



UiT Norges arktiske universitet

Handelshøgskolen ved UiT

Verdsettelse av SpareBank 1 Nord-Norge

En casestudie i bankverdsettelse

Maja Johanne Nilsen Borch

Masteroppgave i regnskap og revisjon BED-3907, juni 2022

Forord

Denne masteroppgaven er avsluttende del av mastergraden i regnskap og revisjon ved Handelshøgskolen – UiT. Arbeidet er utført som en obligatorisk del av studiet og utgjør 30 studiepoeng.

I løpet av fem år ved Handelshøgskolen – UiT har jeg opparbeidet en bred og teoretisk forståelse av økonomifaget, som gjennom oppgaven blir testet i praksis. Temaet verdsettelse gjør det mulig å kombinere kunnskap tilegnet fra flere fagområder, som strategi, finans og regnskap. Arbeidet med oppgaven har vært utfordrende, men også utrolig lærerikt. Gjennom arbeidet har jeg tilegnet meg verdifull kunnskap, som tas med videre inn i arbeidslivet.

Jeg ønsker å rette en stor takk til min veileder, førstelektor Ørjan Fosdahl Kristensen, som har vært tilgjengelig med faglig kunnskap og gode innspill gjennom hele skriveprosessen. I tillegg vil jeg takke min biveileder, Roger Trøite.

Avslutningsvis vil jeg takke mine medstudenter for studietiden. Familie og venner, og ikke minst min samboer Espen Forså, for støtten og oppmuntringen gjennom hele semesteret.

Sammendrag

Formålet med denne avhandlingen var å estimere den fundamentale verdien til SpareBank 1 Nord-Norge sine egenkapitalbevis per 31.12.2022. Banker er komplekse selskap å verdsette grunnet særegenheter som skiller de ut fra tradisjonelle foretak. En viktig del av denne avhandlingen var derfor å gjennomgå litteratur som omhandler verdsettelse av banker.

Den fundamentale verdsettelsen ble gjennomført etter en alternativ variant av egenkapitalmetoden (FCFE). Resultatet ble sammenlignet med resultatet fra en komparativ verddivurdering etter multiplikatormodellen og de egenkapitaldrevne multiplikatorene P/B og P/E. I den fundamentale verdsettelsen ble det estimert fremtidige kontantstrømmer for bankens egenkapital, som videre neddiskontertes med avkastningskravet. Resultatet av verdsettelsen viste en estimert verdi per egenkapitalbevis på NOK 108,3. Markedsverdien for egenkapitalbevisene var per 31.12.2021 på NOK 112,6. Avviket i markedsverdi og fundamental verdi tilsier at markedet overvurderer verdien SpareBank 1 Nord-Norge sine egenkapitalbevis. Resultatene fra den komparative verdsettelsen var NOK 91,1 per EK-bevis ved P/B-multiplikatoren, og NOK 113,9 per EK-bevis ved P/E-multiplikatoren.

Estimatene som inngår i beregningen av EK-bevisenes fundamentale verdi er basert på strategiske analyser og en nøkkeltallsanalyse. De strategiske analysene ble gjennomført med formål om å undersøke hvordan makroøkonomiske faktorer påvirker SpareBank 1 Nord-Norge og bankbransjen. Videre var det nyttig å få et bilde av samfunnsøkonomiske forhold og bankens strategiske posisjon i markedet. Nøkkeltallsanalysen ble gjennomført ved å sammenligne banken med et utvalg andre lignende banker. Formålet med nøkkeltallsanalysen var å få en innsikt i bankens finansielle stabilitet, der funnene indikerte at denne er å anse som god.

For å teste sensitiviteten i viktige forutsetningers påvirkning på resultatet av den fundamentale verdsettelsen ble det gjennomført en sensitivitetsanalyse. Her fremkom det at beta, avkastningskravet og fremtidig utvikling av ren kjernekapitaldekning i % i særlig grad medførte usikkerhet i det estimerte resultat.

Nøkkelord: SpareBank 1 Nord-Norge, verdsettelse, bank, strategisk analyse, egenkapitalmetoden

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
Tabelliste	vi
Figurliste.....	viii
1 Innledning.....	1
1.1 Verdssettelsens historie	3
1.2 Presentasjon av bankbransjen	6
1.2.1 Sparebankenes historie	7
1.2.2 SpareBank 1 Nord-Norge.....	8
2 Teori	11
2.1 Verdssettelsesmetoder	15
2.1.1 Fundamentale verdssettelsesmetoder.....	17
2.1.2 Opsjonsbasert verdssettelse	20
2.1.3 Komparativ verdssettelse	20
2.2 Fundamental verdssettelse	22
2.2.1 Steg 1 Strategiske analyser.....	22
2.2.2 Steg 2 Regnskapsanalyse	23
2.2.3 Steg 3 Utarbeidelse av fremtidsregnskap	26
2.2.4 Steg 4 Verdssettelse	27
2.2.5 Steg 5 Sensitivitetsanalyse	27
3 Metode.....	28
3.1 Valg av verdssettelsesmetode	28
4 Resultater.....	34
4.1 Strategiske analyser	34

4.2	Normalisering av årsregnskapet	41
4.2.1	Nøkkeltallsanalyse	43
4.3	Avkastningskrav	52
4.4	Fremtidsregnskap.....	53
4.5	Fundamental verdsettelse	57
4.6	Komparativ verdsettelse	57
4.7	Sensitivitetsanalyse.....	58
5	Oppsummering og diskusjon.....	64
	Kritikk og forslag til videre studier	66
	Referanseliste	67

Tabelliste

Tabell 1 Datterselskapene til SNN, viser underselskapene til SNN-konsernet og tjenestene de ulike selskapene tilbyr.	9
Tabell 2 SpareBank 1 Gruppen AS og SpareBank 1 Utvikling AS, viser selskapenes underselskaper og tjenestene underselskapene tilbyr.	10
Tabell 3 Bankenes minstekrav til ren kjernekapital, kjernekapital, ansvarlig kapital og beregningsgrunnlaget for kapitalkvalitetene.	13
Tabell 4 Bufferkrav utover kravene listet opp i tabell 3, tabellen viser også kravene fra tabell 3 tillagt bufferkravene.	14
Tabell 5 Fremtidige prognoser norsk økonomi gjort av SSB.....	39
Tabell 6 Oppsummering Porters fem krefter.....	40
Tabell 7 Resultat strategisk analyse (SWOT)	40
Tabell 8 Normaliserte netto inntekter.....	41
Tabell 9 Normaliserte driftskostnader.....	41
Tabell 10 Netto verdiendring	41
Tabell 11 Normalisert tap på utlån.....	42
Tabell 12 Normalisert resultat før skatt.....	42
Tabell 13 Normalisert utbyttegrad	42
Tabell 14 Brutto utlån sektor og næringsfordelt i prosent for SNN i årene 2017 til 2021. Sum bedriftsmarked og sum privatmarked viser andelen i bankens totale utlån som kan knyttes til hvert av markedene.	47
Tabell 15 Tap på utlån i prosent fordeling privatmarked og bedriftsmarked for SNN i årene 2017 til 2021.....	47
Tabell 16 Viser SNN sin interne kredittkvalitet, totalrisiko og risiko fordelt mellom privat- og bedriftsmarkedet for årene 2017 til 2021.	48
Tabell 17 Beregnet beta for de utvalgte bankene	52
Tabell 18 Beregnet avkastningskrav for egenkapitalen	52
Tabell 19 Viser de estimerte vekststratene per post for perioden 2022 til 2030, som inngår i fremtidsregnskapet i tabell 20.	55
Tabell 20 viser fremtidsregnskapet til SNN for perioden 2022 til 2030. Kolonnen 2021A er virkelige tall.....	55

Tabell 21 Viser SNN sin estimerte egenkapitalvekst for årene 2022 til 2030. År 2021 er virkelig egenkapitalvekst.....	56
Tabell 22 Viser selskapets estimerte kontantstrømmer for årene 2022 til 2030. Tabellen viser også bankens terminalverdi for årene etter kontantstrømperioden. Neddiskonterte kontantstrømmer -og terminalverdi utgjør sammenlagt selskapets fundamentale verdi.....	57
Tabell 23 P/B og P/E for SNN og andre utvalgte banker.....	58
Tabell 24 Resultat P/B-multiplikator	58
Tabell 25 Resultat etter P/E-multiplikator	58
Tabell 26 Sensitivitet i estimatet for risikofri rente.....	59
Tabell 27 Sensitivitetsanalyse avkastningskrav	60
Tabell 28 Sensitivitet ren kjernekapitaldekning.....	61
Tabell 29 Sensitivitet vekst i poster knyttet til regulatoriske fradrag	61
Tabell 30 Sensitivitet i vekst etter år 2030.....	61

Figurliste

Figur 1 Kundetilfredshet Privatmarked 2021	38
Figur 2 Kundetilfredshet Bedriftsmarked 2021	39
Figur 3 Utvikling i likviditetsreserve	43
Figur 4 Utvikling i etterlevelse av NSFR-kravet. Mangler tall for SMN i 2021	44
Figur 5 Kumulativ vekst i brutto utlån for banker siden 2017	44
Figur 6 Utvikling i innskuddsdekningsgrad	45
Figur 7 Utvikling i kapitaldekning	46
Figur 8 Viser bankenes utvikling i kjernekapitaldekning	46
Figur 9 Viser årlig utvikling i bankenes tapsavsetningsnivå for årene 2017 til 2021.....	48
Figur 10 Viser årlig utvikling i bankenes egenkapitalrentabilitet for årene 2018 til 2021.	49
Figur 11 Viser årlig utvikling fra 2017 til 2021 i provisjonsinntekter og andre inntekter i prosent av bankenes totale inntekter.	50
Figur 12 Viser årlig utvikling i kostnadsprosent fra 2017 frem til 2021. Av figuren ser vi hvordan SNN er nære en kostnadsprosent på 40%, som er målet.....	51
Figur 13 Graf sensitivitetsanalyse risikofri rente	59
Figur 14 Graf sensitivitetsanalyse markedets risikopremie	60
Figur 15 Graf sensitivitetsanalyse avkastningskrav	60
Figur 16 Graf sensitivitetsanalyse ren kjernekapitaldekning	61
Figur 17 Graf sensitivitetsanalyse vekst etter år 2030	62

1 Innledning

En verdsettelse består av forskjellige teknikker der formålet er å finne et selskaps fundamentale verdi. I de fleste sammenhenger gjennomføres en verdsettelse av aksjeanalytikere eller investorer. Resultatet av verdsettelsen sammenlignes ofte med selskapets noterte markedsverdi for å vurdere om selskapet er under- eller overpriset i markedet. Informasjonen kan deretter brukes til å beslutte hvorvidt en aksje bør holdes, kjøpes eller selges. Selskapets verdi kan også være relevant i andre tilfeller, som ved fusjon, oppkjøp eller ved en konkurs. For å finne selskapets verdi er det flere ulike verdsettelsesmetoder som kan benyttes. Den mest brukte metoden er kontantstrømmetoden, der verdien estimeres basert på nåverdien av selskapets fremtidige estimerte kontantstrømmer (Koller et al., 2020).

Innenfor kontantstrømmetoden finnes det forskjellige modeller der verdiestimatet er basert på enten selskapets egenkapital, dividender eller totalkapital. Kontantstrømmetoden inngår i det som kalles en fundamental verdsettelse, hvor det blant annet gjennomføres regnskapsanalyser og strategiske analyser for å finne den virkelige selskapsverdien. Noen verdsettelsesmetoder estimerer selskapets fundamentale verdi gjennom en sammenligning med lignende selskaper i markedet. Dette kalles for en komparativ verdsettelse, der de vanligste modellene er markedsbaserte eller multiplikatorbaserte. Hvilken verdsettelsesmetode som bør brukes avhenger av en rekke faktorer som i stor grad er bransje- og markedsspesifikke. Det er derfor viktig å forstå både selskapet selv, men også bransjen og markedet, for å velge en egnet verdsettelsesmetode.

