper begynt å vektlegge utbytteutbetaling, noe som kan gi metoden et fotfeste også her i landet.

Teoretisk kan verdien av en aksje beregnes slik (Dahl et. al. 1997, s.20):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 = Selskapets eller aksjens verdi

D_t = Forventet dividende per aksje eller totalt for selskapet på tidspunkt t

k = Avkastningskrav

Denne formelen krever at man estimerer dividenden for hvert enkelt år fremover til evig tid, noe som naturligvis er helt urealistisk. En forenkling av dette finner man i Gordons formel som baserer seg på forutsetningen at dividenden skal ha konstant vekst:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Hvor:

P_0 = Selskapets eller aksjens verdi

D_1 = Dividendeutbetaling i år 1, totalt for selskapet eller per aksje

k = Avkastningskrav

g = Vekstrate

Metoden har flere feilkilder knyttet til seg, spesielt i form av at dividendeutbetalingene midlertidig kan være enten betydelig høyere eller betydelig lavere enn selskapets overskudd. Det kan derfor være en dårlig indikator på selskapets inntjeningssevne, og gi et dårlig bilde av hvordan verdien av selskapet vil utvikle seg over tid.

5.1.2.2 Kontantstrømbaserte modeller

I de kontantstrømbaserte modellene legges forventede fremtidige kontantstrømmer til bedriften til grunn for verdsettelsen. Man finner nåverdien av disse kontantstrømmene ved å neddiskontere dem med et relevant avkastningskrav. Forutsetningen for at dette skal representere et riktig bilde av

verdiskapningen for eierne er at det årlige kontantoverskuddet utbetales til eierne, alternativt reinvesteres i prosjekter med avkastning lik avkastningskravet, altså prosjekter med nåverdi = 0.

Modellen kan videre deles inn i to:

- Fri kontantstrøm til egenkapitalen. Kontantstrøm etter at renter, avdrag og investeringer er trukket fra. Det beløpet som er tilgjengelig for selskapets eiere.
- Fri kontantstrøm til totalkapitalen. Den totale kontantstrømmen som virksomheten genererer. Det beløpet som er tilgjengelig for fordeling mellom selskapets eiere og kreditorer.

Avkastningskravet som benyttes vil naturligvis variere avhengig av om man regner kontantstrøm til egenkapitalen eller til totalkapitalen.

Den generelle formelen for beregning av verdien med denne modellen er:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

Hvor:

P_0 = Selskapets verdi

FCF_t = Fri kontantstrøm på tidspunkt t

k = Avkastningskrav

Altså å beregne forventet fremtidig kontantstrøm for evig tid, og deretter finne nåverdien av denne. Dette er naturligvis en urimelig forutsetning, slik at det i praksis gjøres en del forenklinger. På bakgrunn av en regnskapsanalyse av de siste års regnskaper, samt en strategisk analyse, utarbeides budsjetter for kontantstrømmene for et begrenset antall år frem i tid. For en tidshorisont ut over dette antas det å være knyttet så stor usikkerhet til kontantstrømmene at noen eksakt budsjettering ikke har noen hensikt. Man benytter da heller enklere metoder, slik som Gordons formel, til å beregne en terminalverdi, et slags restledd som grovt estimerer verdien av kontantstrømmene for årene etter den budsjetterte perioden.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{FCF_n * (1+g)}{(1+k)^n * (k-g)}$$

Hvor:

P_0 = Selskapets verdi

n = Antall perioder frem i tid man har utarbeidet budsjett for

FCF_t = Budsjettet fri kontantstrøm på tidspunkt t

k = Avkastningskrav

g = Forventet periodevis vekstrate fra og med periode n

5.1.2.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Beregning av fri kontantstrøm til egenkapitalen gjøres på følgende måte:

Driftsresultat

- Netto finansinnt./kostnader

= **Resultat før skatt**

- Skatt

= **Resultat etter skatt**

+ Av- og nedskrivninger

+/- Andre ikke-kontantstrømmessige poster

= **Brutto kontantstrøm**

- Investeringer

- Økning omløpsmidler

+ Økning rentefri gjeld

+ Økning rentebærende gjeld

= **Fri kontantstrøm til egenkapitalen**

Ved å neddiskontere de forventede frie kontantstrømmene til egenkapitalen vil man finne verdien av selskapets egenkapital direkte. Dette krever at man bruker et egenkapitalavkastningskrav, altså eiernes avkastningskrav. Et problem med denne metoden er at eiernes avkastningskrav vil endre seg over tid, avhengig av selskapets gjeldsgrad. Dette betyr at man må utarbeide ulike avkastningskrav for ulike tidspunkt dersom ikke gjeldsgraden skal holdes konstant for hele beregningsperioden.

5.1.2.2.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Beregning av fri kontantstrøm til totalkapitalen gjøres på følgende måte:

Driftsresultat

- Skatt

= **Resultat etter skatt**

+ Av- og nedskrivninger

+/- Andre ikke-kontantstrømmessige poster

= **Brutto kontantstrøm**

- Investeringer

+/- Endring i arbeidskapital

= **Fri kontantstrøm til totalkapitalen**

Denne kontantstrømmen neddiskonteres med et veid avkastningskrav, WACC, som hensyntar de ulike avkastningskravene til eiere og kreditorer.

5.1.2.3 Resultatmodeller

I motsetning til de kontantstrømbaserte modellene tar man her utgangspunkt i resultatstørrelser og forutsetter at disse representerer en fornuftig tilnærming til fremtidige kontantstrømmer. (Dahl et. al. 1997, s.29)

5.1.2.3.1 Normalresultatmetoden

Denne metoden går ut på at man, basert på historiske regnskapsdata og fremtidsutsikter, budsjetterer et såkalt normalresultat. Dette er en tallstørrelse, som etter beste evne skal estimere det resultatet en normalt kan forvente at virksomheten genererer, målt i beregningsårets pengeverdi. Dette normalresultatet kapitaliseres med et egnet avkastningskrav til eierne som hensyntar risiko, inflasjon og vekst over en egnet tidshorisont. Metoden er mer usikker enn kontantstrømbaserte metoder, da det er vesentlig flere størrelser som er skjønnsmessig bestemt.

5.1.2.3.2 Multiplikatormodeller

Dette er en gruppe modeller som alle har det til felles at de forsøker å verdsette et selskap ved å multiplisere en regnskaps-, balanse- eller kontantstrømsstørrelse

med en faktor. Eksepler på dette er Pris/Earnings og Pris/Bok. Det er ofte vanlig å operere med en bransjenorm for hva denne faktoren skal være, eller å benytte en faktor som er beregnet fra et sammenlignbart selskap hvor man kjenner både telleren og nevneren i brøken.

Bruken av disse metodene er meget utbredt, noe som skyldes at de er raske og enkle å bruke, noe som gjør dem egnet til å ta raske beslutninger

5.1.2.3.2.1 Price/Earnings-metoden

Forholdet mellom selskapets verdi og inntjeningsvne. Resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt multipliseres med en P/E faktor som bl.a. representerer risiko og vekstpotensiale. (Dahl et. al. 1997, s.34) Størrelsen på P/E multiplikatoren avhenger av mange faktorer, både av makroøkonomisk karakter og mer bedriftsspesifikke forhold. Dette gjør at det ofte kan være vanskelig å finne et sammenlignbart selskap som er likt nok på alle mulige måter til å kunne bruke deres P/E multiplikator. Ofte må multiplikatoren skjønnsmessig justeres for å kompensere for ulikhetene. Det er f.eks. vanlig å justere ned faktoren med 30-40% for ikke-børsnoterte selskaper, eller å justere den opp med 20-60% ved oppkjøp av store, strategiske aksjeposter. Med så grovkornet justering av faktoren vil nødvendigvis resultatet man får ved en verdsettelse med denne metoden også bli relativt unøyaktig.

5.1.2.3.2.2 Price/"Cash flow"-metoden

Denne metoden baserer seg på et forholdstall mellom selskapets verdi og en slags kvasi-kontantstrøm. Denne "kontantstrømmen" er regnet ut som:

Resultat før ekstraordinære poster

- Skatt
+ Avskrivinger
= Kontantstrøm

5.1.2.3.2.3 Price/Sales-metoden

Et forholdstall som brukes til å estimere prisen basert på salgsinntekt. En unøyaktig metode som stort sett bare benyttes ved verdsettelse av bygg i forhold til leieinntekter.

5.1.2.3.2.3 Price/Bok-metoden

Denne multiplikatoren sier noe om forholdet mellom selskapets pris og bokført verdi av egenkapitalen. Metoden er ikke så vanlig å bruke i verdsettelse, men er like vel interessant da den sier noe om avviket mellom markedsverdi av egenkapitalen (dvs. selskapets verdi) og bokført verdi av egenkapitalen.

5.1.3 Valg av verdsettelsesmetode

I Roar Hoff sin artikkel om verdsettelse av banker blir det drøftet en del forhold som spiller inn i valg og bruk av verdsettelsesmetoder ved verdsettelse av banker. (Dahl et. al. 1997, s.205-230) Blant annet nevnes det at det er en tommelfingerregel at markedsverdien av en bank ligger i nærheten av bokført egenkapital for skandinaviske banker. Det vil derfor være naturlig å ha med P/B multiplikatoren i verdsettelsen. P/E nevnes også som en vanlig modell å bruke. Hoveddelen av artikkelen baserer seg på å bruke en variant av fri kontantstrøm til egenkapitalen.

På bakgrunn av dette velger jeg å benytte fri kontantstrøm til egenkapitalen som hovedmodell for denne oppgaven. I tillegg velger jeg å ta med P/B og P/E metodene. Jeg betrakter disse metodene som gode supplementer til den mer omfattende kontantstrømsanalysen, og legger opp til å kunne bruke dem til en slags kontroll av resultatet jeg kommer frem til.

5.2 Risiko

Det er to tema som er viktig å diskutere når det er snakk om risiko. Det ene er typer av risiko, det andre er investor sin holdning til risiko.

5.2.1 Typer risiko

Begrepet *total risiko* brukes til å beskrive den usikkerheten et prosjekt eller et selskap har dersom det vurderes isolert, dvs. utenfor porteføljesammenheng. (Bøhren og Gjærum 1999, s.219) Denne totale risikoen kan deles opp i systematisk og usystematisk risiko.

$$\text{Total Risiko} = \text{Systematisk risiko} + \text{usystematisk risiko}$$

Usystematisk risiko er usikkerhet som en investor kan eliminere ved å diversifisere sin portefølje. Denne typen risiko er spesifikk for ett enkelt prosjekt eller en enkelt bedrift, og skriver seg fra lokale hendelser. Eksempler på kilder for usystematisk risiko (Bøhren og Michalsen 2006, s.45):

- Ledelsens kompetanse og helse
- Et nytt spesialprodukts suksess eller fiasko
- Tørt eller vått borehull
- Varm eller kald sommer
- Forsinkelser, lokal streik, brann
- Overgang til ny teknologi i en bransje

Systematisk risiko kalles gjerne markedsrisiko, og er usikkerhet som en investor ikke kan fjerne ved å diversifisere sin portefølje. Systematisk risiko skyldes makrobegivenheter, altså hendelser som vil påvirke et større antall selskaper og prosjekter og som man derfor ikke kan beskytte seg mot ved diversifisering. En veldiversifisert portefølje har nesten utelukkende systematisk risiko, markedsporteføljen har kun systematisk risiko. Noen eksempler på systematisk risiko (Bøhren og Michalsen 2006, s.45):

- Oljeprisen eller pris på alternativ energi
- Generalstreik
- Lovendringer
- Valutakursendringer
- Endrede inflasjonsforventninger
- Konjunkturbevegelser
- Krig eller fred

Dersom ikke annet er spesifikt oppgitt vil det i alle verdiberegninger være naturlig å legge til grunn at potensielle eiere er veldiversifiserte. Dermed ser man bort fra usystematisk risiko ved beregning av avkastningskravet som benyttes.

5.2.2 Investors holdning til risiko

Investors risikoholdning brukes til å beskrive investors vilje til å påta seg risiko, og hvor stor kompensasjon investor krever for dette. Her er det vanlig å skille mellom tre typer (Bøhren og Michalsen 2006, s.24-26):

5.2.2.1 Risikonøytral

En risikonøytral investor er utelukkende interessert i å maksimere forventet avkastning. Han ser totalt bort fra risiko, og krever ingen kompensasjon for å bære ekstra risiko.

5.2.2.2 Risikoavers

En investor med risikoaversjon betrakter risiko som et onde. Han vil derfor kun påta seg økt risiko dersom dette også medfører en tilstrekkelig økning i forventet avkastning. Ved valg mellom flere ulike prosjekter med lik forventet avkastning vil han velge det med lavest mulig risiko. Graden av risikoaversjon bestemmer hvor stor kompensasjon han vil forlange for økt risiko.

5.2.2.3 Risikosøker

En risikosøkende investor er den diametralt motsatte av en risikoavers investor. For denne investoren er selve risikoen et gode, og han vil søke etter å maksimere risiko, uavhengig av avkastningen.

I en verdsettelse som dette er det vanlig å legge til grunn at investor er risikoavers, og dermed forlanger at avkastningen skal stige i takt med risikoen på investeringene han gjør.

5.3 Avkastningskrav

Avkastningskravet representerer prisen på bruk av kapital, eller den avkastningen kapitalinnskytere forventer å få basert på risikoen i prosjektet eller virksomheten de skyter inn i. Man kan tenke seg at investorene har mulighet for å investere i alternative prosjekter med lik risiko og til en avkastning lik avkastningskravet. En risikoavers investor vil heller velge å gå til et av disse alternative prosjektene med kapitalen sin dersom prosjektet som vurderes ikke klarer å levere en avkastning lik avkastningskravet.