En verdsettelse er viktig på flere områder, men viktigheten må ses i sammenheng med hvem som har interesse av å vite selskapets verdi. Aksjeanalytikere baserer kjøps- og salg anbefalinger på resultatet av en verdsettelse. Investorer ønsker å vite noe om forventet avkastning på en eventuell investering og om de i det hele tatt skal gjennomføre prosjektet eller investeringen. Andre som har interesse av selskapets virkelige verdi kan være banker, handelspartnere, kunder, lokalsamfunnet og myndighetene. Miciuła et al. (2020) påpeker at selskapets interne parter også bør ha kjennskap til selskapets verdi. Ansatte kan ha interesse av å vite om deres arbeidsgiver er solid og lønnsom, slik at man kan vurdere egen jobbtrygghet. Eiere kan bruke verdien som grunnlag til å vurdere selskapets lønnsomhet, ressursbruk og effektivitet. Koller et al. (2020) mener selskapets verdi er interessant for ledelsen da den sier noe om verdidriverne og hvordan disse påvirkes, noe som kan gi grunnlag for bedre beslutninger. I tillegg gir verddivurderingsprosessen en innsikt i selskapets

strategiske posisjon i markedet. Denne informasjonen vil være nyttig i flere sammenhenger, blant annet ved utarbeidelsen av en forretningsstrategi, ved oppkjøp eller omorganiseringer. Det poengteres også at en verdsettelse kan brukes til å forutse selskapets fremtidsutsikter, noe som kan være interessant for både eksterne og interne parter.

I denne avhandlingen er det SpareBank 1 Nord-Norge, heretter forkortet SNN, som verdsettes. Arbeidet vil i hovedsak gjennomføres ved en fundamental analyse og resultatet sammenlignes med resultatet fra en komparativ verdsettelse. Sammenligningen skal bistå med å sette resultatet fra den fundamentale verdsettelsen i kontekst, og styrke eller svekke gyldigheten av resultatet.

En bankverdsettelse skiller seg ut fra verdsettelse av tradisjonelle foretak på flere områder, i korte trekk handler det om regulatoriske krav for bankbransjen og særskilte regnskapsmessige definisjoner i bankenes regnskap. Det finnes ingen egne verdsettelsesmetoder for banker som hensyntar forskjellene. Eksisterende rammeverk må derfor justeres og tilpasses de regnskapsmessige, regulatoriske og strategiske særegenhetene til bankbransjen.

Corrigan (1982) karakteriserer banker som pengepolitikkenes viktigste ledd ettersom de tilbyr likviditet til alle samfunnets institusjoner. Med andre ord har banker en svært viktig rolle i det økonomiske økosystemet og en svikt her vil medføre negative konsekvenser for hele samfunnet. Dette erfarte verden under finanskrisen i 2008 da Lehman Brothers gikk konkurs (Norges Bank, u.å). I etterkant av krisen ble bankbransjen underlagt strengere reguleringer, som blant annet omfattet krav til bankenes soliditet og likviditet. I denne forbindelse mener Horvátová (2010) en bankverdsettelse er nyttig for å vurdere hvorvidt reguleringene fungerer slik de skal. Dersom verdsettelsen avdekker svakheter vil myndighetene kunne iverksette proaktive tiltak for å forhindre at en eller flere banker kollapser ved negative sjokk i økonomien. Horvátová peker også på tillitten samfunnet har til banker og at en verdsettelse vil kunne styrke denne. Formålet med en bankverdsettelse bør derfor være å vurdere bankenes økonomiske stabilitet og etterlevelse av regulatoriske krav. Dette til forskjell fra verdsettelse av tradisjonelle foretak der prognoser for fremtidig vekst ofte er hovedformålet med verdsettelsen.

SNN er en viktig aktør for befolkningen og næringslivet i Nord-Norge, og de viser gjennom sin visjon og strategiske mål at samfunnsansvaret ovenfor landsdelen tas på alvor. SNN er den største nordnorske sparebanken, men har sterk konkurranse fra flere store nasjonale aktører. For å opprettholde og styrke sin markedsposisjon er det viktig å opprettholde en lønnsom

kostnadseffektiv drift, samtidig som man overholder stadig strengere regulatoriske krav. I denne avhandlingen vil SNN sin markedsposisjon analyseres ved hjelp av flere strategiske og finansielle analyser, både sett mot viktige konkurrenter og regulatoriske krav. Med bakgrunn i dette vil SNN sin regnskapsmessige utvikling de nærmeste årene estimeres i et fremtidsregnskap. Dette danner grunnlaget for verdsettelsen av bankens egenkapitalbevis.

Avhandlingen vil forsøke å kartlegge bankens strategiske posisjon, finansielle stabilitet og etterlevelse av regulatoriske krav. I tillegg vil verdsettelsesmetoder og relevante valg sees i sammenheng med at bankbransjen kan være svært annerledes enn andre bransjer på flere områder. Dette gjennomføres i praksis ved verdsettelsen av egenkapitalbevisene til SNN, og på veien vil analysene gi en innsikt i områdene avhandlingen forsøker å kartlegge.

Egenkapitalbevisenes estimerte verdi vil til slutt sammenlignes med markedsverdien registrert på Oslo Børs, noe som kan gi en indikasjon om egenkapitalbevisene var over- eller underpriset per 31.12.2021.

1.1 Verdsettelsens historie

Verdsettelsesteknikker ble første gang beskrevet i boken «Security Analysis» fra 1934 av forfatterne Benjamin Graham og David Dodd (Greenwald et al., 2001). Boken bygget på en investeringsfilosofi rundt aksjehandel, der målet med handelen var å finne underpriset aksjer til en god pris. Teknikkene som ble presentert fokuserte på ulike forholdstall, som P/B (pris/bok), P/E (pris/fortjeneste) og G/EK (gjeld/egenkapital). Dette er såkalte prismultipler som sier noe om hvordan aksjene er priset i markedet (Hagtvedt, 2017). Multiplene kan sammenlignes med multiplene til lignende selskaper, og skal kunne indikere relativ verdi sett mot utvalget. Eksempelvis kan et selskap med lav P/E sammenlignet med utvalget fremstå som underpriset. Verdsettelse ved hjelp av multipler brukes fremdeles i dag og inngår i det som kalles komparativ verdsettelse.

Det første rammeverket for verdsettelse ble utarbeidet av John Burr Williams i 1938 (Larrabee & Voss, 2014). Gjennom rammeverket ble fundamental verdsettelse og kontantstrømmetoden presentert. Williams metode fikk oppmerksomhet først 20 år senere, da Gordons vekstformel ble publisert av Myron J. Gordon (Brigham & Gordon, 1968). Vekstformelen er en matematisk algebrabasert teori, som gjør det mulig å estimere en evig kontantstrøm med konstant vekst (Kinserdal, 2017). Den evige kontantstrømmen betegnes som en terminalverdi og forenkler verdsettelsesprosessen siden en unngår å måtte beregne

«uendelig» med kontantstrømmer. Williams rammeverk og Gordons vekstformel preger fremdeles dagens kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder.

På 1960-tallen ble kapitalverdimodellen utviklet og brukes til å beregne et avkastningskrav på total kapital eller investert egenkapital (Sander, 2019). Avkastningskravet reflekterer risikoen forbundet med å investere i et selskap eller objekt, sammenlignet med andre selskaper eller objekter. I tillegg gir avkastningskravet et mål på avkastningen en investor kan forvente seg ved en investering (Boda & Kanderova, 2014).

Kapitalverdimodellen er en videreutvikling av Markowitz teori «Modern portfolio theory» (Fama & French, 2004). Teorien til Markowitz tar utgangspunkt i at en investeringsporteføljes to viktigste egenskaper er dens samlede avkastning og dens samlede risiko. Risiko er kvantifisert ved hjelp av porteføljens varians eller standardavvik i de fleste modeller. Videre antar Markowitz at investorer er risikoavers, som betyr at hvis man får valget mellom to porteføljer med forventet avkastning vil man alltid velge den minst risikofylte. For å akseptere høyere risiko må man også få høyere forventet avkastning, som innebærer at det finnes optimale sammensetninger av risiko/avkastning en «rasjonell» investor vil velge blant (Markowitz, 1952). Med bakgrunn i dette ble det på 1960-tallet gjort flere forsøk på å finne en modell som beregnet den avkastning man må ha for gitt porteføljes eller prosjekts risiko, som overholder Markowitz sin teori. Arbeidet til Mossin (1966), Lintner (1965) og Sharpe (1964) er samlet sett tilegnet æren for utviklingen av kapitalverdimodellen (French, 2003).

Kapitalverdimodellen er bygget på komponentene risikofri rente, risikopremie, forventet avkastning for markedsporteføljen og en beta-koeffisient. Gjennom formelen beregnes en investerings forventede avkastning. Resultatet av formelen brukes ofte som egenkapitalens avkastningskrav i en verdsettelse.

Fama og French (1993) valgte å tillegge kapitalverdimodellen flere faktorer etter å ha observert to vanlige hendelser i aksjemarkedet; verdiaksjer hadde en tendens til å utkonkurrere vekstaksjer og aksjer fra små selskaper hadde en tendens til å utkonkurrere aksjer fra større selskaper. Fama og French valgte derfor utvide kapitalverdimodellen med faktorer som hensyntok størrelsen på selskapet, forholdstallet pris/bok (P/B) og meravkastning i markedet. Carhart (1997) valgte deretter å utvide kapitalverdimodellen med ytterligere en faktor, som kalles momentumfaktoren. Momentum dreier seg om et mønster i aksjemarkedet som tilsier at aksjer med god avkastning de siste tre til tolv månedene ofte vil kunne opprettholde denne avkastningen i en periode fremover (Carhart, 1997). Endringene av kapitalverdimodellen inngår ikke i den originale modellen og ses på som særegne

flerfaktormodeller. En studie gjennomført for finansbransjen i 2001 viste at 73,5% av deltakerne valgte kapitalverdimodellen over flerfaktormodeller til sine aksjeanalyser (Graham & Harvey, 2001). Studien pekte på modellens enkelhet som hovedårsak til dens popularitet. Bodie et al. (2014) påpeker at det ikke finnes noen empirisk støtte som tilsier at en flerfaktormodell vil gi et mer presist resultat enn kapitalverdimodellen.

Gjennom årene har metoder for verdsettelse utviklet seg fra Graham og Dodd sine enkle regnskapsbaserte verdsettelsesteknikker til mer omfattende rammeverk og verdsettelsesmodeller. Det har likevel vært delte meninger rundt nødvendigheten av verdsettelse. Diskusjonen oppstod på 1950-tallet da Maurice Kendall i sine studier hevdet at aksjekurser endret seg vilkårlig, uten noen form for mønster (Kendall & Hill, 1953). Kendall konkluderte derfor med at en gjennom verdsettelse ikke kunne forutsi fremtidige endringer og dermed ikke estimere et selskaps virkelige verdi. Basert på dette studiet utarbeidet Fama (1970) hypotesen om markedseffisiens.

Ifølge hypotesen om markedseffisiens gjenspeiler markedsprisen all tilgjengelig informasjon som finnes rundt en aksje. Bare utestående informasjon som skatt og transaksjonskostnader vil kunne påvirke aksjeprisen. Fama (1970) mente ingen kunne forutsi noe om de nevnte faktorene. Kursbevegelsene i et effisient marked ble derfor omtalt som «random walk». Videre ble markedet delt inn og kategorisert etter graden av effisiens. I et sterkt effisient marked har alle interessentene tilgang på like mye informasjon. All tilgjengelig informasjon er bakt inn i aksjens markedspris, en verdsettelse vil derfor i teorien gi like resultater for alle som gjennomfører den. I et semieffisient marked reflekterer markedsprisene all tilgjengelig offentlig informasjon. Analytikere vil i et semieffisient marked kunne få ulike resultater ved en verdsettelse. Fama (1970) mente forskjellene var drevet av varierende ferdigheter i verdsettelse. Blant annet kan analytikernes valg av verdsettelsesteknikk- og metode påvirke resultatet. I et svakt effisient marked er all historisk informasjon innbakt i markedsprisen, men informasjon utover dette er ikke nødvendigvis kjent for alle markedsaktørene.

Teorien om markedseffisiens er testet i flere studier, blant annet fant Bodie et al. (2014) at det er tre faktorer som indikerer at de finansielle markedene ikke er effisiente: seleksjonsskjevhet, størrelsesorden og flaks. Seleksjonsskjevhet oppstår om en investor lykkes i å finne en strategi som gir høy avkastning. For å maksimere egen avkastning vil denne investoren antakelig ikke spre denne strategien til andre, og på den måten «effektivisere» markedet. Størrelsesorden innebærer problemer med å måle og isolere en prestasjonsforbedring, eksempelvis kan det være vanskelig å konkret finne årsaken bak en porteføljes avkastningsforbedring. Det tredje

problemet som kan virke inn ved testing av hypotesen er flaks, med andre ord tilfeldigheter som kan føre til meravkastning.

Stiglitz og Grossman publiserte i 1980 det såkalte Stiglitz- og Grossman-paradokset (Stiglitz & Grossman, 1980). Ifølge paradokset vil markedsaktører i et effisient marked ikke tjene noe på å investere tid og penger i aksjehandling utover for eksempel indeksfond, men paradoksalt nok gjør en rekke aktører nettopp dette. Publikasjonen av paradokset førte til økt kritikk mot hypotesen om markedseffisiens. På bakgrunn av kritikken vokste adferdsfinans frem som en ny tilnærming innen finansfaget.

Adferdsfinans ble til på 1990-tallet og driverne for tilnærmingen er psykologi, sosiologi og finans (Ricciardi & Simon, 2000). Ifølge tilnærmingen kan ikke markedet være effisient siden psykologiske faktorer påvirker markedsaktørene. For å forklare dette bruker Montier (2002) uttrykket «part man, part monkey», som referer til menneskets problem med å tenke og handle rasjonelt. I adferdsfinans beskrives irrasjonalitet i markedssammenheng som opphavet til forutsigbare mønstre, som investorer drar nytte av (Malkiel, 2003). Et tilfelle brukt for å illustrere adferdsfinansens relevans er kollapsen for internettelskaper i 1999 (Ricciardi & Simon, 2000). Internettaksjer var helt nytt i markedet på slutten av 1990-tallet. Det forelå dermed ingen historisk informasjon om internettelskapene, som vanskeliggjorde verdsettelse av selskapenes aksjer. Investorer gikk derfor bort fra verdsettelsesteknikker og kjøpte aksjer basert på popularitet. Etterspørselen etter internettaksjer ble gradvis så stor at aksjekursene nådde unaturlige høyder, sammenlignet med selskapenes fundamentale verdier. I 1999 sprakk internettboblen og etterspørselen avtok drastisk. Dette medførte store pengemessige tap for investorer verden over. Investorenes adferd i denne sammenhengen kan forsvares av prospektteori som inngår i adferdsfinans. Bodie et al. (2014) beskriver prospektteori som forventet investeradferd under risiko. For eksempel vil investorer ofte undervurdere muligheten for usannsynlige utfall og overvurdere muligheten for sannsynlige utfall.

1.2 Presentasjon av bankbransjen

Bankbransjen utgjør sammen med forsikringsbransjen det som kalles finansnæringen. Begge bransjene spiller viktige roller i samfunnet for både privatpersoner og bedrifter (Finans Norge, 2019). Finansnæringen omtales som en driver for samfunnsutviklingen i Norge. Banker anses som en forutsetning for verdiskapningen i samfunnet og bindeleddet mellom samfunnets økonomiske aktører. Hovedformålet til banker er å tilby eller garantere for kreditt, noe en bank gjør gjennom å utstede lån, tilby sparetjenester og levere betalingstjenester til private og

bedrifter (Finanstilsynet, 2020). I Norge skilles det mellom to typer banker, forretningsbanker og sparebanker, der forskjellen er eierskapsmodellen. Forretningsbanker drives som aksjeselskap, mens sparebanker er selveide organisasjoner ofte opprettet som lokalbanker med tilhørighet til en sparebankallianse. Tidligere ble forretningsbanker opprettet for å drive med utlån til bedrifter og sparebanker opprettet for å gi privatpersoner en mulighet til å spare penger. I dag driver bankene innenfor de samme områdene og forskjellene er mindre enn tidligere.

Inntektskildene til en bank er i hovedsak drevet av rentemarginen, som er forskjellen mellom utlånsrenten og innskuddsrenten (DeYoung & Rice, 2004). En annen viktig inntektskilde er provisjonsinntekter, som omfatter gebyrer og andre inntekter bankene genererer gjennom tjenestene de tilbyr. Siden 2000-tallet har flere banker utvidet driften med verdipapirmegling, forsikringsbyrå og salg av aksjefond. Provisjonsinntektene utgjør dermed en vesentlig del av dagens inntjening for banker som tilbyr tjenester utover de tradisjonelle banktjenestene.

1.2.1 Sparebankenes historie

Sparebanker har tradisjonelt blitt opprettet som en støtte til lokalsamfunnet ved å tilby spareprodukter til privatpersoner, men også for å dele ut overskudd til samfunnsnyttige formål. Samfunnsengasjement og -ansvar er derfor en viktig del av sparebankenes bakgrunn og historie. Den første sparebanken i Norge ble opprettet i 1822. Dette var Christiania Sparebank med tilholdssted i Oslo (Sparebankforeningen, 2016). Utover 1800-tallet ble det opprettet flere sparebanker og innen 1920 hadde de fleste byene en sparebank. Sparebankene ble opprettet for å gi befolkningen en mulighet til å spare penger, som en sikring mot kommende nedgangstider i samfunnet. Etter hvert ble kundenes innskudd til overskuddslikviditet, som igjen kunne lånes ut som kapital til de som behøvde lån. Siden sparebankene var uten eiere, var det ingen å betale ut overskuddet til. Overskuddet ble derfor fordelt ut i samfunnet og gitt som bistand til allmenntilgjort formål. Dette var starten på tanken om samfunnsutbytte, som dagens sparebanker fremdeles holder ved like. Antall sparebanker økte raskt og i 1929 var det 638 registrerte sparebanker her til lands (Sparebankforeningen, u.å.). Per mars 2021 er antallet sparebanker i Norge redusert til 94. Denne reduksjonstrenden begynte i 1990 ved at flere sparebanker fusjonerte. Anda (2021) spår at antallet vil reduseres til 30 per utgangen av 2029.

Banker kan jf. Forskrift om grunnfondsbevis i sparebanker § 2 utstede grunnfondsbevis, senere kalt egenkapitalbevis. Da regelen trådte i kraft ble det mulig for banker som behøvde

tilskudd av egenkapitalen å innhente dette fra markedet. Egenkapitalbevisene har i hovedsak de samme egenskapene som tradisjonelle aksjer, men skiller seg ut fra tradisjonelle aksjer på noen områder (Strøm, 2017). For det første har sparebanker en annen selskapsform enn tradisjonelle foretak. I tillegg får eierne av egenkapitalbevisene en plass i sparebankens styre. Egenkapitalbeviser eierne eierbrøk av total kapitalen kan også endre seg fra år til år, siden deres andel av overskuddet blir utbetalt som utbytte, mens øvrig overskudd (som ikke går til lokalsamfunnet) som regel går til bankens øvrige fond og øker total kapitalen. På denne måten har egenkapitalbeviser eierne egenkapital vært lik, men total kapitalen har økt.

Egenkapitalbeviser eierne brøk har blitt mindre og deres rett på fremtidige overskudd har dermed minsket. Det motsatte kan skje i år med underskudd. Egenkapitalbevisene omsettes på Oslo Børs og følger samme verdipapirlovgivning som tradisjonelle aksjer.

1.2.2 SpareBank 1 Nord-Norge

Historien til SNN startet i 1836 da Tromsø Sparebank ble opprettet (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021). I løpet av 1960-tallet fusjonerte Tromsø Sparebank med hele ti forskjellige sparebanker i Nord-Norge. En bankkrise på 1980-tallet gjorde at sparebanker fikk et økt behov for egenkapital til å finansiere driften. Tromsø Sparebank og Sparebanken Nord valgte på bakgrunn av dette å slå seg sammen til en felles sparebank. Bankene etablerte seg i 1989 under navnet SpareBank 1 Nord-Norge. Etter hvert ble Nordkapp Sparebank og Sparebanken Nordland medlemmer av konsernet. Siden sparebankenes kapitalbehov fremdeles ikke var tilfredsstillt, åpnet myndighetene opp for at private kunne investere i bankene gjennom Oslo Børs. I 1994 fikk SNN innvilget tillatelse til å utstede egenkapitalbevis. I dag eies 46% av bankens egenkapital av private investorer og resterende eies av det nordnorske samfunnet.

Sparebanker ble i utgangspunktet opprettet for å tilby kundene spareprodukter og utlånsmuligheter. Per i dag omfatter bankdriften mye mer. SNN har de siste årene utvidet satsningsområdene sine til å også inkludere eiendomsmegling, verdipapirforvaltning og regnskap. Tjenester innenfor disse områdene tilbys ved bankens 15 finanssentre som er etablert over hele landsdelen. I tillegg til finanssentrene har banken 18 bankkontorer i områdene Nordland, Troms og Finnmark (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Hovedkontoret har tilholdssted i Rødbanken, midt i Tromsø Sentrum.

SNN er i dag et stort konsern med mange ansatte. Antall årsverk i konsernet var 836,5 i 2021 og majoriteten hadde tilknytning til konsernets bankdel (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022a). Konsernledelsen består av åtte personer med Liv B. Ulriksen som konsernsjef. Styret er

sammensatt av syv representanter. Konsernet eier flere datterselskaper, som drifter de ulike tjenestene. I tillegg er banken en del av SpareBank 1-Alliansen.

I oktober 2021 ble det gjennomført en virksomhetsoverdragelse mellom SNN og Helgeland Sparebank (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021). Eierandelen til SNN i Helgeland Sparebank utgjør 19,99%. Dette medførte også at Helgeland SpareBank overtok deler av kundeporteføljen SNN hadde på Helgeland. Som en del av overdragelsen kjøpte Helgeland Sparebank seg inn i flere av selskapene til SNN. Alle datterselskapene unntatt Fredrik Langes Gate 20 AS og SpareBank 1 Nord-Norge portefølje har eierfordelingen 85% SNN og 15% Helgeland Sparebank (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021). Av Tabell 1 ser vi en oppstilling av datterselskapene til SNN.

Tabell 1 Datterselskapene til SNN, viser underselskapene til SNN-konsernet og tjenestene de ulike selskapene tilbyr.