5.3.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er i dag den mest vanlige modellen å benytte til beregning av avkastningskrav. Modellen gjelder for ethvert risikabelt prosjekt, enten det er

en portefølje av flere prosjekter eller et enkeltprosjekt og enten prosjektet er effisient eller ineffisient. Modellen finnes i flere utgaver, avhengig av om avkastningskravet skal beregnes for egenkapital, gjeld eller totalkapital. (Bøhren og Michalsen 2006, s.72)

Kapitalverdimodellen for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen:

$$k_E = r_f * \frac{1-S_K}{1-S_E} + \beta_E * [E(r_m) - r_f * \frac{1-S_K}{1-S_E}]$$

Hvor:

k_E = Egenkapitalens avkastningskrav

r_f = Risikofri rente

S_K = Skatt på renteinntekt

S_E = Skatt på eierinntekt (dividende eller kursgevinst)

β_E = Betaverdi, et mål på systematisk risiko

r_m = Markedsporteføljens avkastning

Kapitalverdimodellen kan videre benyttes til å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Dette gjøres ved å regne ut et veid snitt av egenkapitalens avkastningskrav og gjennomsnittlig gjeldskostnad etter skatt. Såkalt Weighted Average Cost of Capital, WACC, beregnes etter følgende formel:

$$WACC = k_E * \frac{E}{E + G} + k_G * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

Hvor:

WACC = Totalkapitalens avkastningskrav

k_E = Egenkapitalens avkastningskrav

k_G = Gjennomsnittlig gjeldskostnad

s = Skattesats

E = Markedsverdien av egenkapitalen

G = Markedsverdien av gjelden

Kapitalverdimodellen er en teoretisk modell som bygger på visse antakelser om egenskaper ved investorene og kapitalmarkedet:

- Investorene er risikoaverse.
- Alle investorer har samme en-periodiske tidshorisont og samme forventninger til avkastning og risiko.
- Alle investorer kan ubegrenset låne og spare i kapitalmarkedet til risikofri rente, uten transaksjonskostnader.
- All informasjon er fritt tilgjengelig
- Tilbudet av alle eiendeler er gitt

På tross av at mange av disse forutsetningene ikke holder i virkeligheten har empiri vist at modellen er en god tilnærming til det virkelige avkastningskravet, og må kunne kalles et beste estimat. (Bøhren og Michalsen 2006, s.112)

5.3.2 Risikofri rente

Risikofri rente er den avkastning man kan forvente å få ved å plassere penger i et risikofritt verdipapir. Normalt brukes avkastningen på statsobligasjoner til å estimere den risikofrie renten. I denne sammenheng er det en del debatt om hvorvidt korte eller lange statsrenter skal legges til grunn. Thore Johnsen anbefaler i sin artikkel om avkastningskrav å bruke 3-års indeks-statsrente notert av Oslo Børs. Dette er en løpende beregnet rente, og er en veid effektiv rente på statsobligasjoner med gjennomsnittlig durasjon på 3 år. (Dahl et. al. 1997, s.39-73) Soffer & Soffer på sin side anbefaler å benytte renter med en varighet som tilsvarer varigheten på kontantstrømmene man skal diskontere. (Soffer og Soffer 2003, s.146) Siden kontantstrømmene som benyttes ved verdsettelse normalt har en lang tidshorisont, mener de at lange renter bør legges til grunn. Deres spesifikke anbefaling er avkastningen på 30-års statsobligasjoner. Det nærmeste man kommer i Norge er 10-års statsobligasjoner.

5.3.3 Beta

En aksjes betaverdi er et mål på aksjens systematiske risiko og uttrykker aksjens samvariasjon med markedet. Markedsporteføljen er definert som å ha en betaverdi lik 1. En aksje med $\beta=1$ vil altså ha perfekt samvariasjon med markedsporteføljen.

En betaverdi over 1 indikerer at aksjens avkastning er utsatt for større svingninger enn markedsporteføljen, noe som betyr at aksjens systematiske risiko er høyere enn markedsporteføljen. Tilsvarende vil en aksje med betaverdi under 1 være utsatt for mindre svingninger i avkastningen, og derfor ha en lavere risiko.

Betaverdien for en aksje j er definert som (Bøhren og Michalsen 2006, s.46):

$$\beta_j = \frac{Kov(r_j, r_m)}{Var(r_m)}$$

Hvor:

r_j = Aksjens avkastning

r_m = Markedsporteføljens avkastning

I praksis beregnes denne gjerne ved å gjennomføre en regresjonsanalyse av månedlige avkastningstall for markedsporteføljen (børsindex) og aksjen over et antall år tilbake i tid.

5.3.4 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen man får for å investere i markedsporteføljen i forhold til å plassere pengene til risikofri rente. Denne størrelsen estimeres vanligvis ut fra historiske data.

$$r_m - r_f = \frac{1 - S_K}{1 - S_E}$$

Markedets risikopremie multipliseres med et prosjekts betaverdi for å finne prosjektets risikopremie.

6. Strategisk analyse

6.1 Intern analyse – styrker og svakheter

I den interne analysen er formålet å se på interne styrker og svakheter i bedriften som er relevante i forhold til verdsettelsen. For å gjøre dette vil det bli gjennomført en VRIO-analyse, hvor bankens synlige og usynlige ressurser blir

vurdert i forhold VRIO-modellens fire kriterier – valuable, rare, imitable og organized. Resultatet av denne analysen vil avgjøre om en ressurs er en styrke som kan gi et konkurransefortrinn, eller ikke.

6.1.1 Synlige ressurser

6.1.1.1 Finansielle ressurser

De finansielle ressursene representerer en innsatsfaktor som er nødvendig både for å opprettholde og ekspandere driften av virksomheten. En mer dyptgående regnskapsanalyse vil bli gjennomført senere i oppgaven, men for å analysere denne ressursen baserer jeg meg kun på en mer overfladisk studie av bankens siste årsrapport. Jeg kan her konkludere med at banken går med overskudd, og besitter tilstrekkelig med midler til å kunne fortsette driften av virksomheten. Dermed er det primære formålet til denne ressursen oppfylt.

De finansielle ressursene er utvilsomt verdifulle, og de er også organisert på en slik måte at de kan utnyttes. Det er ikke å betrakte som en sjelden ressurs, konkurrentene må også forventes å ha gode finansielle ressurser. Og for de som ikke har det så er det absolutt mulig å opparbeide over tid. Denne ressursen er derfor ikke av en slik art at den kan gi Helgeland Sparebank et konkurransefortrinn, hverken på kort eller lang sikt.

6.1.1.2 Fysiske ressurser

I denne sammenhengen er det først og fremst bankens bygningsmasse som representerer deres fysiske ressurser. Banken eier flere av lokalene de benytter i sin virksomhet gjennom hel- eller deleide datterselskaper. I overgangen til en mer digital hverdag har viktigheten av denne ressursen begynt å falle en del.

Denne ressursen er naturligvis verdifull i den forstand at den har en kroneverdi knyttet til seg. Men det er ingen ting unikt ved eiendommene som gjør dem sjeldne, eller vanskelig å kopiere for konkurrentene. Konklusjonen må derfor bli at det heller ikke her ligger noe konkurransefortrinn, hverken på kort eller lang sikt.

6.1.2 Usynlige ressurser

6.1.2.1 Menneskelige ressurser

Kompetansen til de ansatte er noe som blir tatt på alvor i Helgeland Sparebank. Blant annet har det i senere tid blitt viet betydelige ressurser til å oppfylle det nasjonale kravet om autorisasjon av bankens medarbeidere. Banken hadde i 2009 et sykefravær på 4,5 %, (www.hsb.no – Årsrapport 2009) noe som er nesten et helt prosentpoeng under landsgjennomsnittet for bransjen. (www.ssb.no) Dette tyder på at de har skapt et godt arbeidsmiljø for de ansatte.

Det er ikke tvil om at de ansatte er en verdifull ressurs i en virksomhet som dette. De har også klart å skape en situasjon hvor de er markant bedre enn bransjen på sykefravær, noe som gjør dette til en sjelden ressurs. Dette er naturligvis noe som andre konkurrenter kan klare å kopiere over tid, gitt de riktige tiltakene. Banken er også organisert på en slik måte at denne ressursen kan utnyttes. Dette er derfor en ressurs som, i alle fall på kort sikt, kan gi banken et konkurransefortrinn.

6.1.2.2 Renommé

Gjennom et mangeårig engasjement i lokalmiljøet har banken bygget seg opp et godt rykte i helgelandsregionen. For eksempel ble det i 2009 bevilget 11 millioner i støtte til ulike samfunns- og stedsutviklingstiltak. Videre bidrar banken med ca. 4 millioner kroner årlig i forskjellig sponsoraktivitet, rettet både mot idrett og kultur. (www.hsb.no – Årsrapport 2009) De satser også på å bygge opp en positiv miljøprofil, og har blant annet fått godkjenning som Miljøfyrtårnbedrift. Alle disse tiltakene bidrar til å bygge opp et godt renommé blant befolkningen på helgeland.

Et godt renommé er en verdifull ressurs. Det er også en sjelden ressurs, da konkurrentene hittil ikke har satset på tilsvarende tiltak, men den kan kopieres over tid gjennom en årelang satsning. Ressursen er av en slik art at den kan utnyttes til å blant annet tiltrekke seg eller holde på en større kundemasse. Konklusjonen blir da at dette gir Helgeland Sparebank et konkurransefortrinn på kort sikt.

6.1.2.3 Lojalitet

Helgeland Sparebank slik som selskapet fremstår i dag er et resultat av en sammenslåing av lokale banker i regionen som hver for seg har ca. 150 år lange tradisjoner. Disse bankene har vært gode støttespillere, både til næringsliv og privatpersoner i de områdene de har operert i. Gjennom dette har det blitt dannet relasjoner og tillitsforhold. I sammenslåingen har relasjonene som har blitt bygget opp over denne tiden blitt tatt med inn i det nye konsernet. Disse relasjonene betyr at kundene har en større lojalitet i forhold til Helgeland Sparebank, en bank som oppfattes som “den lokale banken”, enn de har til de mer riksdekkende bankene som opererer i området.

Dette er en verdifull ressurs som banken er i stand til å benytte til å holde på kunder, samt til å kunne ta høyere priser for sine tjenester enn konkurrentene. Det er en sjelden ressurs, men den kan kopieres over tid. Helgeland sparebank har et konkurransefortrinn på kort til middels lang sikt gjennom lojaliteten de har opparbeidet hos kundene sine.

6.2 Ekstern analyse – muligheter og trusler

For å kartlegge eksterne forhold som påvirker Helgeland Sparebank er det nødvendig å analysere bedriftens mikro- og makroomgivelser.

6.2.1 Bedriftens mikroomgivelser

Til å kartlegge bedriftens mikroomgivelser benyttes en konkurranseanalyse - en analyse av Porter's 5-krefter. Formålet med denne analysen er å identifisere og analysere de mest sentrale aktørene for denne bedriften, samt å kartlegge hvilken trussel disse representerer. (Løwendahl og Wenstøp 2003. s.53)

6.2.1.1 Identifisering av konkurransearenaen og dens verdipotensial

Konkurransearenaen til Helgeland Sparebank er samtlige leverandører av bank og finanstjenester i Norge. På tross av at det i dag er lite som krever fysisk tilstedeværelse av banken man benytter, er det like vel mest naturlig å betrakte de bankene som opererer i samme geografiske område som Helgeland Sparebank som deres hovedkonkurrenter. Dette reflekteres også i måten banken selv oppgir

sin markedsandel som en prosentandel av helgelandsregionen.

Hovedkonkurrentene er da: Sparebank 1 Nord-Norge, Nordea, samt DnB NOR representert ved Nordlandsbanken og Postbanken.

Verdipotensialet ligger i økt kundelønnsomhet og økt antall kunder.

Kundelønnsomheten kan økes på to måter. Enten ved å få kunden til å kjøpe et større antall tjenester av banken, eller ved å redusere bankens kostnader ved bruk av de tjenestene kunden benytter. Førstnevnte er noe man ser helt klart at de fleste bankene prøver på, for eksempel gjennom å forsøke å lokke kundene sine til å bli "totalkunde" gjennom ulike tilbud. På grunn av den teknologiske utviklingen i de siste årene er de aller fleste tjenestene enten automatiserte eller utføres av kunden selv, i nettbank eller med bankkort, slik at kostnadssiden nok er betydelig mye vanskeligere å gjøre noe med.

Folk flest har et kundeforhold i en bank, slik at en økning i antall kunder må komme på bekostning av en konkurrent. Med et såpass homogent produktspekter som bankene tilbyr vil pris nødvendigvis være en viktig faktor for å kunne tiltrekke seg nye kunder. Dermed kan dette havne i konflikt med verdipotensialet som ligger i økt kundelønnsomhet. Det som kreves for å lykkes her er å finne den rette balansen mellom kundelønnsomhet og evne til å tiltrekke seg nye kunder.

6.2.1.2 Konkurrenter

Byene på helgelandskysten betjenes av fire ulike banker, hvis man ser Posten og Nordlandsbanken som en bank. Bankmarkedet i området er altså preget av få, men store aktører med betydelig markedsrett. Konkurransen er hard mellom de ulike bankene, som sloss om andeler i et marked som ikke vokser nok til å skape "gratis" markedsandeler.

Bankene har et tilnærmet identisk produkttilbud, noe som gjør det vanskelig for kundene å skille dem fra hverandre. I tillegg er byttekostnadene forbundet med å skifte bank forholdsvis lave. Dette gjør at kundene stiller store krav til priser, service og betingelser, noe som bidrar til å både redusere inntektene og å heve kostnadene til bankene.

På bakgrunn av dette må konklusjonen bli at konkurranseintensiteten er høy.