Datterselskap SNN	Tilbyr tjenestene
SpareBank 1 Finans Nord-Norge AS	Leasing og salgspantsfinansiering
Eiendomsmegler 1 Nord-Norge AS	Eiendomsmeglertjenester i hele landsdelen
SpareBank 1 Regnskapshuset Nord-Norge AS	Regnskapstjenester til bedrifter og har de siste årene rettet satsningen mot synergieffekter i konsernets øvrige virksomhet og automatisering av regnskapstjenester.
Fredrik Langes Gate 20 AS	Utleie av fast eiendom i Tromsø
SpareBank 1 Nord-Norge Portefølje AS	Forvaltning av konsernets eierposter

I 1996 ble SNN medlem av SpareBank 1-alliansen. Alliansen er en sammenslutning av sparebanker etablert over hele landet. Per i dag består alliansen av 14 sparebanker, som samarbeider om bankprodukter og tjenester. Gjennom alliansen har SNN en eierandel på 19,5% i SpareBank 1 Gruppen AS og 18% i SpareBank 1 Utvikling DA. Deltakelsen anses som en viktig bidragsyter til bankens positive utvikling. Samarbeidet har gjort at alliansebankene fremstår som en betydelig aktør i det norske bankmarkedet. Tabell 2 oppsummerer eierskapene til SpareBank 1 Gruppen AS og SpareBank 1 Utvikling DA.

Tabell 2 SpareBank 1 Gruppen AS og SpareBank 1 Utvikling AS, viser selskapenes underselskaper og tjenestene underselskapene tilbyr.

SpareBank 1 Gruppen AS eier	Tilbyr tjenester som
SpareBank 1 Forsikring AS og Fremtind Forsikring AS	Pensjonssparing og forsikringstjenester
SpareBank 1 Factoring AS	Bistår bedrifter med fakturahåndtering
Mohdi Finance AS	Kjøper og forvalter porteføljer av forfalte lån, kreditter og fakturaer
SpareBank 1 Spleis AS	Et nettsted hvor privatpersoner kan starte digitale innsamlingsaksjoner
SpareBank Utvikling DA eier	
Eiendomsmegler 1 Norge AS	Eiendomsmeglertjenester
SpareBank 1 Kundesenter AS	Utvikling av kundeservicetjenester
SpareBank 1 Verdipapirservice AS	Investeringstjenester

Strategien til SNN er formidlet gjennom et strategisk kompass, som skal veilede banken i å forstå og gjøre det som er viktig for landsdelen (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021). Kompassets innerste sirkel viser til konsernets visjon, som er «For Nord-Norge». I tillegg referer den innerste sirkelen til konsernets finansielle mål, som er lønnsomhet, effektivitet, soliditet og utbytte. Selskapets finansielle stilling vil presenteres i lønnsomhetsanalysen senere i avhandlingen.

Kompassets ytterste sirkel viser til konsernets tre strategiske mål. Det første målet er å være førstevalget til folk og bedrifter. For å oppnå dette vil banken sørge for at de skaper verdier for kundene sine. Neste strategiske mål er å være en kundeorientert organisasjon. Det innebærer å levere det kundene forventer, som også vil skape verdi for konsernet. Tredje mål er å bidra til at Nord-Norge blir en attraktiv landsdel. Konsernet vil forsøke å tilrettelegge for at verdi kan skapes i landsdelen, slik at vekstpotensialet i Nord-Norge kan dras ut.

Utenfor kompasset peker pilene på ordene bærekraft, innsikt og kvalitet. Dette omtales som kompassets strategiske fundament. Bærekraft viser til konsernets ønske om å gå foran som et godt eksempel når det kommer til en bærekraftig fremtid i nord. Gjennom innsikt skal konsernet ta gode beslutninger, der innsikt og kunnskap vektlegges. Kvalitet skal gjøre at konsernet er til å stole på, ved at rutiner og standarder følges opp og gjennomføres.

Et viktig prinsipp for sparebanker er at deler av overskuddet skal fordeles ut i lokalsamfunnet, som finansiering av allmenntilgjortte formål. SNN gjør dette gjennom samfunnsløftet og omtaler overskuddet som samfunnsutbyttet (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). I 2021 bestod de største tildelingene av NOK 9 millioner til sykkelpark i Harstad, NOK 5,7 millioner gikk til en ny idrettspark på Setermoen og NOK 15 millioner til ny flyplass på Helgeland. Per 31.12.2021 var det avsatt NOK 813 millioner til samfunnsutbytte.

Det er flere faktorer som gjør at banker skiller seg ut fra tradisjonelle foretak og gjennom innledningen har noen av disse forskjellene blitt pekt på. Oppsummert kan forskjellene knyttes til formålet med banker, hvordan de skaper inntekter og på hvilke områder egenkapitalbevisene er annerledes enn tradisjonelle aksjer. For å kunne gjennomføre verdsettelsen av SNN og få et pålitelig resultat, vil det være viktig å finne en metode som hensyntar de bransjespesifikke forholdene. Neste kapittel vil inneholde en teorigjennomgang, der det først redegjøres for ytterligere forskjeller mellom banker og tradisjonelle foretak. Kapitlet vil videre inneholde en gjennomgang av ulike verdsettelsesmetoder og en diskusjon rundt hvilke metoder som egner seg best til bankverdsettelse. Basert på teorigjennomgangen tas metodevalg for verdsettelsen i kapitlet tre. Ved hjelp av metodevalgene gjennomføres verdsettelsen i det fjerde kapitlet. Avhandlingens femte og siste kapittel vil være en diskusjon rundt funnene av verdsettelsen.

2 Teori

Koller et al. (2020) mener det er vanskelig for eksterne analytikere å verdsette banker, da banker anses som komplekse selskaper av flere årsaker. For det første mangler bankenes offentlige informasjon flere elementer verdsettelsen bør bygges på. Eksempler er manglende informasjon om bankens kredittap, samt manglende forklaring på forholdet mellom eiendeler og forpliktelser. En annen faktor som vanskeliggjør verdsettelse av banker, omhandler måten bankene er finansiert på. Banker finansierer deler av utlånene sine gjennom markedsfinansiering som hentes i utenlandske markeder, og er dermed sensitive for svingninger i økonomien (Hoff, 2011). Det siste som trekkes frem er hvordan dagens banker er såkalte multivirkosomheter, der tradisjonelle bankaktiviteter er supplert med eiendomsmecling, eiendomsforvaltning og forsikringstjenester. Verdsettelsesmetoden som velges må derfor tilpasses flere ulike aktiviteter. Damodaran (2013) viser også til noen

områder som skiller bankverdsettelse fra verdsettelse av tradisjonelle foretak; gjeld, reinvesteringer, regulatoriske krav og regnskapsregler. Av bankenes regnskap er det vanskelig å definere hva som er gjeld, siden bankinnskudd kan sees på både som en eiendel og en gjeldspost. Det er derfor utfordrende å forstå hvilken gjeld som er finansiering og hvilken gjeld som er driftsrelatert. Banker foretar som regel ikke investeringer i materielle eiendeler slik tradisjonelle foretak gjør. Derimot foretar banker de fleste investeringer i immaterielle eiendeler, som for eksempel ansatte og varemerke. Det vil derfor være utfordrende å hensynta reinvesteringer ved estimering av bankens fremtidige vekst, samt vanskelig å beregne verdien av immaterielle eiendeler. Regnskapsreglene for banker har en del ulikheter sammenlignet med regnskapsreglene for tradisjonelle foretak. De største forskjellene omhandler verdivurderingen av eiendeler og avsetninger for tap. De fleste banker avlegger regnskapet i samsvar med IFRS og IAS, som er internasjonale regnskapsstandarder. Etter IFRS-regelverket skal finansielle eiendeler bokføres til virkelig verdi i regnskapet. Regnskapsposten *avsetninger til tap* brukes i bankenes regnskap som en sikring mot fremtidige tap. Konstaterte tap føres mot denne posten, mens konstaterte tap uten dekning i tapsavsetningen føres mot resultatet. For å kunne estimere bankers fremtidige tap på finansielle eiendeler må man derfor ha gode modeller for tapsnivå for ulike segmenter, i tillegg til at regnskapsreglene må hensyntas. Finansielle foretak er viktige og sentrale aktører i samfunnet, de er derfor underlagt strenge reguleringer. Norske banker omfattes av både nasjonale og internasjonale regelverk, der det stilles krav til blant annet lønnsomhet og soliditet. Når banker skal verdsettes må de regulatoriske kravene tas med i verdivurderingen, i gjennomgangen under vil reglene med størst betydning for verdsettelsen trekkes frem.

Finanstilsynet er et selvstendig myndighetsorgan med formål i å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder (Regjeringen, 2019a). Dette gjøres gjennom overvåkning og kontroll for å påse at lover og vedtak fra Stortinget, Regjeringen og Finansdepartementet overholdes. En viktig oppgave for Finanstilsynet er å kontrollere det norske finansielle markedet for å sikre at det er solid og har et akseptabelt risikonivå, slik at sentrale aktører kan være rustet til å stå imot store negative sjokk eller dårlig tider i verdensøkonomien. På denne måten vil den norske økonomien som helhet være robust. Gjennom medlemskapet i den internasjonale oppgjørsbanken følger Norge det internasjonale rammeverket for banker utarbeidet av Baselkomiteen (Norges Bank, 2014). Baselkomiteen holder til i Sveits og ble opprettet i 1974 som følge av en finansiell krise i Tyskland. Komiteen ble etablert for å danne et regelverk som skulle sikre finansiell stabilitet verden over. Siden Baselkomiteens

opprinnelse har det vært flere hendelser i verden som har hatt konsekvenser for den finansielle stabiliteten. Dette har ført til at rammeverket har gjennomgått flere endringer. I første omgang ble Basel I utviklet og i forkant av finanskrisen 2008 kom Basel II. Etter finanskrisen startet videreutviklingsarbeidet med Basel III.

Basel-rammeverket er formulert gjennom tre pilarer, som ble utarbeidet i Basel II. Pilarene er ment for å bedre balansere forholdet mellom kapitaldekning og risiko, enn kravene som omfatter Basel 1. Pilar 1 definerer hvordan bankenes kapitalkrav skal beregnes. Pilar 2 beskriver bankenes ansvar for å vurdere eventuelle andre risikotyper enn de som fremgår av pilar 1. Pilar 3 stiller krav til offentliggjøring av informasjon om kapital og risikoforhold (Finanstilsynet, 2021a). Basel III er basert på de samme pilarene som Basel II, men kravet til ansvarlig kapital forventes økt. Basel III-rammeverket er fremdeles under utvikling, men vil bli ferdigstilt i løpet av de kommende årene. Den siste delen av Basel III omtales som Basel IV og stiller blant annet nye krav til beregningsgrunnlaget for ansvarlig kapital (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021).

Pilar 1 beskriver hvordan bankene skal oppfylle risikovektede krav til kapitaldekning. Kravene skal bidra til at bankenes kapital er tilstrekkelig i forhold til deres tapsrisiko (Norges Bank, 2021a). Bankens kapitaldekning beregnes som kapital i prosent av et risikovektet beregningsgrunnlag. Kapitalen kan videre bestå av ulike kapitalkvaliteter, som ren kjernekapital, kjernekapital og ansvarlig kapital. De ulike kapitalkvalitetene er basert på komponenter som egenkapital, hybridkapital og lånekapital. Ved et underskudd skal de første tapene dekkes av egenkapitalen. For resterende udekte tap skal hybridkapitalen benyttes og til sist skal eventuelle gjenstående tap dekkes av lånekapitalen. Tabell 3 viser hva som inngår i de ulike kapitalkvalitetene og minstekravet som skal inngå i beregningsgrunnlaget, i tillegg til hvordan beregningsgrunnlaget beregnes (Norges Bank, 2021a).

Tabell 3 Bankenes minstekrav til ren kjernekapital, kjernekapital, ansvarlig kapital og beregningsgrunnlaget for kapitalkvalitetene.

Kapitalkvalitet	Formel	Minstekrav i %
Ren kjernekapital	Egenkapital - Regulatoriske fradrag	4,50 %
Kjernekapital	Ren kjernekapital + Hybridkapital	6 %
Ansvarlig kapital	Kjernekapital + Ansvarlig lånekapital	8 %
Beregningsgrunnlag	Σ Eksponering \times Risikovekt	

Innenfor kravene til kapitaldekning finnes det ytterligere krav om bufferdekning. Disse kravene omtales som myke krav og er omfattet av en viss fleksibilitet (Norges Bank, 2021a). Bevaringsbufferen skal sikre at bankenes kapitaldekning ikke faller under minstekravet i

kraftige nedgangsperioder. Systemrisikobufferen skal sikre bankene mot tap som følger av langsiktig strukturell systemrisiko. Slike tap kan oppstå dersom bankenes utlånsporteføljer er lite diversifiserte. Det eksisterer også en buffer som gjelder for systemviktige foretak, som skal sikre at problemer i systemviktige banker ikke påfører samfunnet negative konsekvenser. SNN er ikke klassifisert som systemviktig foretak og omgår dermed dette bufferkravet. Den motsykliske bufferen er til for å hjelpe banker å bygge kapital i gode økonomiske tider. For eksempel ble det motsykliske bufferkravet satt opp i 2019 og redusert da Koronapandemien inntraff i mars 2020 (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Tabell 4 viser dagens bufferkrav og samlet kapitalkrav til kapitalkvalitetene i tabell 3 (Norges Bank, 2021a):

Tabell 4 Bufferkrav utover kravene listet opp i tabell 3, tabellen viser også kravene fra tabell 3 tillagt bufferkravene.

Bufferkrav	Krav i %
Bevaringsbuffer	2,5 %
Systemrisikobuffer	4,5 %
Buffer systemviktige finansfor	2,0 %
Motsyklisk buffer	1,0 %
Krav inkludert bufferkrav	
Krav til ren kjernekapitaldekning	8,0 %
Krav til kjernekapitaldekning	8,0 %
Krav til kapitaldekning	8,0 %

Pilar 2 omfatter individuelle krav til hver enkelt bank, utover kravene som fremgår av pilar 1 (Norges Bank, 2021a). For SNN har Finanstilsynet utarbeidet et pilar 2-krav som skal utgjøre 1,5% utover de overnevnte kapitalkravene og bufferkravene (Finanstilsynet, 2022a). Pilar 3 stiller krav til at bankene skal offentliggjøre informasjon og risikoforhold. Informasjonen skal være veiledende for markedsaktører som vurderer selskapets risikoprofil, kapitalisering, styring og kontroll av risiko (Finanstilsynet, 2022b).

LCR-forordningen er utarbeidet av EU og stiller krav til bankenes likviditetsreserve for alle valutaer samlet (Finanstilsynet, 2022c). Etter reguleringene skal banker til enhver tid ha en likviditetsreserve på minst 100 prosent for alle valutaer samlet. Dette innebærer at bankens beholdning av likvide eiendeler minimum skal tilsvare netto likviditetsutgang uavhengig av svingninger i penge -og kapitalmarkedene. Norske myndigheter har tilpasset LCR-forordningen til det norske bankmarkedet gjennom CRR/CRD IV-forskriften (Finanstilsynet, 2022c). Etter forskriften er norske banker unntatt 100 prosent likviditetsreserve for norske kroner. Det er videre gjort tilpasninger ut ifra hvilken valutasort de ulike bankene formidler.

NSFR inngår i CRR-forskriften og omhandler krav til en stabil og langsiktig finansiering (Finanstilsynet, 2022c). Med langsiktig menes et tidsperspektiv på ett år og finansieringskravene gjelder for områdene utlån, investeringer og andre eiendeler. Etter revidert versjon av CRR-forskriften (CRR2) vil bankene bli pålagt et minstekrav tilknyttet de nevnte områdene. Foreløpig er minstekrav til uvektet kapitalandel foreslått til fem prosent for banker flest og seks prosent for systemviktige foretak (Jansrud, 2017). Når det gjelder langsiktig finansiering foreligger det et forslag med krav til 100 prosent stabil finansiering. CRR2-forskriften har fått navnet bankpakken og forventes innført i Norge medio 2022. Inkludert i bankpakken er lettelser i kapitalkravet som gjelder for utlån til små og mellomstore bedrifter. Lettelsene skal bidra til at bedrifter enklere kan få tilgang på kapital. Kapitalkravet er omtalt som SMB-rabatten (Jansrud, 2017).

I 2019 fastsatte Finanstilsynet et minstekrav til summen av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld (MREL) for et utvalg banker, deriblant SNN (Finanstilsynet, 2020). MREL-kravet inngår i en krisetiltaksplan som årlig utarbeides av Finanstilsynet. Denne skal sikre at banker har tilstrekkelig ansvarlig kapital og konvertibel gjeld til kunne håndtere kriser uten bistand fra offentlige midler.

Utover krav som skal ivareta bankenes finansielle stabilitet, er banker blant annet pålagt å følge lover om håndtering av personopplysninger (GDPR) og håndtering av betalingstransaksjoner (AML). GDPR inneholder bestemmelser som gjelder for behandling av personopplysninger (Regjeringen, 2019b). For banker innebærer dette strengere krav til dokumentasjon som redegjør for selskapets behandling av personopplysninger. AML er utarbeidet med formål om å forebygge og avdekke hvitvasking og terrorfinansiering (DNB, 2019). Regelverket pålegger banker å følge strenge rutiner knyttet til opprettelse av kundeforhold, betalingstransaksjoner og overvåkning av eksisterende kunder.

Banker er altså omfattet av mange strenge regulatoriske krav, med høy endringstakt som følge av svingninger i økonomien og hendelser som preger verdensbildet. De fleste kravene er utarbeidet for å ivareta finansiell stabilitet for bankene og videre sikre kundenes innskudd.

2.1 Verdsettelsesmetoder

Innenfor verdsettelse er de tre mest brukte rammeverkene fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse (Sander, 2021). Fundamental verdsettelse omfatter ulike kontantstrømbaserte metoder, som egenkapitalmetoden, totalkapitalmetoden, dividendemetoden og superprofittmetoden. Opsjonsbasert verdsettelse er

en utvidelse av allerede eksisterende verdsettelsesmetoder, hvor verdien av fleksibilitet knyttet til en opsjon eller et aktivum tillegges verdien av selskapets egenkapital. Metoden kan inngå som et supplement i fundamental verdsettelse, dersom det benyttes en fundamental verdsettelsesmetode til å beregne verdien av selskapets egenkapital. Komparativ metode gjennomføres ved å analysere multiplikatorer tilhørende lignende selskaper som verdsettelsesselskapet. Fundamental verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse gjennomføres etter kontantstrømbaserte metoder, der selskapsverdien beregnes basert på selskapets fremtidige kontantstrømmer som neddiskonteres med en diskonteringssats (Fernández et al., 2002). Kontantstrømmene estimeres for en gitt periode og neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen eller totalkapitalen (Koller et al., 2020). For årene etter den gitte perioden antas det at kontantstrømmene vokser konstant og det beregnes en terminalverdi for å ikke måtte beregne uendelig med kontantstrømmer (Fernández, 2007). De vanligste metodene innenfor rammeverkene forklares under.

2.1.1 Fundamentale verdsettelsesmetoder

Egenkapitalmetoden estimerer verdien av selskapets egenkapital ved å beregne kontantstrømmen som går til selskapets eiere (Koller et al., 2020). Kontantstrømmen beregnes ved å trekke kapitalutgifter, arbeidskapital og nedbetalt gjeld justert for ny gjeld fra selskapets årsresultat. Metoden uttrykkes matematisk som (Petersen et al., 2017b):

$$\text{Egenkapitalens markedsverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + r_e)^t}$$

Der $FCFE_t$ er fri kontantstrøm til egenkapitalen i år t og r_e er investorenes avkastningskrav.

Damodaran (2013) har i sin artikkel redegjort for vanskelighetene knyttet til bruk av egenkapitalmetoden i bankverdsettelse. Det påpekes her hvordan gjeld er vanskelig å definere, som igjen gir problemer med å estimere selskapsverdi og kostnaden for kapital. I tillegg er kapitalutvidelser og arbeidskapital er vanskelige å kartlegge. Det siste som trekkes frem er kategoriseringen av reinvesteringer, som inngår i operasjonelle kostnader. Deev (2011) beskriver metoden som den mest brukte, men at populariteten må ses i sammenheng med brukernes interesse av resultatet. Her trekkes aksjonærer frem og deres interesse for fremtidige prestasjoner knyttet til kapital. Et annet moment som påpekes er de skjønnsmessige vurderingene metoden bygger på og eventuelle innvirkninger dette har på resultatet. Gorini (2020) mener det regulatoriske kapitalkravet kan innvirke på resultatet ved bruk av modellen. Det påpekes derfor viktigheten med å hensynta dette. Damodaran (2013), Deev (2011) og Gorini (2020) er alle enige i at metoden kan tilpasses en bankverdsettelse og gi et gyldig resultat. Damodaran (2013) foreslår at kontantstrømmene som estimeres må være basert på utbytter og det må videre antas at ikke utbetalt utbytte er reinvesteringer. Den investerte kapitalen som legges til grunn for utregningen må være nåværende investert kapital i selskapet. Fremtidig forventet meravkastning på nye investeringer må estimeres basert på antagelser. Gorini (2020) påpeker at egenkapitalmodellen er den eneste modellen som tar hensyn til kapitalkravet i Basel III. Videre vises det til lavere forekomst av under- eller overestimering av selskapsverdien, sammenlignet med andre verdsettelsesmodeller. Gorini gjennomfører verdsettelsen etter egenkapitalmetoden ved å sette verdien av egenkapitalen lik summen av diskonterte fremtidige dividender, som finnes ved å justere bankens nettoinntekt over tid med kapitalkravet i henhold til Basel III. Deev (2011) mener metoden kan egne seg til bankverdsettelse fordi den hensyntar at det foregår verdiskapning på begge sidene av balansen. Den alternative måten som foreslås i artikkelen er å beregne $FCFE$ som summen av

utbetalte utbytter tillagt potensielle utbytter og justert for endringer i egenkapitalen. Horvátová (2010) mener også at egenkapitalmetoden er en passende modell for bankverdsettelse og foreslår to mulige varianter av den, der $FCFE$ i metode én er netto inntekt justert for kapitalvekst og tillagt andre inntekter. I metode to er $FCFE$ lik kapital innhentet ved utstedte aksjer fratrukket preferanseaksjekapital og tillagt utbytter fratrukket kapitaløkning.

Totalkapitalmetoden er en selskapsverdimodell, der frie kontantstrømmer som går tilbake til selskapet beregnes. Selskapsverdien er basert på verdien av driften fratrukket verdien av andre aktiva og gjeldsposter, som videre blir verdien av selskapets egenkapital (Petersen et al., 2017b). Selskapsverdien har følgende matematiske uttrykk:

$$\text{Egenkapitalens markedsverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Der $FCFF_t$ er fri kontantstrøm etter skatt fra hele selskapets drift i år t og $WACC$ er den gjennomsnittlige vektete kapitalkostnaden. Det er få artikler som sier noe om totalkapitalmetoden i forbindelse med verdsettelse av banker. Årsaken til dette kan være utfordringene Damodaran (2013) nevner, som er knyttet til fastsettelse av bankens gjeldsposter.

Dividendemetoden og egenkapitalmetoden vil gi samme resultat, dersom selskapet som verdsettes ikke har rentebærende gjeld (Fernández, 2007). Etter dividendemetoden beregnes nåverdien av fremtidige forventede utbytter en aksje i et selskap gir. Modellen er uttrykt på følgende måte (Petersen et al., 2017b):

$$\text{Egenkapitalens markedsverdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Dividende}_t}{(1+r_e)^t}$$

Der Dividende_t er kontantstrømmen til selskapets dividender i år t og r_e er investorenes avkastningskrav.