Denne situasjonen har vedvart over flere år, og må kunne sies å være stabil.

6.2.1.3 Inntrengere

Banknæringen har i lang tid vært preget av en reduksjon i antallet banker. Blant annet har et sentralt fellestrekk vært at små banker har hatt problemer med å klare seg, og har blitt tvunget til enten fusjon eller nedleggelse.

Det finnes betydelige inngangsbarrierer for inntrengere. Marginene i banknæringen er i dag ganske små, og det tar lang tid å skaffe seg et tilstrekkelig kundegrunnlag til å klare seg. Samtidig begynner de faste kostnadene å løpe fra dag en. Dette betyr at det vil kreve betydelige kapitalinvesteringer før man har fått et fotfeste.

Den fallende trenden i antall banker, samt inngangsbarrierene, tyder langt på vei på at trusselen fra inntrengere som ønsker å drive tradisjonell bankvirksomhet er lav.

En annen type inntrengere som er aktuelle å se på er de som ikke ønsker å opprette fysiske kontorlokaler i området, men som tilbyr sine banktjenester over nett. Spesielt dreier dette seg om yA Bank, Skandiabanken og Bank Norwegian, som alle har spesialisert seg på akkurat dette, men også andre tradisjonelle banker som tilbyr nettbaserte tjenester. De økonomiske inngangsbarrierene gjelder ikke for disse bankene. De har allerede sikret seg lønnsom drift, og kan bruke så mye tid de vil på å stjele markedsandeler uten at det påfører dem tap. Det som begrenser trusselen fra denne gruppen banker er at en stor del av bankkundene ønsker å ha et kundeforhold i en fysisk bank, hvor de kan kontakte kunderådgivere ansikt til ansikt.

Totalt sett blir konklusjonen at trusselen fra inntrengere er middels høy.

6.2.1.4 Substitutter

Her er det viktig å se på hvilke tjenester banken tilbyr, for så å kartlegge hvilke mulige substitutter det finnes for disse tjenestene. Her velger jeg å betrakte

bankens kjernevirksomhet som tre ting: Betalingsformidling, sparing og utlån.

Substitutter er andre produkter som oppfyller samme behov som disse tjenestene.

Betalingsformidling er et område hvor bankene står enda sterkere nå enn før, ettersom så stor del av det som før var kontanttransaksjoner nå foregår over bankkort. Det har dukket opp noen nye substitutter i nyere tid. Mest utbredt er tjenester hvor man betaler via telefon, enten via SMS eller ved å ringe spesielle nummer. Det har også kommet en del tjenester over nett, slik som PayPal. Totalt sett er alle disse formene for betalingsformidling nisjepreget, og utgjør ingen stor andel av totalmarkedet.

Innenfor sparing har det dukket opp en del nye produkter som konkurrerer med den tradisjonelle banksparingen. Sparing i aksjer og fonds må trekkes frem som et viktig substitutt. Spesielt i tider med lav rente virker det som om folk trekkes mot denne formen for sparing. Det ser ut som om banknæringen forsøker å begrense tapet til dette substituttet ved å begynne å selge disse produktene selv. Det har i forbindelse med finanskrisen blitt satt mye fokus på risikoen forbundet med disse alternative sparingsformene, noe som har drevet en del folk tilbake til det mer trygge bankalternativet.

For utlån/kreditt har man en del gamle substitutter som fremdeles er i bruk. For privatpersoner er det ting som private lån, forskudd på lønn og kjøp på kreditt. For bedrifter er utstedelse av obligasjoner eller emisjon substitutter for bankfinansiering. Det eneste som kan sees på som nytt er at privatkjøp på kreditt er langt mer satt i system nå enn tidligere. De fleste butikker som selger varer som koster mer enn noen få tusen tilbyr nå betalingsutsettelse, gjerne med et eller annet faktoringsselskap i ryggen. Den økte tilgangen på slik kreditt har naturligvis ført til økt bruk, og kan nok forventes å gå ut over spesielt markedet for forbrukslån.

Det eksisterer en del substitutter. De fleste av disse som er av betydning har eksistert ganske lenge, og det eksisterer et slags status quo. Trusselen fra substitutter vurderes derfor som lav.

6.2.1.5 Kunder

De fleste bankene i landet tilbyr så godt som det samme produktspekteret. De økonomiske byttekostnadene for kunden ved å skifte bank er også lave. Disse to faktorene til sammen betyr at kunden i utgangspunktet har en høy forhandlingsmakt.

Bankene på sin side forsøker å redusere denne forhandlingsmakten. Gjennom relasjonsbygging forsøker de å opparbeide en følelse av et slags kundeforhold for å innføre en høyere emosjonell byttekostnad for kunden. Spesielt mot privatkunder eksisterer det en viss kunnskapsmessig skjevhet i forhold til produktene bankene tilbyr, som bankene også kan dra en viss nytte av for å redusere kundens forhandlingsmakt.

Kundenes forhandlingsmakt er i utgangspunktet såpass høy, at selv om bankene iverksetter en del tiltak for å redusere den så er den fremdeles å betrakte som høy.

6.2.1.6 Leverandører

Den eneste leverandøren av betydning i denne sammenhengen er leverandørene av den kapitalen bankene låner ut til sine kunder. Under normale forhold er dette et marked hvor leverandørene har lav forhandlingsmakt. Men under finanskrisen fikk vi se tilfeller av at pengemarkedet tørket ut. (www.dn.no) Bankene nektet nesten å låne hverandre penger, og krevde urimelig høy kompensasjon for dette. Differansen mellom styringsrenten og pengemarkedsrenten (NIBOR) var oppe i over ett prosentpoeng (www.e24.no), noe som i praksis gjorde prisen for å hente inn kapital høyere enn inntektene for å låne denne kapitalen videre til kunder.

Dette viser at selv om leverandørene under normale forhold har lav forhandlingsmakt, kan de under spesielle forhold oppnå en meget høy forhandlingsmakt. Norges Bank sine rentestatistikker for styringsrenten og NIBOR viser at selv om differansen ikke er som den var på sitt verste, så er den fremdeles langt større enn “normalnivået” før finanskrisen. (www.norges-bank.no – Rentestatistikk) Konklusjonen må dermed bli at leverandørene under dagens situasjon har middels høy forhandlingsmakt.

6.2.2 *Bedriftens makroomgivelser*

Til å kartlegge bedriftens makroomgivelser benyttes en PESTEL analyse. I en slik analyse ser man på forhold innenfor seks ulike kategorier, politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale. Det vesentlige her er å se på forhold som er i endring, og som vil påvirke bedriften fremover i tid, ikke historiske forhold som allerede er innarbeidet. Kun de kategoriene som vurderes som mest vesentlig for oppgaven vil bli vurdert.

6.2.2.1 Politiske og legale forhold

Jeg velger å se på disse to forholdene under ett, da de gjerne henger ganske tett sammen.

6.2.2.1.1 Nye retningslinjer for utlån til boligformål

Finanstilsynet la den 3/3-2010 frem nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål. (www.finanstilsynet.no) De nye retningslinjene pålegger strengere krav til bankenes utlånspraksis. Retningslinjene er uttrykk for hva tilsynet mener bør legges til grunn i bankenes utlånspraksis og som vil bli fulgt opp i tilsynet med bankene. De viktigste endringene er:

- Det stilles krav om en mye grundigere prosess enn tidligere. Spesielt skal lånetakers betalingsevne vurderes mye strengere, og med en streng vurdering av lånetakers evne til å tåle renteoppgang. Myndighet til å avvike fra bankens interne retningslinjer skal kun gis på et høyere nivå enn de som vanligvis har fullmakt til å innvilge boliglån.
- Belåningsgrad skal etter de nye retningslinjene normalt ikke overstige 90%. Ved avvik fra dette må det enten foreligge formell tilleggsikkerhet, eller banken må ha gjort en særskilt forsvarlighetsvurdering.
- Rammekreditter skal kun innvilges til kundegrupper med høy betalingsevne, og denne kreditten skal ikke overstige 75% av boligens markedsverdi.

Dette er på sett og vis en innskrenkning av bankenes muligheter til å selv kunne velge å låne ut penger i situasjoner hvor disse kravene ikke er oppfylt. Spesielt vil dette ramme unge i etableringsfasen (www.fno.no – Vil ramme unge i etableringsfasen), en gruppe hvor forventningen om snarlig forbedring av

betalingsevnen har brukt å veie opp for den økte risikoen. Det vil frata bankene muligheten til å yte en type lån som de totalt sett har tjent penger på, og vil dermed forårsake en liten nedgang i inntektsgrunnlaget.

6.2.2.1.2 Strengere krav til kapital og likviditet i bankene

I kjølvannet av finanskrisen har EU-kommisjonen fremmet et forslag om strammere regulering av bankers kapital og likviditetsstyring, noe som også vil påvirke den norske banknæringen gjennom EØS-avtalen. EU legger opp til at disse reglene skal tre i kraft innen utgangen av 2012, men det kan bli aktuelt å innføre de nye reglene i Norge tidligere enn det EU legger opp til. (www.norges-bank.no – Finansiell stabilitet, rapport 1 2010) Hovedpunktene i de nye reglene er:

- Minstekrav til bankenes likviditetsbuffer. Det foreslås et krav om at bankene skal kunne klare seg i 30 dager med betydelige uttak av kundeinnskudd uten tilførsel av nye likvider via ekstern finansiering eller sentralbanken. I tillegg stilles det strengere krav til at de eiendelene bankene holder for likviditetsformål faktisk skal være likvide – også i situasjoner med stress i markedene.
- Minstekrav til bankens stabile finansiering. I forslaget som er fremmet kreves det at bankens mindre likvide eiendeler skal være finansiert med langsiktig og stabil finansiering. Bankene skal kunne klare seg gjennom et helt år med begrenset tilgang på ny finansiering og betydelig uttak av kundeinnskudd.

6.2.2.1.3 Strammere regulering av bankenes soliditet

Finanskrisen avslørte flere svakheter i de europeiske bankenes soliditet, og som en konsekvens av dette har EU-kommisjonen foreslått en del endringer i kapitalreguleringene:

- Strengere krav til kapitalbasen. Det nye forslaget krever at all kjernekapitalen skal være i stand til å ta tap under løpende drift. Dette betyr at det vil settes et tak for hvor stor del av kjernekapitalen som kan bestå av hybridkapital eller immaterielle eiendeler med dårlig evne til å bære tap.
- Krav til bankenes egenkapitalandel. Det foreslås nye regler for minstekrav til bankenes egenkapital etter et uveid egenkapitalkrav sett ut fra hele

bankens forvaltningskapital. Dette kravet kommer i tillegg til Basel II reglene, hvor bankene ble pålagt krav om et risikovektet egenkapitalkrav. Det nye regelverket vil sette begrensninger for hvor mange ganger banken kan belåne egenkapitalen, uavhengig av risikoprofilen på de ulike utlånsporteføljene.

- Strammere regulering av systemviktige banker. Systemviktige banker viste seg under finanskrisen å være underlagt bedre statlig beskyttelse enn vanlige banker. Dette resulterte i at disse bankene oppnådde konkurransefortrinn over sine konkurrenter, for eksempel gjennom å bli betraktet som mindre risikable, og dermed få rimeligere tilgang på finansiering. For å motvirke dette foreslås det tiltak som å stille høyere krav til kapital eller likviditet i disse bankene, eller å kreve høyere avgift til ulike sikringsfond.
- Bankene må bygge opp buffere i gode tider. Det foreslås et krav om en kapitalbuffer utover minstekravet til kapital. Dersom kapitalen faller under bufferkravet skal det legges restriksjoner på utbytte og bonusutbetalinger for å motivere bankene til å bygge opp denne bufferen.

Norges Bank konkluderer i sin rapport "Finansiell Stabilitet 1/2010" med at den norske banknæringen generelt sett står godt rustet til å møte de fleste av disse nye kravene.

6.2.2.1.4 Effekten av de politiske og legale endringene

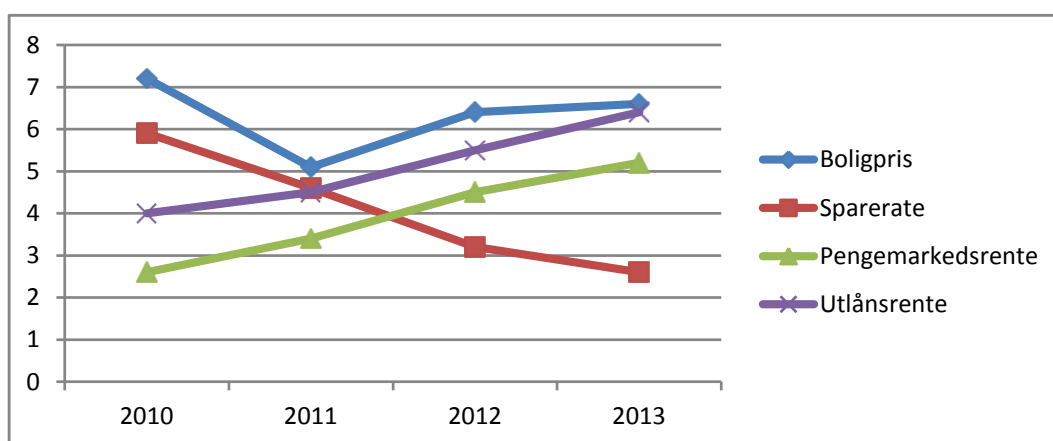
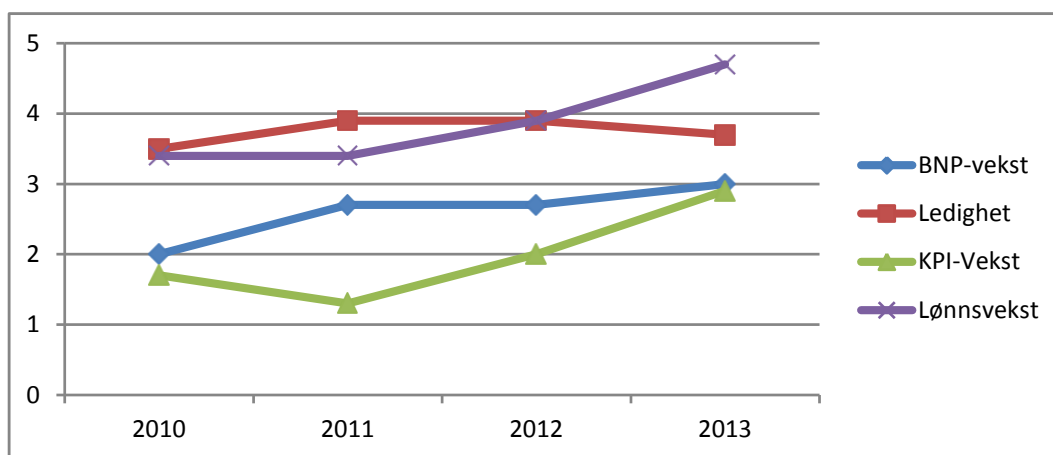
Banknæringen vil oppleve en reduksjon i lønnsomhet på grunn av disse nye reglene. Nye reguleringer av utlån vil påvirke inntektene negativt, og flere av forholdene, slik som f.eks. krav om høyere likviditetsbeholdning, vil øke kostnadene. Krav om høyere egenkapitalandel vil naturligvis påvirke egenkapitalrentabiliteten. I hvor stor grad en enkelt bank vil påvirkes av disse forholdene avhenger av hvor store endringer som må gjøres for å tilpasse seg kravene.