Ifølge modellen er markedsverdien til selskapet lik summen av forventede neddiskonterte dividender til evig tid (Petersen et al., 2017b). Deev (2011) anser dividendemodellen som et passende rammeverk for verdsettelse av banker. I modellen brukes estimater som kapitalkostnader, forventet utbytte-ratio og forventet vekst i fortjeneste per aksje. Dette er estimater som finnes ved å se på historisk tilgjengelige data, som igjen kan styrke reliabiliteten av verdsettelsen. Damodaran (2013) mener derimot at dividendemodellen har en

tendens til å over- eller underestimere fremtidige utbytter. Modellen hensyntar heller ikke muligheten for at et selskap kan utbetale mer utbytte enn de har råd til, eller muligheten for at utbytter holdes tilbake. Disse faktorene vil påvirke troverdigheten i resultatet av verdsettelsen. Gorini (2020) finner i sin studie at dividendemodellen passer best for selskaper som følger en vekstkurve lik eller under den nominelle veksten i økonomien. Forskjellige verdsettelsesmodeller ble testet på europeiske og amerikanske banker. Resultatene viste at dividendemodellen hadde minst verdiavvik ved verdsettelse av europeiske banker. Modellen hadde en tendens til å overestimere verdien til amerikanske banker. Siden amerikanske banker nylig hadde hatt en økning i utbetalte utbytter, ble dette ansett som årsaken. Studien konkluderte derfor med at dividendemodellen best egner seg til verdsettelse av banker som utbetaler regelmessige utbytter. Horvátová (2010) mener dividendemodellen er uegnet for verdsettelse av bank fordi det er vanskelig å skille ut profitt fra en banks kontantstrøm.

Superprofittmodellen har til hensikt å beregne selskapets egenkapitalverdi (Petersen et al., 2017b). Dette gjøres ved å beregne verdien av selskapets nåværende kapital, for å så legge til nåverdien av forventet fremtidig avkastning. Superprofitt oppstår dersom det fremtidige resultatet overstiger avkastningskravet. Modellen har følgende uttrykk:

$$\text{Egenkapitalens markedsverdi} = \text{Bokført EK} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1 + r_e)^t}$$

Der RI_t er residualinntekten, altså nettoresultat i år t , og r_e er investorenes avkastningskrav.

Gorini (2020) oppdaget at superprofittmodellen, i likhet med dividendemodellen, hadde en tendens til å overestimere verdien til amerikanske banker. For verdsettelse av europeiske banker viste modellen større treffsikkerhet. Gorini konkluderer i artikkelen med at vekst i bankers inntjening kan relateres til dividender, derfor gir resultatene av metodene samme avvik. Aggelopoulos (2017) gjennomfører en bankverdsettelse ved hjelp av egenkapitalmetoden og superprofittmodellen, metodene ga samme selskapsverdi. Artikkelen oppsummeres derfor med at begge metodene passer til verdsettelse av bank.

2.1.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse går ut på å bruke teknikker innen opsjonsprising til å estimere deler av selskapets verdi (Kieपुरa, 2020). Teknikkene er vanligvis basert på Black og Scholes sin opsjonsprisindemodell. Sammenlignet med de inntjeningsbaserte verdsettelsesmetodene kan opsjonsbaserte teknikker fange opp fleksibiliteten i ulike valg eller veiskiller. Et eksempel kan være et biofarmasiselskap med store deler av sin virksomhet knyttet til utviklingen av et legemiddel. I et slikt tilfelle vil verdien av selskapet avhenge stort av om utviklingen blir vellykket eller ikke, og videre av at viktige tillatelser blir gitt. Opsjonsbasert verdsettelse hensyntar slike «veiskiller» svært godt. Metoden estimerer ikke selskapets egenkapitalverdi og kan derfor ikke brukes alene til å finne verdien av et selskap. Det er derfor anbefalt at metoden kombineres med en inntjeningsbasert verdsettelsesmetode (Kieपुरa, 2020).

Deev (2011) mener banker kan verdsettes etter opsjonsbaserte metoder, men påpeker fire viktige hensyn som må tas. Den risikofrie renten må være den samme som ved bruk av en inntjeningsmodell. Videre må prisvolatiliteten være kalkulert av årlig statistikk for banker. Deretter må det legges til grunn et vektet gjennomsnitt for gjeldsomsetning og gjeldens varighet. Til sist påpekes det at flere av variablene som inngår i opsjonsbasertverdsettelse må finnes ved hjelp av inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder.

2.1.3 Komparativ verdsettelse

En komparativ verdsettelse går ut på å sammenligne to eller flere selskapers regnskapstall mot hverandre eller mot markedsverdien. Innenfor metoden skilles det mellom relativ og markedsbasert verdsettelse, som videre kan gjennomføres etter substansverdimodellen og multiplikatormodellen. Substansverdimodellen er en egnet modell for selskaper med eiendeler som kan omsettes i markedet (Ghiță-Mitrescu & Duhnea, 2016). I modellen beregnes selskapets verdi basert på eiendelenes markedsverdi. Verdien kommer frem ved å estimere nåverdi av fremtidige kontantstrømmer det forventes at eiendelen vil gi.

I multiplikatormodellen brukes multipler til å estimere selskapsverdien (Dyrnes, 2004). Disse vurderes opp mot multipler fra andre lignende selskaper, for å gi et innblikk i om selskapet over- eller underpriset. Sammenlignbare selskaper er selskaper innenfor samme bransje med tilnærmet lik risiko og vekstpotensial (Koller et al., 2020). Innenfor multiplikatormodellen deles multiplikatorene inn i to hovedgrupper, egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer (Dyrnes, 2004).

Egenkapitalmultiplikatorer er multiplikatorer som P/B (pris/bok), P/S (pris/salg) og P/E (pris/inntjening). P/B-multiplikatoren beregnes ved å dele selskapets aksjekurs på selskapets bokførte verdier. De bokførte verdiene beregnes ved å trekke immaterielle eiendeler og gjeld fra selskapets totale eiendeler. Tallet vi får ut av denne beregningen vil si noe om hvor mye en får igjen for én krone investert i selskapet. Om forholdstallet for eksempel er 0,50 betyr det at 1,00 krone blir kjøpt for 50 øre. Banker har som regel en P/B på nærmere 1 (Investorkilden, 2018). P/S-multiplikatoren finnes ved å dele selskapets aksjekurs på selskapets salgsinntekter for de siste tolv månedene. Er forholdstallet lavt kan dette indikere at aksjen er undervurdert i markedet. Motsatt er det for et høyt forholdstall, som kan indikere at aksjen er overvurdert. P/E-multiplikatoren er aksjekursen delt «på earnings per share» (EPS). EPS beregnes ved å dele selskapets årsresultat på antall aksjer, i dette tilfellet egenkapitalbevisenes eierandel av årsresultatet delt på antall egenkapitalbevis. Forholdstallet sier noe om aksjens pris i forhold til selskapets overskudd og kan vurderes mot aksjer i selskaper innenfor samme bransje. Har selskapet en lav P/E sammenlignet med andre selskaper kan det indikere at selskapets aksje er billigere enn andre lignende aksjer. P/E kan også brukes til å vurdere hvorvidt aksjen er en verdiaksje eller en vekstaksje. Verdiaksjer har ofte lav P/E og indikerer at selskapet har en stabil inntjening. Vekstaksjer gir et høyere P/E-tall som kan relateres til økt omsetning i selskapets resultat. For vekstaksjer forventes det som regel at omsetningen vil fortsette å øke. Totalmultiplikatorer tar utgangspunkt i summen av markedsverdiene til både egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. I multiplikatorens brøk representerer telleren markedsverdien og går under navnet EV (Enterprise Value). Nevneren er som regel selskapets driftsresultat (EBIT) eller en av selskapets andre driftsressurser (Dyrnes, 2004).

Hrdý (2018) vurderer i sin artikkel ulike verdsettelsesmetoder for kommersielle banker. Metodene som vurderes er ulike varianter av komparativ verdsettelse, som markedsbasert verdsettelse og relativ verdsettelse, i tillegg til kontantstrømmetoder. Konklusjonen av undersøkelsen er at verdsettelsen vil gi et troverdig resultat dersom kontantstrømmetoden kombineres med en variant av komparativ verdsettelse. Deev (2011) mener en relativ verdsettelse er en enkel metode for bankverdsettelse, så lenge selskapene som sammenlignes oppfyller de komparative kravene i henhold til avkastning på egenkapital og vekst. Derimot anser Deev (2011) markedsbasert verdsettelse etter substansverdimodellen som uegnet for bankverdsettelse, grunnet forutsetningen om omsettelige eiendeler. Majoriteten av bankers eiendeler er immaterielle og dermed ikke mulig å omsette i markedet.

2.2 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse omfatter fem steg og baseres på både kvalitativ og kvantitativ data (Rammen, 2021).

2.2.1 Steg 1 Strategiske analyser

I en PESTEL-analyse kartlegges eksterne faktorer som påvirker et selskap og bransjen det driver i (CFI, u.å). Faktorene som analyseres er politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og legale (L) forhold. Politiske faktorer omhandler regulatoriske krav, skattebestemmelser, avgifter og endringer i norsk pengepolitikk. Dette er endringer innført av landets myndigheter, som bransjen er pålagt å følge. Økonomiske faktorer er forhold som påvirker verdensøkonomien, som inflasjon, endringer i styringsrenten og bruttonasjonalprodukt. Sosiokulturelle faktorer dreier seg om landets befolkningsvekst, levestandard, arbeidsledighet og utdanningsnivå. Teknologiske faktorer knyttes til innovasjoner innen automatisering og digitalisering. Miljømessige faktorer knyttes til klimatiske forhold og hvordan økologi påvirker bedrifter. Legale faktorer beskrives som statlige retningslinjer en bedrift må forholde seg til, for eksempel lover og regler utarbeidet for å ivareta bedriftens ansatte.

Porters fem krefter er et analyseverktøy utformet av Michael Porter (Porter, 1979). Ved hjelp av analysen kartlegges fem forskjellige krefter som virker inn på konkurransen innenfor en bestemt bransje, i denne avhandlingen bankbransjen. Resultatet av analysen vil kunne si noe om SNN sin strategiske posisjon i markedet. Funnene kan videre brukes til å vurdere hvorvidt selskapets strategiske posisjon bør opprettholdes eller forbedres. Analysen starter med å vurdere forholdene for nyetableringer i markedet, noe som kan true selskapets bransjeposisjon. Deretter vurderes leverandørenes forhandlingsmakt, gjennom en analyse av forhold som gir leverandører mulighet til å påvirke prisen på produkter et selskap er avhengig av. I neste steg vurderes trusselen fra substitutter som kan erstatte produktene selskapet tilbyr. Analysens neste siste steg går ut på å analysere hvorvidt kundene kan påvirke prisingen av produkter og tjenester selskapet tilbyr. Til sist vurderes rivaliseringen blant eksisterende aktører i markedet vurderes. Faktorer som sees på her er antallet konkurrenter i markedet, bransjevekst, kostnader, differensiering og mangfold.

En SWOT-analyse brukes til å evaluere et selskaps styrker, svakheter, muligheter og trusler (Kenton, 2021). Selskapets styrker kan være et sterkt varemerke og et godt omdømme. Svakheter er faktorer som forhindrer selskapet i å optimalisere seg og omhandler alt fra lav

omsetning til dårlig ressurstilgang. Mulighetene dreier seg om eksterne faktorer som kan hjelpe selskapet i å oppnå et konkurransefortrinn i markedet. Trusler referer til faktorer som potensielt kan ødelegge for selskapet, som for eksempel økte kostnader på materialer som inngår i selskapets produksjon.