6.2.2.2 Økonomiske forhold

Banknæringen er tett knyttet opp mot verdensøkonomien, og påvirkes meget sterkt av konjunktursvingninger. Verden står fremdeles midt i en finanskriser, noe

den senere tids uro i Hellas står som et klart bevis på. Dette betyr at det i de nærmeste årene vil være stor usikkerhet knyttet til økonomiske forhold, og at noen eksakte spådommer er vanskelig å få til.

Følgende grafer oppsummerer en del prognoser fra SSB for de neste årene som er relevante for banknæringen. (www.ssb.no – Konjunkturtendensene for Norge og utlandet) Første graf viser realutvikling i BNP i fastlands-Norge, arbeidsledighet (nivå), endring i konsumprisindeks og forventet lønnsvekst. Andre graf viser økning i boligprisene (nominelt), befolkningens sparerate (nivå), pengemarkedsrente (nivå) og utlånsrente (nivå). Alle størrelser er i prosent.



Tallene man kan lese ut fra første graf viser at ledigheten forventes å holde seg mer eller mindre konstant over perioden, noe som for banknæringen betyr at det ikke er grunn til å forvente en gruppe kunder som plutselig ikke klarer å betjene sine forpliktelser. Ved å se på lønnsvekst, inflasjon og vekst i BNP ser man at reallønnsveksten fremover forventes å være lavere enn veksten i økonomien.

Dette er gunstig for næringsdrivende i landet, og vil bety en lavere risiko for at bankenes kunder går konkurs.

I den andre grafen ser man ut fra den sterke forventede veksten i boligprisene at det vil være en høy etterspørsel etter boliger. Dermed er det grunn til å forvente at det, på tross av den kraftige renteøkningen, fremdeles vil være en høy etterspørsel etter boliglån. Rentemarginen, differansen mellom pengemarkedsrente og utlånsrente ser ut til å forbli relativt konstant over hele perioden. Den reduserte spareraten kan bety en utfordring i forhold til innskuddsdekningen i bankene.

6.2.2.3 Sosiokulturelle forhold

Det viktigste sosiokulturelle forholdet å se på er befolkningsendringen. I følge SSB sine prognoser for utviklingen i folkemengden frem til 2030 er det grunn til å forvente en svak nedgang i den totale befolkningen i helgelandsregionen.

(www.ssb.no - Folkemengde per 1/1 etter fylke og kommune) Dette på tross av at det i de nasjonale tallene forventes en kraftig økning på ca. 20% innen 2030.

Dette betyr blant annet at behovet for boliger i regionen holdes forholdsvis konstant. I tillegg er det direkte relatert til størrelsen på kundegrnlaget for banknæringen, både på privat- og bedriftsmarkedet.

6.3 Oppsummering av analyse

Årsaken til at man gjennomfører en strategisk analyse i forbindelse med en verdsetting er at man ønsker å avdekke forhold som er av betydning når man skal estimere fremtidige kontantstrømmer til selskapet. Jeg har derfor sett på interne og eksterne forhold som er av betydning for selskapets fremtidige inntekter, kostnader og evne til å møte sine konkurrenter.

Den interne analysen avdekket ingen klare svakheter, noe som tyder på at det er snakk om en veldrevet og profesjonell organisasjon. Styrkene til Helgeland Sparebank ligger hovedsakelig i de usynlige ressursene deres. I forhold til fremtidsbudsjettene som skal utarbeides forteller internanalysen at banken har gode forutsetninger for å klare å holde på kundene sine.

I den eksterne analysen ble det avdekket både trusler og muligheter.

Bransjeanalysen viser at det er en hard konkurranse om kundene blant aktørene i markedet. Analysen avdekker også at trusselen fra inntrengere som kaprer kunder via nettbaserte tjenester må tas på alvor. Man ser også at urolighetene i finansmarkedene har gitt leverandørene av kapital høyere makt enn normalt, men her må man vurdere muligheten for at denne makten kan avta over de neste få årene, og gi banken gunstigere betingelser på anskaffelse av kapital. PESTEL analysen avslører flere nye regelendringer som vil påvirke banknæringen. Hvorvidt disse vil være en trussel eller en mulighet vil først bli klart etter at en grundigere regnskapsanalyse er gjennomført. Dersom Helgeland Sparebank er i en posisjon hvor de allerede oppfyller kravene vil dette gi dem et overtak over de som må gjøre kraftige endringer. Makrotallene forteller om en bedring i økonomien og utlånsvekst. Dette er muligheter for å øke bankens inntjening. Samtidig viser prognosene en reduksjon i befolkningen i helgelandsområdet, noe som vil bli en utfordring for banken.

7. Regnskapsanalyse

For å få en oversikt over Helgeland Sparebank sin utvikling gjennom de siste årene vil det bli gjennomført en regnskapsanalyse. Informasjonen som kommer frem i denne analysen er sentral når man skal utarbeide prognoser for den fremtidige finansielle utviklingen i banken.

Av praktiske hensyn vil denne analysen kun strekke seg 4 år tilbake i tid, til 2006. En betydelig fusjon fant sted i april 2005, og ulempene ved å trekke et proformaregnskap for 2005 inn i analysen veier tyngre enn gevinsten.

Forut for en slik regnskapsanalyse, og verdsettelsen av selskapet videre, er det viktig å gå gjennom årsrapportene og korrigere disse for eventuelle ekstraordinære forhold. Tanken er at forhold som må kunne klassifiseres som engangstilfeller ikke skal spille inn i analysene og de videre prognosene som bygges på disse. Ved en gjennomgang av regnskaper med noter for denne perioden ble det ikke avdekket noen ekstraordinære forhold som trenger å justeres for. At det f.eks. forekommer tap på utlånte midler eller i forbindelse med investeringer i verdipapirer må regnes som en del av bankens normale drift. Det samme gjelder finanskrisen – bransjen påvirkes av svingninger mellom høy- og lavkonjunktur,

slik at dette må man anse som normalt. Alle regnskapene for denne perioden følger også samme regnskapsstandard, slik at ingen spesielle hensyn må tas for å kunne sammenligne dem.

Analysen baserer seg på regnskapstall og balansetall fra Helgeland Sparebank sine årsrapporter, omformulert for å være i tråd med Roar Hoff sine anbefalinger i artikkelen Verdsettelse av Banker. (Dahl et. al. 1997, s205-230) Disse tallene finnes, sammen med forutsetningene som ligger til grunn, i vedlegg 1 og 2. Basert på anbefalinger fra samme artikkel vil analysen ta for seg lønnsomhet, kredittkvalitet, likviditet og soliditet. Nøkkeltallene som kommer frem i analysen vil, der det er hensiktsmessig, bli sammenlignet med vektet gjennomsnitt av tilsvarende nøkkeltall for alle landets sparebanker. (www.sparebankforeningen.no - Årstall enkeltbanker) Siden disse driver i samme bransje, og tallene rapporteres etter de samme reglene, vurderes dette som å være et godt sammenligningsgrunnlag.

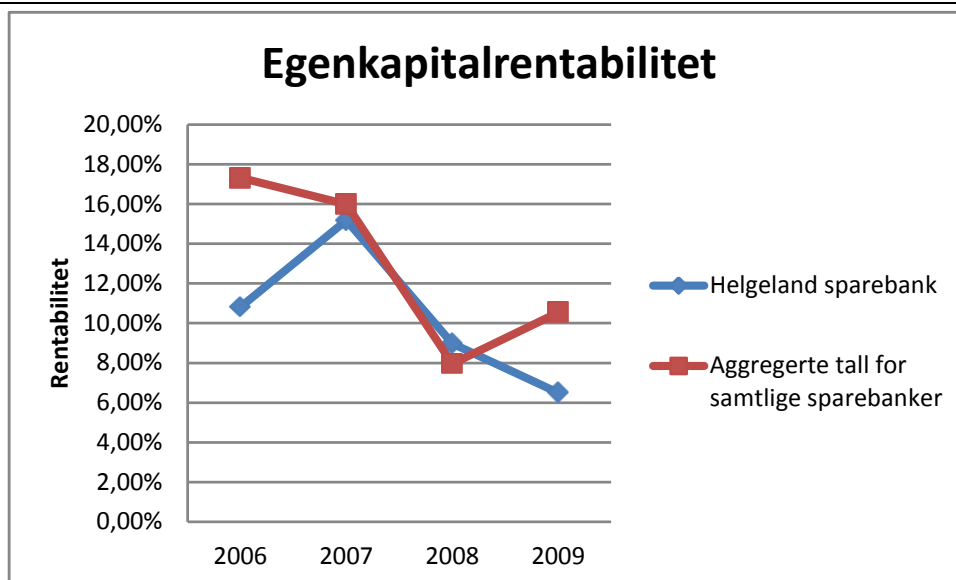
7.1 Lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysen er den mest sentrale analysen i forbindelse med verdsettelse, da de fleste andre forhold til syvende og sist er avhengig av bankens lønnsomhet. Jeg har her valgt å se på egenkapitalrentabilitet, resultat per egenkapitalbevis og kostnader per inntektskrone for å belyse ulike aspekter ved bankens lønnsomhet.

7.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på den avkastningen bankens eiere oppnår i forhold til hvor mye kapital de har investert i banken. Tallet er beregnet etter formelen:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



For å gi et mest mulig korrekt bilde må egenkapitalrentabiliteten sees i sammenheng med egenkapitalandelen. En bank med høyere egenkapitalandel vil typisk ha en lavere risiko, slik at en lavere rentabilitet er akseptabelt.

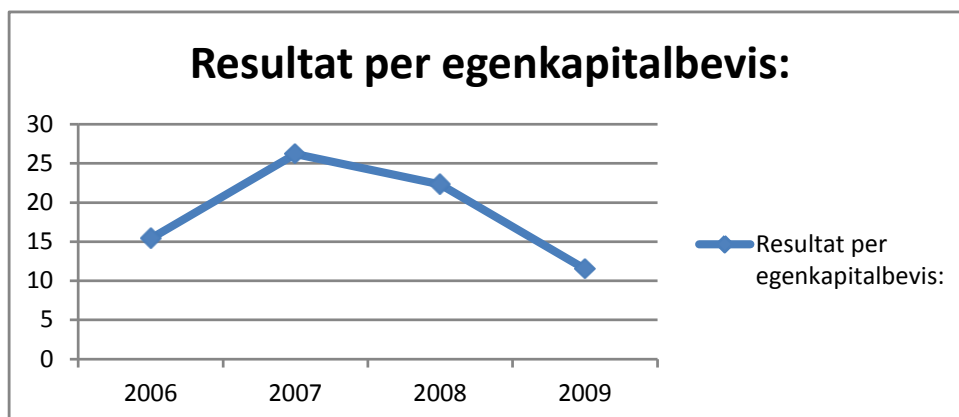
Egenkapitalandel:	2006	2007	2008	2009
Helgeland Sparebank	9,26 %	9,43 %	8,81 %	8,53 %
Alle sparebanker	5,65 %	6,13 %	5,43 %	5,86 %

Helgeland Sparebank har en betydelig høyere egenkapitalandel enn landsgjennomsnittet for sparebankene, slik at en noe lavere rentabilitet enn referansegruppen er akseptabelt. Figuren viser tydelig at banknæringen har vært gjennom en stri tårn i løpet av finanskrisen, men at det er tegn til bedring i næringen generelt. Det som er urovekkende er at Helgeland Sparebank fortsetter å gjøre det dårligere etter at utviklingen har snudd for bransjen sett under ett.

7.1.2 Resultat per egenkapitalbevis

Resultat per egenkapitalbevis er et nøkkeltall som forteller hvor stor andel av bankens overskudd som tilhører hvert enkelt egenkapitalbevis. Dette nøkkeltallet er vanlig å benytte i praksis for å vurdere verdien av et verdipapir. Helgeland Sparebank sine egenkapitalbevis har gjennom hele perioden hatt pålydende 100 kroner, det har altså ikke foregått noen splitt eller revers-splitt. Tallene er derfor sammenlignbare fra år til år. Beregnes med formelen:

$$\text{Resultat per egenkapitalbevis} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gj. antall egenkapitalbevis}}$$



Dette nøkkeltallet viser klart at Helgeland Sparebank for øyeblikket er i en nedgangsperiode.