2.2.2 Steg 2 Regnskapsanalyse

I en fundamental verdsettelse er et av hovedelementene å forstå selskapets økonomiske tilstand. Gjennom en regnskapsanalyse bearbeides historisk regnskapsinformasjon for å få en innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Informasjonen vi får ut av regnskapsanalysen vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for fremtidsregnskapet som utarbeides i neste steg av verdsettelsen. Regnskapsanalysen starter med en omgruppering av selskapets balanse, for å få frem poster knyttet til selskapets kjerneaktiviteter (Petersen et al., 2017a). I en fundamental verdsettelse vil selskapets verdi være kontantstrømmene til driftsrelaterte eiendeler og gjeld, derfor må finansielle poster skilles ut. Neste steg av regnskapsanalysen er å normalisere/justere regnskapet for poster som ikke er å anse som verdiskapende for selskapet (Petersen et al., 2017a). Normaliseringen innebærer å finne engangsposter i regnskapet som ikke har noe med den underliggende driften av selskapet å gjøre. Engangsposter omhandler ofte verdikorreksjoner, opp- og nedskrivninger, valutaendringer, endringer i regnskapsprinsipper og estimatendringer. Det kan også gjelde for poster tilknyttet salg som ikke tilhører normal drift, men som har påvirket selskapets driftsresultat.

Regnskapsanalysen inneholder en nøkkeltallsanalyse, der nøkkeltallene vurderes mot lignende tall for sammenlignbare selskaper (Petersen et al., 2017a). Dette vil gi en indikasjon på hvordan selskapet presterer i forhold til sine konkurrenter og gi et bedre bilde av selskapets økonomiske og strategiske posisjon i markedet.

For å vurdere lønnsomheten til et selskap kan et interessant nøkkeltall være avkastningen på investert kapital (ROIC) mot investorenes. Dersom ROIC er lavere eller lik avkastningskravet kan lønnsomheten anses som tilfredsstillende (Petersen et al., 2017a).

Egenkapitalrentabiliteten (ROE) viser avkastningen selskapet har hatt på investeringer fra selskapets aksjonærer og gir også innblikk i selskapets lønnsomhet. Er ROE større enn avkastningskravet til investorene er det en indikasjon på at selskapet skaper merverdier for aksjonærene sine, i likhet med ROIC (Petersen et al., 2017a).

Likviditet beskriver evnen til å betale løpende forpliktelser, samt evnen til å gjennomføre lønnsomme investeringer (Petersen et al., 2017a). Innenfor likviditet skiller det mellom langsiktig og kortsiktig likviditetsrisiko. Langsiktig likviditetsrisiko er hvorvidt selskapet evner å betale forpliktelser over tid. Kortsiktig likviditetsrisiko referer til selskapets evner å betale forpliktelser på kort sikt, typisk innen ett år. For banker er det mange regulatoriske krav som retter seg mot bankenes likviditetsrisiko. For eksempel LCR-kravet og NSFR-kravet, som det ble redegjort for i gjennomgangen av regulatoriske krav for banker. Andre nøkkeltall som er spesifikt rettet mot bankenes likviditet, innskuddsdekningsgrad og vekst i utlån, er beskrevet av Hoff (2011). Majoriteten av bankens finansiering består av kundeinnskudd og markedsfinansiering. Markedsfinansiering omfatter blant annet obligasjonslån, som lånes ut til bankene med et risikopåslag. Dersom bankene ikke er likvide nok til å møte en eventuell økning i risikopåslaget, som følge av økt uro i økonomien, vil de risikere å ikke kunne finansiere utlån til sine kunder. Innskuddsdekningsgraden vil videre gi et bilde av hvor avhengig bankene er av markedsfinansiering.

Analyser av nøkkeltall knyttet til soliditet vil beskrive om finansieringsstrukturen er solid, for eksempel at man har tilstrekkelig egenkapital til å tåle tap uten å gå konkurs (Petersen et al., 2017a). For å vurdere bankenes soliditet er det nyttig å vurdere hvor godt bankene oppfyller kravene til kapitaldekning og kjernekapitaldekning som beskrevet i forbindelse med gjennomgang av regulatoriske krav.

Kapitalverdimodellen

Steg 2 i en fundamental verdsettelse innebærer i tillegg til regnskapsanalysen en beregning av selskapets avkastningskrav som er viktig for å finne nåverdiene av kontantstrømmene ved å neddiskontere de. Vanligvis finner man den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden for total kapital. Men ettersom bankbransjen kjennetegnes ved utfordringer i å definere hva som er driftsrelatert gjeld er det ikke hensiktsmessig å ta med kapitalkostnaden til gjelden. Derfor benyttes avkastningskravet for egenkapitalen alene. Denne beregnes ved kapitalverdimodellen (CAPM) som har vært standardmodellen i flere tiår, og selv om den har vært svært kritisert har det ikke dukket opp noen konkurrerende modeller i praksis (Koller et al., 2020). Formelen for å beregne avkastningskravet på egenkapitalen ved hjelp av CAPM er:

Formel 1 Avkastningskrav ved bruk av CAPM.

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f)$$

Der r_e er avkastningskravet til egenkapitalen. r_f er den risikofrie renten, som er avkastningen man kan forvente på en investering uten risiko. β_e er betakoeffisienten, en koeffisient som beskriver instrumentets sensitivitet mot markedets systematiske risiko. Det vil si risikoen som ikke kan diversifiseres bort. r_m er den forventede markedsavkastningen. Markedets risikopremie er meravkastningen en investor forventer å få ved å påta seg risiko utover risikofri rente, og finnes ved $r_m - r_f$.

CAPM forutsetter at investorer er nyttemaksimerende, risikoavers, rasjonelle, har like forventninger til markedet og har samme tidshorisont til investeringen (Boda & Kanderova, 2014). I tillegg forutsettes det at alle investorer har tilgang på samme informasjon ettersom denne reflekteres i investeringens markedspris og at investoren har en veldiversifisert portefølje. Når det gjelder utlåns- og innlånsrenten antas det at denne er fast, og lik risikofri rente. Modellen forutsetter også at det ikke eksisterer transaksjonskostnader i forbindelse med en investering og en fortjeneste vil ikke beskattes. Modellen har møtt en del kritikk og det hevdes at forutsetningene ikke gir et korrekt bilde av verden (Elbannan, 2015). Sett bort fra teoretisk kritikk av dens urealistiske forutsetninger er det også gjort flere empiriske studier der man ser på nøyaktigheten til CAPM for ulike selskaper og markeder. Black (1993) påsto for eksempel at CAPM er lite velegnet for selskaper med svært høy eller lav beta, og i 1991 så Östermark (1991) empirisk på CAPMs nøyaktighet i det finske og svenske aksjemarkedet. Det er gjort en rekke lignende studier de siste tiårene, og flere har også satt fokus på ulike forutsetninger og utregningsmetoder for betaen.

Betaen beskriver styrken og retningen på instrumentets relative svingninger sammenlignet med markedet, og verdien kan få store konsekvenser for resultatet av CAPM. Beta kan beregnes ved regresjonsanalyse eller ved formelen:

Formel 2 Formel for beregning av beta

$$\beta_e = \text{Rå beta} = \frac{\text{Cov}(r_e, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

Der r_e er instrumentets avkastning, $\text{Cov}(r_e, r_m)$ er kovariansen mellom instrumentets og markedets avkastning, og $\text{Var}(r_m)$ er variansen i markedets avkastning.

Det er særlig to valg ved utregningen som kan få store utslag på resultatet. Det ene er valg av tidshorisont, det vil si hvor langt tilbake i tid man skal ta med data. For lite data kan gi et unøyaktig resultat, mens data langt tilbake i tid kan inneholde perioder der den systematiske risikoen var signifikant annerledes enn dagens. Det andre valget er knyttet til målingsfrekvens

per datapunkt for avkastningen, det vil si om vi skal sammenligne avkastningene med daglig, ukentlig, månedlig eller en helt annen frekvens. Ifølge Koller et al (2020) er det fare for systematisk bias ved å bruke daglig eller ukentlig frekvens, særlig for instrumenter med liten omsetning i markedet. På den andre siden vil årlig frekvens gi lite data, og derfor anbefaler de å bruke månedlig frekvens med en tidshorisont på minst fem år ved beregning av beta. Dette er det vanligste, men er likevel ikke et opplagt valg. Pham and Phuoc (2020) så for eksempel på 150 S&P500-aksjer i perioden 2007-2019 og fant at daglig frekvens med tidshorisont på 12 år ga mindre modellfeil.

Ved beregning av et enkelt-selskaps beta risikerer man også at resultatet blir sterkt preget av engangshendelser (Koller et al., 2020). De anbefaler derfor at man bruker flere lignende selskaper fra samme bransje ved beregning av beta. Det er også funnet i empiriske studier at et selskaps beta over tid vil nærme seg 1 (Blume, 1975). Derfor er det vanlig å justere beta ved hjelp av Bloombergs metode (Koller et al., 2020):

Formel 3 Justering av beta ved bruk av Bloombergs metode.

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67(\beta_e)$$

Når vi beregner beta er det ikke fordi vi er ute etter den historiske systematiske risikoen, men vi ønsker å vite hva den blir fremover. Det er derfor også viktig å bruke skjønn, bransje- og selskapsinnsikt ved valg av beta og ved beregning av avkastningskravet (Kaldestad, 2017).

2.2.3 Steg 3 Utarbeidelse av fremtidsregnskap

I dette steget utarbeides det et fremtidsregnskap basert på funnene i de strategiske analysene og nøkkeltallsanalysen. Fremtidsregnskapet ligger til grunn for beregning av fremtidige kontantstrømmer. Det må velges en tidshorisont for fremtidsregnskapet. Koller et al. (2020) påpeker at tidshorisonten må være lang nok for at selskapet skal nå en «steady state». «steady state» kjennetegnes ved at selskapet vokser med en konstant rate ved å investere en konstant andel av driftsresultatet i virksomheten hvert år eller der selskapet tjener en konstant avkastning på eksisterende eller nyinvestert kapital. Etter at tidshorisonten er valgt gjør man trendanalyser på historiske regnskaps- og nøkkeltall. Dette skal gi et godt grunnlag for å anslå fremtidige vekstrater for ulike regnskapslinjer. Deretter brukes vekstratene til å lage prognoser for resultatregnskapet med særlig fokus på regnskapsposter som er økonomiske drivere for selskapet. Videre prognostiserer man viktige balanseposter, inkludert prognoser for resultatfordeling og estimert egenkapitalutvikling. For perioden etter tidshorisonten, altså «steady state», beregnes det en konstant vekstrate (Koller et al., 2020). Siden det er urealistisk

at et selskap vil ha en vekst utover den generelle utviklingen i økonomien, bør vekstraten ikke settes for høyt (Damodaran, 2013).

2.2.4 Steg 4 Verdsettelse

Basert på fremtidsregnskapet kan selskapets fremtidige kontantstrømmer over en gitt periode utarbeides. For å finne kontantstrømmenes nåverdi neddiskonteres disse med avkastningskravet opphøyd i kontantstrømmens respektive år. Deretter summeres de neddiskonterte fremtidige kontantstrømmene til en felles sum. Terminalverdien kan finnes ved å bruke Gordons vekstformel (Koller et al., 2020)

Formel 4 Terminalverdi ved bruk av Gordons vekstformel.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{KS \text{ siste år} \times (1+g)}{r_e - g}$$

Der *KS siste år* er den siste kontantstrømmen i kontantstrømoppstillingen, *g* er vekstraten og *r_e* er avkastningskravet til egenkapitalen. Terminalverdien neddiskonteres med diskonteringsraten til *KS siste år*. Estimert selskapsverdi vil da være summen av neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer tillagt den neddiskonterte terminalverdien.