7.1.3 Kostnad per inntektskrone

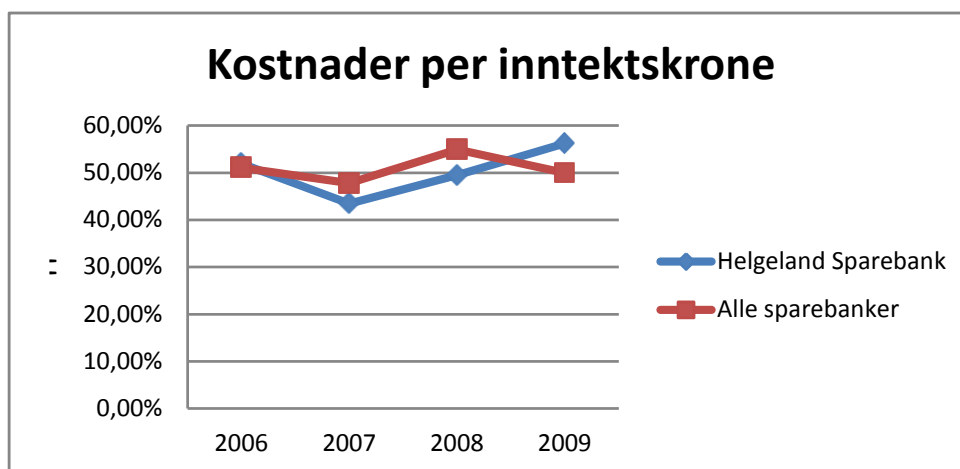
Kostnad per inntektskrone sier noe om hvor effektivt banken driver. Den mest vanlige beregningsformen er:

$$\text{Kostnader per inntektskrone} = \frac{\text{Sum driftskostnader}}{\text{rentenetto} + \text{andre driftsinnt.}}$$

Tallet vil ikke være 100% sammenlignbart mellom ulike banker, da forskjeller i både kapitalstruktur og inntjeningsstruktur vil påvirke dette nøkkeltallet. Like vel vil det ved sammenligning gi en god indikasjon på hvilken bank som driver mest effektivt. Forholdstallet vil normalt ligge mellom 40% og 70% for norske banker. (Dahl et. al. 1997, s.223)

For å sette utviklingen i kostnader per inntektskrone i en litt større sammenheng velger jeg først å presentere noen bakenforliggende og beslektede tall – kostnadsutviklingen, inntektsutviklingen og resultatutviklingen. Dette vil bidra til å kunne forklare hvorfor kostnaden per inntektskrone utvikler seg som den gjør.

Kostnadsutvikling:	2006	2007	2008	2009
Sum driftskostnader	198	199	209	213
Prosentvis endring	n/a	0,51 %	5,03 %	1,91 %
Inntektsutvikling:	2006	2007	2008	2009
Sum driftsinntekter	381	458	422	379
Prosentvis endring	n/a	20,21 %	-7,86 %	-10,19 %
Resultatutvikling:	2006	2007	2008	2009
Resultat etter skatt	126	196	128	99
Prosentvis endring	n/a	55,56 %	-34,69 %	-22,66 %



Som figuren viser har Helgeland Sparebank tradisjonelt drevet mer effektivt enn landsgjennomsnittet for sparebanker. En av de viktigste årsakene til dette ligger nok i den høye egenkapitalandelen, noe som bidrar til å øke rentenettoen. Man ser også en negativ utvikling i 2008, noe som skyldes en svikt i inntektene, og ikke kostnadsøkning.

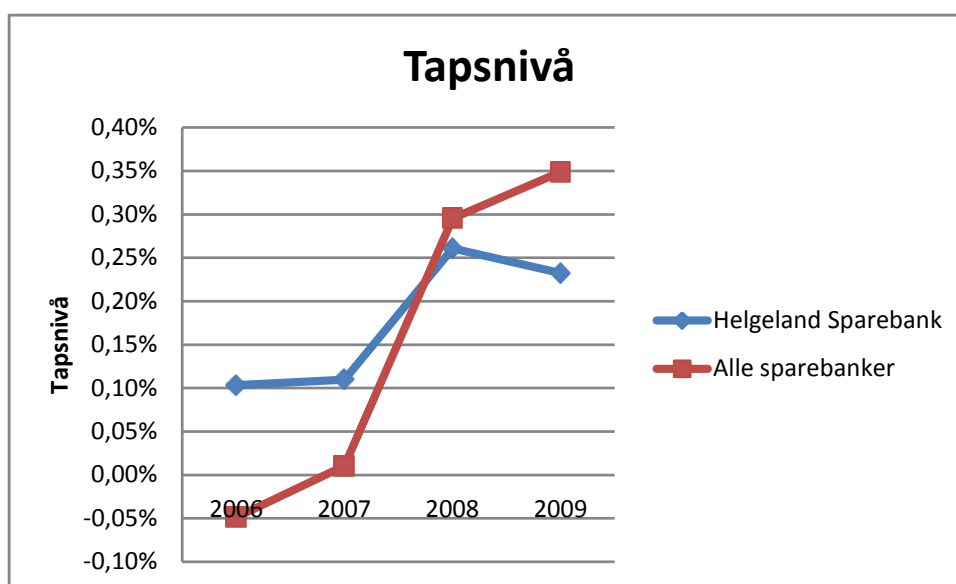
7.2 Kredittkvalitet

Bankens kredittkvalitet sier noe om hvilken risiko som er knyttet til bankens utlånsportefølje. Dårlig kredittkvalitet er et tegn på at risikoen for mislighold av lån blant bankens kunder er høy. En analyse av kredittkvaliteten gir informasjon som er relevant både for vurdering av fremtidig inntjening og for å fastslå verdien av utlånsporteføljen. Jeg har valgt å se på tapsnivå, da jeg finner dette tilstrekkelig innenfor omfanget av denne oppgaven.

7.2.1 Tapsnivå

Tapsnivå er et nøkkeltall som viser forholdet mellom bankens tap på utlån og netto utlån. Her benyttes netto utlån per 1/1 for å unngå at sterk vekst utvanner tapsnivået. Et normalt tapsnivå for en sparebank vil ligge i underkant av 0,5 %. (Dahl et. al. 1997, s.224)

$$\text{Tapsnivå} = \frac{\text{Tap på utlån}}{\text{Netto utlån IB}}$$



Her ser man at tapsnivået i Helgeland Sparebank både er innenfor de definerte rammene av hva som er et normalt nivå, og også er i samme størrelsesorden som sparebankene i sin helhet. Økningen fra 2007 til 2008 skyldes mest sannsynlig finanskrisen.

7.3 Likviditet

Ved å analysere bankens likviditet kan man vurdere dens evne til å overholde sine løpende forpliktelser, altså dens risiko for å få betalingsproblemer på kort sikt. Jeg vil konsentrere meg om å se på bankens innskuddsdekning, da dette er et vanlig nøkkeltall ved analyse av bankers likviditet.

7.3.1 Innskuddsdekning

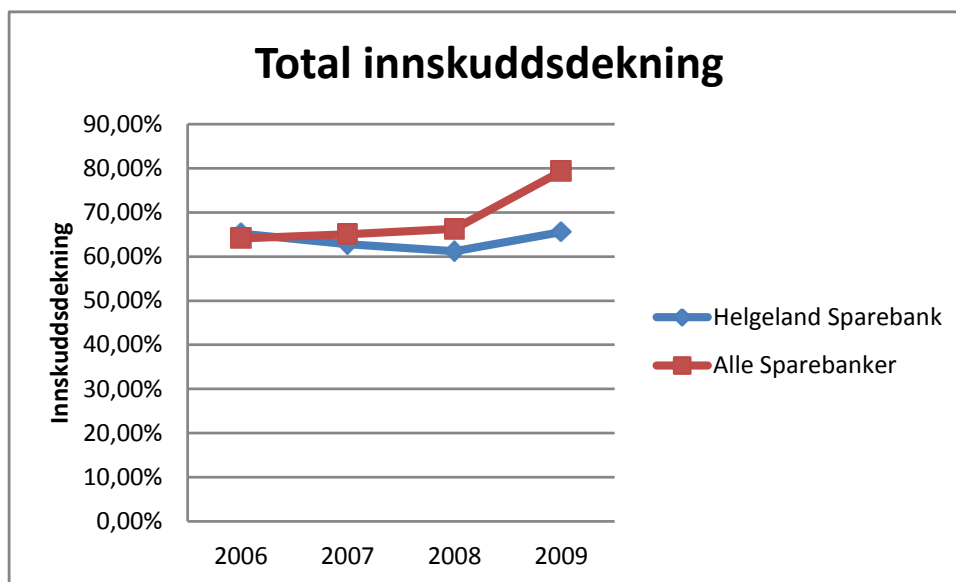
Innskuddsdekning er et nøkkeltall som viser forholdet mellom innskudd fra kunder og netto utlån til kunder. Helgeland Sparebank har hovedsakelig sine utlån i NOK, slik at det ikke tjener noen hensikt å se på innskuddsdekning i ulike valutaer. En norsk bank vil typisk ha en innskuddsdekning mellom 70% og 110%. (Dahl et. al. 1997, s.225)

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

Det vil her være relevant å se på utviklingen i bankens innskudd fra- og utlån til kunder for å gi en bedre forståelse av utviklingen i innskuddsdekningen.

Innskuddsutvikling:	2006	2007	2008	2009
Innskudd fra kunder (mill. Kr)	7408,331	7961,689	8614,983	9188,592
Endring i prosent	n/a	7,47 %	8,21 %	6,66 %

Utlånsutvikling:	2006	2007	2008	2009
Utlån til kunder (mill. Kr)	11360,36	12677,35	14080	14018,91
Endring i prosent	n/a	11,59 %	11,06 %	-0,43 %



Noe av det første man legger merke til her er at både Helgeland Sparebank sparebankene totalt sett ligger under intervallet 70%-110% som Roar Hoff omtaler som et normalnivå. Dette antyder at likviditeten til de norske sparebankene er dårligere enn antatt. Ser man litt bak tallene viser det seg at

bedringen i innskuddsdekningen til Helgeland Sparebank fra 2008 til 2009

skyldes et markant fall i utlånsveksten, Det er derfor diskutabelt hvorvidt dette er positivt for banken totalt sett. Helgeland Sparebank ligger også under landsgjennomsnittet for innskuddsdekning.

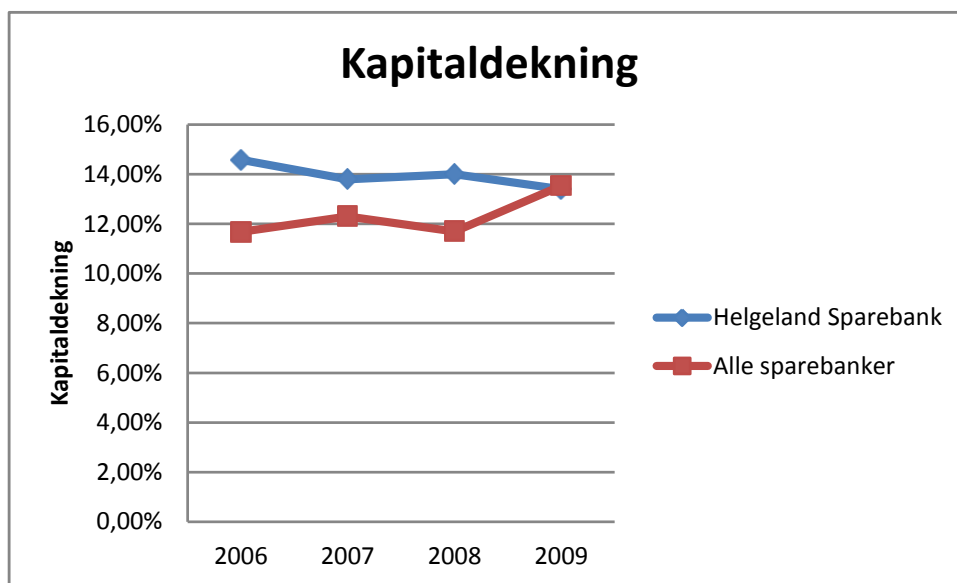
7.4 Soliditet

Bankens soliditet er et uttrykk for dens langsiktige finansiering og evne til å tåle tap. Vanlige nøkkeltall for å vise soliditet i banknæringen er kapitaldekning og kjernekapitaldekning.

7.4.1 Kapitaldekning

Kapitaldekning viser forholdet mellom total ansvarlig kapital (kjernekapital + tilleggskapital) og et såkalt risikovektet volum. Dette risikovektede volumet beregnes ut fra bankens aktiva, hvor de ulike postene veies ut fra deres risiko.

$$\text{Kapitaldekning} = \frac{\text{Kjernekapital} + \text{tilleggskapital}}{\text{risikovektet volum}}$$

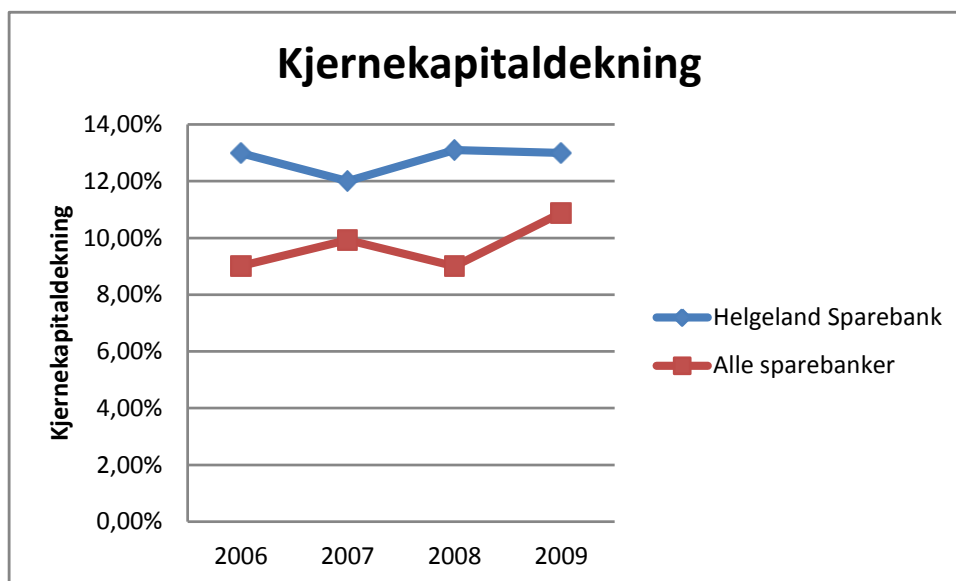


Helgeland sparebank scorer jevnt over bra på kapitaldekning, og virker som en solid bank.

7.4.2 Kjernekapitaldekning

Kjernekapitaldekning uttrykker mye av det samme som kapitaldekning, men er beregnet utelukkende ut fra bankens kjernekapital i forhold til risikovektet volum. Dette skal gi et bedre uttrykk for bankens reelle soliditet.

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



Også her scorer Helgeland Sparebank høyt, og fremstår som en solid bank. Det er her verdt å merke seg at de ligger langt over både dagens, og de forespeilede fremtidige lovbestemte kravet til kjernekapitaldekning.

7.5 Vurdering av nøkkeltall opp mot nye EU-reguleringer

Helgeland Sparebank sin kapitaldekning og kjernekapitaldekning ligger godt over kravet, og vil ikke utgjøre noe problem i forhold til de nye reglene.

Egenkapitalandelen er også høy, og vil ikke måtte bygges opp for å møte de nye reglene.

8. Beregning av avkastningskrav

Egenkapitalavkastningskravet som skal benyttes for å diskontere fremtidige kontantstrømmer skal beregnes ved å bruke kapitalverdimodellen som er

beskrevet i oppgavens teorikapittel. For å gjøre dette må de ulike tallstørrelsene som inngår i kapitalverdimodellen beregnes eller estimeres.

8.1 Risikofri rente

Her kan man argumentere frem og tilbake for både korte og lange renter. Dersom man legger Thore Johnsen sin anbefaling til grunn og bruker 3-års indeksstatsrente fra Oslo Børs, ST4X-indexen, er denne er i skrivende stund (pr. 21/5-10) på 2,14 % effektiv rente. (Dahl et. al. 1997, s.39-73) Dette fremstår som noe lavt.

Følger man Soffer & Soffer sin anbefaling og benytter lange renter, representert ved 10-års statsobligasjonsrente, er denne på 4,00 % ut fra den siste årlige målingen. (www.norges-bank.no – Statsobligasjoner) Dette er også noe lavt sett i forhold til historiske verdier.

Jeg velger å bruke Soffer & Soffer sin anbefaling, da dette også samsvarer med anbefalingene til Roar Hoff som spesifikt omhandler verdsettelse av banker. (Dahl et. al. 1997, s.215) Risikofri rente settes derfor til 4 %.

8.2 Markedets risikopremie

I følge Bøhren og Michalsen har markedets risikopremie, etter justering for skatt og generell prisstigning, vært ca. 6,9 % i snitt for perioden 1975-2004. (Bøhren og Michalsen 2006, s.77) Jeg betrakter dette som et beste estimat, og velger å benytte denne verdien i mine beregninger.

8.3 Beta

For å beregne beta har jeg valgt å gjennomføre en regresjonsanalyse av månedlige avkastningstall for grunnfondsbeviset til Helgeland Sparebank, notert som HELG, og hovedindexen på Oslo Børs, OSEBX. Analysen strekker seg 5 år tilbake i tid.

For en mest mulig teoretisk korrekt beregning burde dataene for både HELG og OSEBX ha vært korrigert for utbytter, slik at disse hadde blitt tatt med i beregningen av avkastning. En slik justering er enkel å gjøre for HELG, men er en

alt for stor oppgave å gjøre med OSEBX-dataene. For å opprettholde en viss konsistens i beregningene er derfor begge datasettene brukt uten noen justering. Det vurderes uansett slik at unøyaktigheten dette skaper er neglisjerbar i forhold til unøyaktigheten i flere andre estimater som innføres i løpet av verdsettelsen.

Beta ble, for data fra 1/6 2005 til 1/5 2010 beregnet til 0,29.

8.4 Endelig avkastningskrav

Ved å sette verdiene inn i kapitalverdimodellen får man følgende uttrykk for egenkapitalavkastningskravet:

$$k_E = 4,00 * 0,72 + 0,29 * [6,9]$$

Dette gir $k_E=4,88\%$

9. Utarbeidelse av prognoser

Når man skal verdsette et selskap ut fra fri kontantstrøm til egenkapitalen er man nødt til å utarbeide prognoser for de fremtidige kontantstrømmene. Dette gjøres vanligvis ved å utarbeide eksplisitte resultat- og balansebudsjetter for 7-15 år frem i tid. Deretter beregnes fri kontantstrøm ut fra disse budsjettene. Til slutt estimeres terminalverdien, verdien av selskapet etter den eksplisitte budsjetteringsperioden.

Jeg velger i denne oppgaven å utarbeide eksplisitte budsjetter for 10 år fremover i tid. Denne prosessen starter med at man forsøker å anslå den årlige prosentvise veksten i de ulike resultat- og balansestørrelsene for de neste 10 årene, med utgangspunkt i kunnskapen man har innhentet i de tidligere analysene som er gjennomført. Deretter brukes disse anslagene til å utarbeide budsjetter for perioden.

Oppsummering av alle prognosene, samt resultat og balansebudsjett for de neste 10 årene, finnes i vedlegg 3, 4 og 5.

9.1 Vekst i balansestørrelser

9.1.1 Utlånsvekst

Utlånsveksten i landet har stort sett vært høy gjennom hele det siste tiåret, noe som har skyldtes en høy prisvekst i boligmarkedet, og relativt lav rente.

Regnskapsanalysen viser f.eks. en årlig økning i utlån i Helgeland Sparebank på ca. 11 % i perioden 2006-2008. I 2009 frøs boligmarkedet, og man opplevde et år med nullvekst i utlån. Makrotall fra SSB viser at boligprisene forventes å begynne å stige igjen, og eiendomsmeglerne melder om økt omsetning. Samtidig forventes det en økning i rentenivået, i alle fall på kort sikt, noe som i kombinasjon med den negative befolkningsutviklingen på Helgeland og de nye restriksjonene på utlån vil bidra til å dempe utviklingen noe.

Det er rimelig å anta at utlånsveksten vil ligge på et noe lavere nivå enn det man har sett i det siste tiåret. Jeg velger å legge til grunn for mine videre beregninger at veksten vil være på 10 % i 2010 og 2011, for å kompensere for nullveksten i 2009, for så å synke til 8 % for resten av beregningsperioden.

9.1.2 Innskuddsvekst

SSB sine prognoser antyder at spareraten til norske husholdninger vil synke dramatisk over de neste fire årene. Denne utviklingen vil trolig snu etter hvert som renten beveger seg oppover, og den unormalt høye avkastningen i aksjemarkedene avtar. Også her vil befolkningsutviklingen i regionen spille negativt inn.

Jeg anslår at utlånsveksten faller til 6 % for perioden 2010-2014, for så å stige til 7 % ut beregningsperioden.

9.1.3 Vekst i forvaltningskapital

Utlån utgjør mellom 85 % og 90 % av Helgeland Sparebank sin forvaltningskapital, eller totale balansesum. Det er derfor en nødvendig konsekvens at veksten av disse to størrelsene er høyt korrelerte. Jeg velger derfor å sette veksten i forvaltningskapitalen lik utlånsveksten for hele perioden.

9.2 Vekst i resultatstørrelser

9.2.1 Vekst i netto renteinntekter

Netto renteinntekter er differansen mellom bankens renteinntekter og bankens rentekostnader. Veksten i denne størrelsen avhenger av to forhold – utlånsveksten og bankens fortjeneste per utlånte krone. Utlånsveksten er allerede estimert for perioden. Bankens fortjeneste på utlån avhenger av flere forhold, dels av differansen mellom pengemarkedsrente og utlånsrente, dels av fordelingen mellom ulike typer lån med forskjellig rente, og dels av bankens kapitalstruktur. For å forenkle det litt har jeg valgt å se på historiske data. I perioden 2006-2008 var netto renteinntekter på ca. 2,5 % av samlet utlån. I 2009 falt dette til ca. 2 %. I følge prognosene til SSB vil differansen mellom pengemarkedsrente og utlånsrente forbli mer eller mindre konstant. Den lavere antatte veksten i innskudd i forhold til utlån betyr at bankens utlån i større grad må finansieres med lånte penger enn ved rimeligere innskudd fra bankens kunder.

Jeg antar at 2009 var et spesielt dårlig år, men at man på grunn av forholdene som er nevnt ikke vil oppnå samme fortjeneste som i 2006-2008. Jeg anslår en netto renteinntekt på 2,25 % av samlet utlån, og dermed en vekst i netto renteinntekter som følger utlånsveksten for hele perioden.

9.2.2 Vekst i provisjon og andre inntekter

Regnskapstallene fra 2006-2009 viser ingen sterk utvikling i bankens øvrige inntekter, og det gis heller ingen signaler om at dette er et satsningsområde. Jeg legger derfor til grunn en vekstrate som tilsvarende inflasjonen.

9.2.3 Vekst i lønn og sosiale utgifter

SSB sine prognoser for lønnsvekst i perioden 2010 til 2013 er henholdsvis 3,4 %, 3,4 %, 3,9 % og 4,7 %. Etter dette forutsetter jeg at veksten holder seg på 2013-nivå, og forblir 4,7 % ut beregningsperioden.

9.2.4 Vekst i administrasjon, avskrivninger og andre driftskostnader

De historiske regnskapsdataene viser ingen klar trend som sier noe om utviklingen i disse postene. Jeg velger derfor å la disse postene følge inflasjonen.

9.2.5 Vekst i tap på utlån, garantier m.v.

Regnskapsanalysen viser et tapsnivå som svinger mellom 0,10 % og 0,25 % av netto utlån IB. Jeg velger å anslå et tapsnivå for beregningsperioden på 0,175 %, veksten bestemmes av utlånsveksten.

9.3 Estimering av andre størrelser

9.3.1 Inflasjon

Den norske økonomien styres i utgangspunktet mot et inflasjonsmål på 2,5 %. Ulike forhold gjør at dette målet ikke alltid oppnås. For inflasjon velger jeg for perioden 2010-2013 å benytte SSB sine prognoser på hhv. 1,7 %, 1,3 %, 2,0 % og 2,9 %. For resten av perioden faller jeg tilbake på inflasjonsmålet på 2,5 % som beste estimat.

9.3.2 Skatt

Å beregne en nøyaktig skattesats for et selskap som Helgeland Sparebank er vanskelig, da inntekten er satt sammen av komponenter med ulik skattesats. I perioden 2006-2009 hadde de en gjennomsnittlig effektiv skattesats på 24,7 %, og jeg velger å benytte denne satsen videre gjennom hele beregningsperioden.

10. Verdsettelse

10.1 Verdsettelse ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen

Denne verdsettelsen tar utgangspunkt i resultat- og balansebudsjettene som er utarbeidet. På grunn av en del bankspesifikke forhold vil beregningen av fri kontantstrøm avvike noe fra tilsvarende beregninger i tradisjonelle industribedrifter. Dette skyldes blant annet regnskapsreglene som følges og lovbestemte krav til egenkapitalandel Roar Hoff foreslår i sin artikkel om

verdsettelse av banker at dette i praksis bør gjøres etter følgende oppsett (Dahl et. al. 1997, s.217-218):

Netto resultat etter skatt
- Endring i egenkapital for å møte vekst
= Potensielt utbytte/”fri kontantstrøm”

Posten “Endring i egenkapitalen for å møte vekst” avhenger i hovedsak av to forhold, vekstraten og den egenkapitalandelen man ønsker å opprettholde. I følge samme artikkel er det i praksis kun egenkapital utover det lovpålagte minimumskravet som vil fungere som egenkapital for eierne. (Dahl et. al. 1997, s.213) Jeg velger å holde egenkapitalandelen konstant, og betrakter derfor kun det som er igjen av resultatet etter at man har hold tilbake egenkapital for å opprettholde denne egenkapitalandelen som fri kontantstrøm. Oppstilling av beregnet fri kontantstrøm finnes i vedlegg 6.

Når det gjelder terminalverdien, som beregnes med Gordons vekstformel, foreslår Hoff at vekstraten, g , settes lik null ved verdsettelse av banker. (Dahl et. al. 1997, s216) Dette bygger på et resonnement som tar utgangspunkt i at det ved å følge premisene for formelen, at hele resultatet tas ut som utbytte, ikke er mulig å skape vekst. Dette skiller seg fra industribedrifter, hvor inflasjonen i seg selv er nok til å skape vekst. Han lanserer også et alternativt forslag til terminalverdi, hvor man lar terminalverdien være lik nåverdien av bokført egenkapital ved slutten av budsjetteringsperioden. Jeg velger å kalle dette for alternativ terminalverdi.

10.1.1 Verdsettelse, TV beregnet med Gordons vekstformel

(Tall i millioner kr.)

Verdiberegning, terminalverdi beregnet med Gordons vekstformel:

Sum Nåverdi av kontantstrøm:	508,51
Gordons Terminalverdi:	1.563,94
Nåverdi av bankens egenkapital:	2.072,45

10.1.2 Verdsettelse, alternativ terminalverdi

(Tall i millioner kr.)

Verdiberegning, alternativ terminalverdi:

Sum Nåverdi av kontantstrøm:	508,51
Alternativ Terminalverdi:	2.170,96
Nåverdi av bankens egenkapital:	2.679,47

10.2 Verdsettelse ved bruk av Pris/Bok-metoden

Dette er en komparativ analyse, og man tar utgangspunkt i P/B-multiplikatoren for et utvalg av sammenlignbare bedrifter. Jeg velger å ta utgangspunkt i snittet for P/B-multiplikatoren for samtlige børsnoterte banker i Norge, bortsett fra Helgeland Sparebank, og benytte dette som grunnlag for verdsettelsen.

Snittet for denne multiplikatoren har utviklet seg dramatisk over kun kort tid. Jeg velger derfor å gjennomføre denne verdsettelsen både med 2006-tall og 2009-tall. Dette er ut fra en hypotese om at 2006-tallene representerer det nivået markedet vil verdsette banken til i et friskmeldt finansmarked, mens 2009-tallene reflekterer noe av den psykologien som råder i finansmarkedene i dag. Jeg er klar over at dette bryter med konsistensbetingelsene i blant annet Sverre Dyrnes sin artikkel om verdsettelse med multiplikatorer (Dyrnes 2004), men føler like vel at det kan avdekke interessante opplysninger om forskjeller i prisnivået som følge av finanskrisen.

Snittet for P/B blant de norske bankene var 0.91 i 2009 og 1.74 i 2006. Dette gir følgende verdiberegninger:

Verdsettelse etter P/B (tall i millioner kr.)

Verdi ved bruk at 2006-snitt:	2.723,80
Verdi ved bruk at 2009-snitt:	1.423,39

Verdien ligger ved denne beregningsmåten enten et stykke under, eller et stykke over de som ble beregnet ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen, avhengig av hvilken multiplikator man legger til grunn.

10.3 Verdsettelse ved bruk av Pris/Earnings-metoden

Som under P/B-metoden har jeg her brukt et snitt beregnet ut fra alle norske banker med børsnoterte egenkapitalbevis, eksklusive Helgeland Sparebank. Også her er verdien regnet ut både med tall fra 2006 og 2009. Snittet for P/E blant de norske bankene var 14,7 i 2006 og 11,56 i 2009. Ut fra dette får man følgende anslag for verdi:

Verdsettelse etter P/E (tall i millioner kr.)

Verdi ved bruk at 2006-snitt:	1.459,23
Verdi ved bruk at 2009-snitt:	1.144,32

Denne metoden gir et vesentlig lavere estimat enn de andre to. Som regnskapsanalysen viste, har Helgeland Sparebank en betydelig høyere egenkapitalandel enn gjennomsnittet blant sparebankene i Norge. Dette innebærer gjerne at inntjeningen er noe lavere, i bytte mot redusert risiko. Man kan derfor argumentere for at P/E multiplikatoren som er regnet ut ikke verdsetter den lavere risikoen tilstrekkelig.

10.4 Tabellfremstilling av verdiestimatene

(Tall i millioner kr)

Metode	Verdi
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	2.072,45
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	2.679,47
Pris/Bok-metoden, bruk av 2006-multiplikator	2.723,80
Pris/Bok-metoden, bruk av 2009-multiplikator	1.423,39
Pris/Earnings-metoden, bruk av 2006-multiplikator	1.459,23
Pris/Earnings-metoden, bruk av 2009-multiplikator	1.144,32

11. Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen er en viktig del av verdsettelsen. En verdivurdering med en modell som fri kontantstrøm til egenkapitalen er helt avhengig av at forutsetningene som legges til grunn for utarbeidelsen av prognosene er holdbare. I en sensitivitetsanalyse forsøker man å få en bedre forståelse av hvordan de ulike komponentene som utgjør helheten i verdsettelsen henger sammen. Dette gjøres gjennom å endre på de underliggende forutsetningen, for så å se hvordan dette påvirker verdiestimatet.

I denne oppgaven vil jeg gjennomføre en en-forutsetnings sensitivitetsanalyse.

Dette innebærer at man isolerer effekten av endringer i en av forutsetningene om gangen, og ser hvordan verdien av selskapet påvirkes av dette. Det finnes ikke noe formalisert rammeverk for å vurdere sannsynligheten for de ulike endringene, slik at konsekvensen i form av verdiendring er ikke direkte sammenlignbar mellom de ulike analysene.

Jeg har allerede under verdivurderingen illustrert virkningen av ulike multiplikatorer ved bruk av P/B- og P/E-metoden. Den videre sensitivitetsanalysen vil kun ta for seg forhold som gjelder beregningen ved bruk av fri kontantstrøm til egenkapitalen.

11.1 Egenkapitalandel

Beslutningen om å holde egenkapitalandelen konstant på samme nivå som i 2009 fører til at en betydelig andel av resultatet hvert år holdes tilbake, og dermed i praksis ikke kan regnes inn under eiernes verdiskapning. Det kan være interessant å se på effekten av å senke egenkapitalandelen ned til det lovpålagte kravet. I følge Hoff vil det under normale forhold være tilstrekkelig med en egenkapitalandel på 6 % for å oppfylle de lovpålagte kravene. (Dahl et. al. 1997, s.212) Ved å sette egenkapitalandelen til 6 % fra og med 2010 og ut resten av beregningsperioden får man følgende verdier:

(Tall i millioner kr)	Verdi
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	3.863,62
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	2.910,31

Denne endringen vil øke verdien betraktelig. Risikoen, betaverdien, og følgelig avkastningskravet vil også stige som et resultat av dette, slik at den endelige verdien vil ligge noe under det som analysen hevder. Det er heller ikke gjort noen vurdering opp mot de nye EU-reglene om hvorvidt dette vil være mulig eller ikke. Det tyder like vel på at det ligger et potensial for økning av verdien ved å redusere egenkapitalandelen, noe man ser klare tendenser til i andre børsnoterte banker hvor egenkapitalandelen er noe lavere enn i Helgeland Sparebank.

11.2 Risikofri rente

Den komponenten av avkastningskravet som har størst usikkerhet knyttet til seg er den risikofrie renten. I denne oppgaven var det f.eks. snakk om et valg mellom en kort og en lang rente, hvor den ene var på 2,14 % og den andre på 4,0 %. Også innenfor en kategori av renter ser man store svingninger. Norges Bank sin oversikt over hvordan 10-års renten har utviklet seg viser at den i løpet av de siste 10 årene har svingt mellom 3,74 % og 6,38 %. (www.norges-bank.no – Statsobligasjoner)

Det kan derfor være interessant å se på effekten av en 2 prosentpoengs endring av den risikofrie renten, i hver retning, noe som tilsvarer en reduksjon eller økning av avkastningskravet med +/- 1,44 prosentpoeng.

2 prosentpoengs økning i risikofri rente

(Tall i millioner kr)	Verdi
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	1.503,18
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	2.358,01

2 prosentpoengs nedgang i risikofri rente

(Tall i millioner kr)	Verdi
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	3.141,87
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	3.051,69

En slik endring i den risikofrie renten fører til forholdsvis store utslag i verdivurderingene, spesielt ved bruk av Gordons vekstformel. Endringer i beta og markedets risikopremie vil også kunne gi tilsvarende utslag, men dette vil både kreve større endringer, og har en lavere sannsynlighet for å inntreffe.

11.3 Endringer i utlånsvekst

Blant alle vekstfaktorene som ligger til grunn for utarbeidelsen av prognosene er nok prognosene for utlånsvekst den mest optimistiske av dem alle. Det har også vist seg ved eksperimentering med modellen at utlånsveksten er blant de faktorene som har størst innvirkning på resultatene i fremtidsbudsjettene.

Vekstraten som er brukt bygger mer på den historiske utviklingen i banken enn på prognosene for f.eks. lønnsutvikling og befolkningsvekst. Gitt en forventet nullvekst, eller svak nedgang, i befolkningen i områdene hvor banken opererer, samt en lønnsvekst på lang sikt som er forventet å konvergere mot 4.7%, kan det

være interessant å vurdere effekten av en utlånsvekst på 5% per år, for å se hvordan dette vil påvirke verdiestimatene.

(Tall i millioner kr)	Verdi
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	2.166,25
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	2.290,95

En slik endring har den effekten at den øker den frie kontantstrømmen til egenkapitalen de første årene, hovedsakelig ved at andelen som må tilbakeholdes for å møte vekst blir mye mindre. Noen år senere vil inntektene være så mye lavere at den frie kontantstrømmen vil bli lavere enn ved de opprinnelige prognosene, selv med den kraftig reduserte tilbakeholdelsen av kapital. Verdivurderingen gjort med alternativ terminalverdi blir mest påvirket av denne endringen. Dette er naturlig ettersom denne beregnes ut fra bokført verdi av egenkapitalen ved budsjetteringsperiodens slutt, og denne vil være vesentlig lavere ved en så kraftig reduksjon i tilbakeholdt kapital.

12. Konklusjon

Oppgavens problemstilling var å beregne verdien av egenkapitalen til Helgeland Sparebank per 31/12-2009. Oppgaven skulle løses som en ekstern analytiker, på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon.

Proessen med å løse oppgaven startet med å gjennomføre strategiske og finansielle analyser. Med utgangspunkt i disse analysene ble verdien av selskapet beregnet ved hjelp av tre ulike verdsettelsesmetoder – fri kontantstrøm til egenkapitalen, Pris/Bok-metoden og Pris/Earnings-metoden. Verdiestimatene fra de ulike metodene er oppsummert i følgende tabell:

(Tall i millioner kr)	Verdi
Metode	
Fri kontantstrøm til EK, terminalverdi med Gordons vekstformel	2.072,45
Fri kontantstrøm til EK, alternativ terminalverdi	2.679,47
Pris/Bok-metoden, bruk av 2006-multiplikator	2.723,80
Pris/Bok-metoden, bruk av 2009-multiplikator	1.423,39
Pris/Earnings-metoden, bruk av 2006-multiplikator	1.459,23
Pris/Earnings-metoden, bruk av 2009-multiplikator	1.144,32

Til sammenligning var markedsverdien av Helgeland Sparebank pr. 31/12-2009, beregnet ut fra børskurs, på 1.079,85 millioner kroner.

Her ser man at det er til dels store avvik mellom de ulike estimatene, noe som godt illustrerer det at verdsettelse absolutt ikke er noen eksakt vitenskap. Sensitivitetsanalysen viser også hvordan små endringer i forutsetningene som ligger til grunn for verdsettelsen kan ha stor innvirkning på det endelige resultatet. Alt dette understreker hvordan verdsettelse er en slags skjønnsmessig vurdering, satt i system.

Hvis jeg skal trekke noen konklusjoner ut fra tallene må dette først og fremst være at Helgeland Sparebank later til å være priset for lavt av markedet pr. 31/12-2009. Dette er i og for seg ingen overraskelse, etter finanskrisen mener mange at de fleste verdipapirene på Oslo Børs er priset lavt. I praksis kan man se for seg at aktørene i markedet, bevisst eller ubevisst, opererer med et høyere avkastningskrav under finanskrisen enn de gjør under normale tider. Årsaken til dette kan være mange, slik som en overvurdering av risikoen eller unormale forventninger til meravkastning i markedet. Mitt anslag for hva som er den reelle verdien av Helgeland Sparebank er egentlig to ulike estimater. Det ene er hva jeg tror verdien burde ligge på i dag, det andre er hva jeg tror verdien ville ha vært i et friskmeldt finansmarked, og representerer et nivå jeg tror verdien vil nærme seg relativt raskt dersom vi skulle oppleve en snarlig friskmelding av markedene.

Den første verdien, hva som er en mer reell verdi i dag, føler jeg best uttrykkes gjennom estimatet som er gjort ved bruk av Pris/Bok-metoden med 2009-multiplikator, altså ca. 1.4 milliarder kr. Både teorien og min egen a priori innstilling sier at P/E skal være en dårligere modell for verdsettelse av bank enn de to andre modellene som er brukt. Den tar overhodet ikke hensyn til underliggende forhold, som den lave risikoen i Helgeland Sparebank, i beregningen. Derfor velger jeg, på tross av at P/E estimerte en verdi som ligger nærmest opp mot den virkelige verdien, å se litt bort fra dette resultatet. Det kan fort skyldes at mange i markedet foretrekker å benytte P/E ved verdsettelse, uten at det nødvendigvis betyr at metoden er presis. Verdiene som kommer frem etter beregning ut fra fri kontantstrøm er såpass høye i forhold til markedets prising av

banken at jeg vanskelig kan godta dette anslaget som helt realistisk under dagens forhold.

For å anslå hva som ville vært verdien i et friskmeldt marked velger jeg å ta utgangspunkt i beregningene som er gjort med Pris/Bok-metoden med en multiplikator fra et friskmeldt marked, altså 2006-tall, samt verdien som er beregnet ut fra fri kontantstrøm til egenkapitalen med alternativ terminalverdi. Inntrykket mitt av Roar Hoff sin artikkel er at det er disse to metodene som er mest pålitelige for verdsettelse av banker. Estimatene fra disse to metodene er også såpass like hverandre at de styrker hverandres kandidatur. Dette vil gi en tenkt verdi på rundt 2.7 milliarder kr.

Litteraturliste**Bøker**

Bøhren, Øyving og Per Ivar Gjærum. 1999. *Prosjektanalyse*. 2.utg. Gjøvik: Skarvet Forlag AS.

Bøhren, Øyving og Dag Michalsen. 2006. *Finansiell Økonomi*. 3.utg. Gjøvik: Skarvet Forlag AS.

Dahl, Gunnar A., Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2004. *Metode og dataanalyse*. Kristiansand: Høyskoleforlaget AS.

Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp. 2003. *Grunnbok i strategi*. 2.utg. Oslo: N.W. Damm & Søn.

Soffer, Leonard og Robin Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall

Tellefsen, Jan Terje og John Christian Langli. 2005. *Årsregnskapet*. 8.utg. Oslo: Gyldendal Akademisk.

Artikler

Dyrnes, Sverre. 2004. Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 2004(1): 43-52.

Dyrnes, Sverre. 2004. Kontantstrømmer for investoranalyser og kredittvurderinger DEL 1. *Praktisk økonomi & finans*, 2004(2): 49-60.

Dyrnes, Sverre. 2004. Kontantstrømmer for investoranalyser og kredittvurderinger DEL 2. *Praktisk økonomi & finans*, 2004(3): 85-94

Nettressurser (Hentet i perioden 1/5-10 til 1/6-10)

www.hsb.no – Helgeland Sparebank

- Virksomhetsbeskrivelse -
https://www.hsb.no/wps/portal/4530/investor/artikkel?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/4530InnholdInternett/4530Internet/Investor/Virksomhetsbeskrivelse
- Års- og delårsrapporter -
https://www.hsb.no/wps/portal/4530/investor/artikkel?WCM_GLOBAL_CONTEXT=/4530InnholdInternett/4530Internet/Investor/Rapporter
- Årsrapport 2006 -
https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/331c00004de509a6b397b3b4d27d3dfd/HELG_aarsrapp_2006.pdf?MOD=AJPERES
- Årsrapport 2007 -
https://www.hsb.no/wps/wcm/connect/f20c3a804de501b2b2a1b2b4d27d3dfd/HSB_aarsrap_2007.pdf?MOD=AJPERES
- Årsrapport 2008 - <http://viewer.zmags.com/publication/b9ba9f6f>
- Årsrapport 2009 -
<http://viewer.zmags.com/publication/c55482b8#/c55482b8/1>

www.sparebankforeningen.no – Sparebankforeningen

- Sparebankgrupperinger - <http://www.sparebankforeningen.no/id/1493>
- Sparebankenes organisasjonsstruktur -
<http://www.sparebankforeningen.no/id/1294.0>
- Markeds- og konkurranseforhold -
<http://www.sparebankforeningen.no/id/1295.0>
- Antall sparebanker - <http://www.sparebankforeningen.no/id/16941>
- Sparebankenes strukturutvikling 1960-2004 - ¹
<http://www.sparebankforeningen.no/id/4754.0>
- Årstall enkeltbanker - <http://www.sparebankforeningen.no/id/883.0>

www.fno.no – Finansnæringens fellesorganisasjon

- Antall ekspedisjonssteder -
<http://www.fnh.no/no/Hoved/Statistikk/Bank/Se-ogsaa/Antall-ekspedisjonssteder/>
- Vil ramme unge i etableringsfasen - <http://www.fnh.no/no/Nyheter/2010/-Vil-ramme-unge-i-etableringsfasen/>

www.ssb.no – Statistisk sentralbyrå

- Sykefravær for arbeidstakere, etter kjønn, næring og type sykefravær -
http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=07869
- Konjunkturtendensene for Norge og utlandet -
<http://www.ssb.no/emner/08/05/kt/>
- Folkemengde per 1/1 etter fylke og kommune.
<http://www.ssb.no/folkfram/tab-2009-06-11-06.html>

www.dn.no – Dagens Næringsliv

- Knusktørt Pengemarked -
<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1259237.ece>

www.e24.no – E24

- Bankene tvinges til renteøkninger - <http://e24.no/makro-og-politikk/article2479470.ece>

www.norges-bank.no – Norges Bank

- Rentestatistikk - http://www.norges-bank.no/templates/article_41607.aspx
- Finansiell stabilitet, rapport 1 2010 - http://www.norges-bank.no/upload/80064/finansiell_stabilitet_rapport_1_2010.pdf
- Statsobligasjoner - http://www.norges-bank.no/templates/article_55495.aspx

www.finanstilsynet.no – Finanstilsynet

- Retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis -
http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2010/1_kv_artal/Finanstilsynet-gir-bankene-retningslinjer-for-forsvarlig-utlanspraksis-for-lan-til-boligformal/

Vedlegg 1

Resultatregnskap for årene 2006 til 2009

(Beløp i mill. kroner)	2006	2007	2008	2009
Renteinntekter og lignende inntekter	587	808	1136	779
Rentekostnader og lignende kostnader	300	495	796	478
Netto Renteinntekter	287	313	340	301
Provisjonsinntekter og inntekter fra banktjenester	77	85	83	78
Provisjonskostnader og kostnader ved banktjenester	14	14	14	13
Netto Provisjonsinntekter	63	71	69	65
Netto verdiendring og gevinst/tap på finansielle investeringer	7	31	-5	8
Inntekt fra investeringer i tilknyttede selskaper	14	36	15	3
Andre driftsinntekter	10	7	3	2
SUM DRIFTSINNEKTER	381	458	422	379
Lønn og sosiale utgifter	112	107	111	112
Andre administrasjonskostnader	48	57	58	58
Av- og nedskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	10	9	12	14
Andre driftskostnader	28	26	28	29
SUM DRIFTSKOSTNADER	198	199	209	213
DRIFTSRESULTAT FØR TAP OG SKATT	183	259	213	166
Tap på utlån, garantier m.v.	14	9	36	33
RESULTAT FØR SKATT	169	250	177	133
Skatt	43	54	49	34
RESULTAT ETTER SKATT	126	196	128	99

Forutsetninger:

Legger til grunn at posten "inntekt fra investering i tilknyttede selskaper" representerer beløp som banken, som eneste kunde har betalt inn til sine ulike datterselskaper for leie av lokaler osv. Således hører disse summene til under driften og ikke som en finansiell investering.

Legger videre til grunn at diverse spekulasjon i ulike verdipapirer er en del av bankens normale drift, og følgelig hører gevinster/tap på disse verdipapirene til under driften.

Vedlegg 2

Balanse pr. 31/12 for årene 2006-2009

(Beløp i mill. Kroner)	2006	2007	2008	2009
Eiendeler:				
Kontanter og fordringer på sentralbanker	239	313	593	539
Utlån til og fordringer på kredittinstitusjoner	3	0	183	75
Utlån til og fordringer på kunder	11312	12660	14070	15397
Verdipapirer	861	1100	1615	2204
Andre eiendeler	232	190	133	161
SUM EIENDELER	12647	14263	16594	18376
Gjeld og egenkapital:				
Egenkapital	1217	1366	1486	1561
Gjeld til kredittinstitusjoner	158	185	519	1646
Innskudd fra, og gjeld til kunder	7378	7930	8581	9100
Gjeld stiftet ved utstedelse av verdipapirer	3514	4457	5724	5800
Ansvarlig lånekapital	139	70	70	0
Andre forpliktelser	241	255	214	269
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	12647	14263	16594	18376

Vedlegg 4

Fremtidsbudsjett - Resultat

(Beløp i mill. kroner)	2009	E 2010	E 2011	E 2012	E2013	E 2014	E 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019
Netto Renteinntekter	301,00	381,08	419,18	452,72	488,94	528,05	570,29	615,92	665,19	718,41	775,88
Netto Provisjonsinntekter	65,00	66,11	66,96	68,30	70,28	72,04	73,84	75,69	77,58	79,52	81,51
Netto verdiendring og gevinst/tap på finansielle investeringer	8,00	8,14	8,24	8,41	8,65	8,87	9,09	9,32	9,55	9,79	10,03
Inntekt fra investeringer i tilknyttede selskaper	3,00	3,05	3,09	3,15	3,24	3,32	3,41	3,49	3,58	3,67	3,76
Andre driftsinntekter	2,00	2,03	2,06	2,10	2,16	2,22	2,27	2,33	2,39	2,45	2,51
SUM DRIFTSINTEKTER	379,00	460,40	499,54	534,68	573,28	614,50	658,91	706,74	758,29	813,83	873,69
Lønn og sosiale utgifter	112,00	115,81	119,75	124,42	130,26	136,39	142,80	149,51	156,53	163,89	171,59
Andre administrasjonskostnader	58,00	58,99	59,75	60,95	62,72	64,28	65,89	67,54	69,23	70,96	72,73
Av- og nedskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	14,00	14,24	14,42	14,71	15,14	15,52	15,90	16,30	16,71	17,13	17,56
Andre driftskostnader	29,00	29,49	29,88	30,47	31,36	32,14	32,95	33,77	34,61	35,48	36,37
SUM DRIFTSKOSTNADER	213,00	218,53	223,80	230,55	239,47	248,33	257,54	267,12	277,08	287,45	298,25
DRIFTSRESULTAT FØR TAP OG SKATT	166,00	241,88	275,74	304,13	333,80	366,17	401,37	439,63	481,21	526,38	575,44
Tap på utlån, garantier m.v.	33,00	29,64	32,60	35,21	38,03	41,07	44,36	47,90	51,74	55,88	60,35
RESULTAT FØR SKATT	133,00	212,24	243,14	268,92	295,77	325,10	357,01	391,72	429,47	470,50	515,10
Skatt	34,00	52,42	60,06	66,42	73,06	80,30	88,18	96,76	106,08	116,21	127,23
RESULTAT ETTER SKATT	99,00	159,81	183,08	202,50	222,72	244,80	268,83	294,97	323,39	354,29	387,87

Vedlegg 5

Fremtidsbudsjett - Balanse

(Beløp i mill. Kroner)	2 009,00	E 2010	E 2011	E 2012	E2013	E 2014	E 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019
Eiendeler:											
Utlån til kunder	15 397,00	16 936,70	18 630,37	20 120,80	21 730,46	23 468,90	25 346,41	27 374,13	29 564,06	31 929,18	34 483,51
Andre eiendeler	2 979,00	3 276,90	3 604,59	3 892,96	4 204,39	4 540,75	4 904,00	5 296,33	5 720,03	6 177,63	6 671,84
SUM EIENDELER	18 376,00	20 213,60	22 234,96	24 013,76	25 934,86	28 009,65	30 250,42	32 670,45	35 284,09	38 106,81	41 155,36
Gjeld og egenkapital:											
Egenkapital	1 561,00	1 717,10	1 888,81	2 039,91	2 203,11	2 379,36	2 569,71	2 775,28	2 997,30	3 237,09	3 496,06
Innskudd fra, og gjeld til kunder	9 100,00	9 646,00	10 224,76	10 838,25	11 488,54	12 177,85	13 030,30	13 942,42	14 918,39	15 962,68	17 080,07
Annen gjeld	7 715,00	8 850,50	10 121,39	11 135,60	12 243,21	13 452,44	14 650,41	15 952,75	17 368,39	18 907,04	20 579,24
SUM GJELD OG EGENKAPITAL	18 376,00	20 213,60	22 234,96	24 013,76	25 934,86	28 009,65	30 250,42	32 670,45	35 284,09	38 106,81	41 155,36

Vedlegg 6

Budsjettering av fri kontantstrøm til egenkapitalen

(Beløp i mill. Kroner)	E 2010	E 2011	E 2012	E 2013	E 2014	E 2015	E 2016	E 2017	E 2018	E 2019
Resultat etter skatt	159,81	183,08	202,50	222,72	244,80	268,83	294,97	323,39	354,29	387,87
Endring i EK for å møte vekst	156,10	171,71	151,10	163,19	176,25	190,35	205,58	222,02	239,78	258,97
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	3,71	11,37	51,39	59,52	68,55	78,48	89,39	101,37	114,50	128,90
Avkastningskrav	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %	4,88 %
Nåverdi av kontantstrøm	3,54	10,34	44,55	49,20	54,02	58,97	64,04	69,24	74,57	80,04

Verdiberegning, terminalverdi beregnet med Gordons vekstformel:

Sum Nåverdi av kontantstrøm:	508,51
	1
Gordons Terminalverdi:	563,94
	2
Nåverdi av bankens egenkapital:	072,45

Verdiberegning, alternativ terminalverdi:

Sum Nåverdi av kontantstrøm:	508,51
	2
Alternativ Terminalverdi:	170,96
	2
Nåverdi av bankens egenkapital:	679,47

Vedlegg 7

Beregning av multiplikatorer

År	Pris/Bok multiplikator		Pris/Earnings multiplikator		
	2006	2009	År	2006	2009
	2,24	1,19		10,7	7,27
	2,37	1,3		9,8	7,9
	2,13	0,89		11,5	16,94
	1,95	1,1		11,0	7,3
	1,66	1,22		12,1	9,5
	1,45	0,93		21,4	4,71
	1,8	0,59		11,7	13,25
	1,83	1,18		13,3	9,2
	1,50	0,65		13,1	9,95
	1,95	0,69		11,7	5,21
	1,77	0,78		13,7	7,48
	1,95	1,13		18,0	13,09
	1,44	0,97		18,8	10,4
	1,82	1,07		13,5	11,33
	1,68	0,70		13,8	41,81
	1,21	0,55		20,6	6,18
	1,15	0,89		14,3	11,28
	1,74	0,89		18,4	13,44
	1,46	0,6		22,6	15,2
		0,93			9,72
Snitt:	1,74	0,911842	Snitt:	14,7	11,55873

Verdsettelse etter P/B (tall i millioner kr.)

	2
Verdi ved bruk at 2006-snitt:	723,80
	1
Verdi ved bruk at 2009-snitt:	423,39

Verdsettelse etter P/E (tall i millioner kr.)

	1
Verdi ved bruk at 2006-snitt:	459,23
	1
Verdi ved bruk at 2009-snitt:	144,31