2.2.5 Steg 5 Sensitivitetsanalyse

Flere av estimatene som inngår i denne verdsettelsen er basert på skjønnsmessige vurderinger. Ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse kan sensitiviteten i de ulike estimatene vurderes. Analysen vil vise hvor sensitivt resultatet av verdsettelsen er på endringer i noen av estimatene.

3 Metode

Verdsettelse er en kombinasjon av teori og praksis, der metoden som velges vil kunne påvirke resultatet (Miciuła et al., 2020). Teorigjennomgangen har vist til flere særegenheter ved bankbransjen som må hensyntas ved valg av metode for verdsettelsen. I dette kapitlet gjennomgås de ulike valgene som ligger til grunn for verdsettelse, analysene og beregningene i avhandlingens resultatkapitel.

3.1 Valg av verdsettelsesmetode

Diskusjonen rundt verdsettelsesmetoder i teorikapittelet, viste at dividendemetoden og egenkapitalmetoden er foretrukne rammeverk for verdsettelse av banker. Andre modeller som ble nevnt var opsjonsbasert verdsettelse og verdsettelse etter superprofittmodellen.

Opsjonsbasert verdsettelse kan kreve innsikt i intern informasjon om selskapet. Manglende tilgang på informasjonen opsjonsmetoden baseres på, kan påvirke kvaliteten på resultatet vi får ut av modellen. Denne verdsettelsen baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, og opsjonsbasert verdsettelse kan derfor bli utfordrende å følge. Dividendemodellen passer til verdsettelse av selskaper som utbetaler regelmessige utbytter (Gorini, 2020). Det ble også oppdaget at selskapsverdien til selskaper med en økning i utbetalte utbytter ble overestimert ved verdsettelse etter dividendemodellen. Samme verdiavvik forekom ved verdsettelse etter superprofittmodellen. SNN har det siste året hatt en økning i utbetalt utbytte, som vil kunne virke inn på resultatet ved bruk av dividendemodellen eller superprofittmodellen. I tillegg ga superprofittmodellen samme resultat som ved verdsettelse etter egenkapitalmetoden i en annen studie (Aggelopoulos, 2017). Det vil derfor være mer aktuelt å basere verdsettelsen i denne avhandlingen på en tilpasset variant av egenkapitalmetoden. Metoden ansees i de fleste artiklene som en egnet metode for bankverdsettelse, så fremst det foretas noen justeringer. Gorini (2020) påpeker også at metoden er den eneste som hensyntar kapitalkravet i henhold til Basel III. SNN viser i sin årsrapport til et mål om ren kjernekapitaldekning på minst én prosent over det regulatoriske minimumskravet, per i dag 15% (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Ren kjernekapitaldekning er bokført egenkapital justert for goodwill og immaterielle eiendeler (Gorini, 2020). Ettersom Gorini baserer sin metode på kapitalkravet, er det denne metoden som vil følges videre. Formelen for å finne egenkapitalens verdi er dermed:

Formel 5 Alternativ metode for FCFE.

$$\begin{aligned} & \text{selskapets nettoinntekt (årsresultat)} \\ & \pm \text{ kapitaljusteringer for å tilfredsstille regulatoriske krav} \\ & = FCFE \end{aligned}$$

Resultatet av verdsettelsen etter egenkapitalmetoden vil bli sammenlignet med resultatene av en komparativ verdsettelse, slik Hrdý (2018) foreslår. Ifølge Deev (2011) egner ikke substansverdimodellen seg for komparativ verdsettelse av banker, fordi det forutsettes at selskapet har eiendeler som kan omsettes i markedet. Banker har som regel flest immaterielle eiendeler og modellen blir derfor vanskelig å tilpasse bankverdsettelse. Av den grunn vil den komparative verdsettelsen i denne avhandlingen gjennomføres etter multiplikatormodellen. I kapitlet om verdsettelsesmetoder ble utfordringer knyttet til verdsettelse av banker beskrevet. En av utfordringene er definisjonen av gjeld i bankregnskapet. Ettersom totalkapitalmultiplikatorer inkluderer rentebærende gjeld, vil disse multiplikatorene være utfordrende å bruke i den komparative verdsettelsen. Verdsettelsen vil derfor baseres på egenkapitalmultiplikatorene.

Strategiske analyser

Den fundamentale verdsettelsen vil gjennomføres etter stegene beskrevet i teorikapitlet. Først gjennomføres strategiske analyser ved bruk av PESTEL-rammeverket, som vil gi en oversikt over hvilke faktorer bankbransjen påvirkes av. Oversikten vil være nyttig når fremtidsprognoser for SNN skal estimeres, spesielt ved utarbeidelsen av vekstrater for de ulike regnskapslinjene. Deretter brukes Portes fem krefter til å kartlegge markedskreftene og hvorvidt disse har en betydning for SNN sin fremtidige posisjon i markedet. De strategiske analysene oppsummeres til slutt i en SWOT-analyse.

Regnskaps- og nøkkeltallsanalyse

I neste del av verdsettelsen skal det foretas en regnskapsanalyse. Første steg av analysen er å omgruppere regnskapets balanse, slik det foreslås i teorikapitlet. Grunnet bankspesifikke faktorer er dette steget vanskelig å gjennomføre. Regnskapsanalysen vil derfor starte med en normalisering av regnskapet, for å få frem et normalisert resultat før skatt. I første omgang vil forskjeller i virkelig verdi knyttet til finansielle eiendeler normaliseres. Deretter vurderes bankens tap på utlån, gjennom historisk utvikling og sammenligning med andre banker i markedet. Sammenligningen vil gi en god innsikt i om banken har unormale tap på utlån eller følger markedet generelt. Dersom sammenligningen viser avvik i SNN sin årlige tapsprosent,

vil denne justeres opp eller ned for å normalisere tap på utlån. Andre poster i regnskapet som normaliseres er relatert til pensjonskostnader og andre engangsposter. Resultatet inneholder kostnader relatert til pensjonsforpliktelser og avkastning på avsatte pensjonsmidler. Disse postene er ikke driftsrelaterte kostnader eller inntjening og må derfor justeres bort.

Engangspostene vil bli redegjort for i selve regnskapsanalysen. Analysen skal videre gi oss et bilde på hvordan banken og bransjen har håndtert svingninger i økonomien de siste årene. Det vil være nyttig å se hvordan koronapandemien påvirket ulike poster i regnskapet. Samtidig er det viktig å sammenligne pandemiårene med tidligere år, som gir et inntrykk av bankenes regnskap i «normale» perioder. Analyseperioden settes til fem år og regnskap fra 2017 frem til 2021 er grunnlaget for analysen. På denne måten inkluderer analyseperioden en tilstrekkelig lang periode som inkluderer 3 år før pandemien, og det blir ikke støy og bias i analysen ved bruk av for gamle data. SNN vil sammenlignes med regionale sparebanker i Norge, da det er viktig at selskapene har tilnærmet lik inntjening og likt vekstpotensial. Dette gjelder også for nøkkeltallsanalysen, der nøkkeltall for bankene sammenlignes med tanke på soliditet, likviditet og lønnsomhet. Disse tallene er også relevant i vurderingen av SNN sin strategiske posisjon og ved vurderingen av bankens økonomiske stabilitet. I tillegg vil nøkkeltallsanalysen fokusere på regulatoriske krav som LCR, NSFR, krav til kapitaldekning og kjernekapitaldekning. Disse gir en innsikt i bankenes etterlevelse av regulatoriske krav. I regnskap- og nøkkeltallsanalysen vil SNN sammenlignes med fire banker som dekker hver sin landsdel i Norge. Bankene er SR-bank (Vestlandet), Sparebanken Sør (Sør-Norge), Sparebanken Øst (Øst-Norge) og SpareBank 1 SMN (Midt-Norge).

Avkastningskrav

Når regnskapsanalysen er gjennomført skal avkastningskravet til SNN beregnes.

Avkastningskravet til egenkapitalen finnes ved hjelp av kapitalverdimodellen. Beta-koeffisienten vil beregnes ved hjelp av et bransjeutvalg mot en veldiversifisert portefølje som foreslått av Koller et al. (2020). Bransjeutvalget vil være SNN i tillegg til de fire sparebankene som skal brukes i den komparative verdsettelsen. Ved å beregne betaen basert på SNN i tillegg til de fire utvalgte bankene til sammenligning vil effektene av selskapsspesifikke hendelser minimeres. Bankutvalget vil sammenlignes med Oslo børs sin hovedindeks, OSEBX, som er den mest veldiversifiserte porteføljen på børsen. Kilden for data for de utvalgte bankene og OSEBX vil være Oslo Børs sin hjemmeside (Euronext, u.å). Betaen vil videre justeres etter Bloombergs metode. Tidshorisonten for dataene vil ha 5 år som utgangspunkt, men beta for mellomlang horisont, 12 år, beregnes også for å kunne

vurdere resultatene nærmere. Målefrekvensen i analysegrunnlaget vil som utgangspunkt være månedlig, men vil også beregnes med daglig og ukentlig frekvens. På denne måten vil spennet i justert beta kunne vurderes skjønnsmessig, og i tillegg være grunnlag for sensitivitetsanalyse.

Når det gjelder markedets risikopremie gjennomfører PwC årlig en undersøkelse i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) kalt «Risikopremien i det norske markedet». Bakgrunnen for undersøkelsen er å kartlegge hvilken markedspremie og risikofrie rente ulike markedsaktører bruker i sine interne analyser og vurderinger. Resultatet var at markedets risikopremie gjennom undersøkelsesperioden lå stabilt på 5% (PWC, 2021), som vil være markedspremien som ligger til grunn for denne avhandlingens beregninger.

Den samme undersøkelsen viste at 39% baserer den risikofrie renten på en 10-årig statsobligasjon (PWC, 2021), den seneste tilgjengelige gjennomsnittlige månedsprisen var 1,47% (Norges Bank, 2021c). Dette er en historisk svært lav rente, og justert for inflasjon er dette i praksis nullrente. Dette gir utfordringer ved valg av risikofri rente i beregning av avkastningskrav, da faren er at man får et kunstig lavt avkastningskrav ifølge Kinserdal (2017). Dette er særlig en utfordring der man har et fast avkastningskrav for hele analyseperioden, og ikke justerer det for ventet utvikling i risikofri rente, markedspremie og beta. En alternativ måte å bestemme risikofri rente på er å bruke en normalisert risikofri rente, noe 26% av respondentene i PwCs undersøkelse bruker. Ifølge Kinserdal (2017) var denne ofte rundt 2,5% i 2017. Han påpeker videre at anslått risikofri rente også er et uttrykk for forventninger til økonomien, da risikofri rente i stor grad påvirkes av etterspørselen etter kontanter som følge av muligheten til lønnsomme prosjekter. Som følge av forventninger om moderat vekst og en tid med høyere inflasjon (Statistisk sentralbyrå, 2022) forutsetter derfor denne avhandlingen en risikofri rente lik 3%. Dette vil også delvis hensynta forventede økninger i styringsrenten fremover, og vil antakelig representere hele analyseperioden på en bedre måte enn 10-årige norske statsobligasjoner.

I fremtidsregnskapet til SNN vil skatt bli hensyntatt, som gjør at avkastningskravet også bør beregnes etter skatt. Formelen avkastningskravet beregnes etter vil være tilnærmet likt oppsettet i formel 1, men med en skattesats på 22% inkludert. Skattesatsen er basert på dagens sats for selskapsbeskatning. Formelen til avkastningskravet beregnes etter er dermed:

Formel 6 Avkastningskrav fra formel 1, tillagt skattesats.

$$r_e = r_f \times (1 + s) + \beta_e \times \left((r_m - r_f) \times (1 - s) \right)$$

Formelen inkluderer nå s som er skattesats.

Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet er nest siste steg i den fundamentale verdsettelsesprosessen. Tidshorisont for fremtidsregnskapet vil fastsettes basert på funnene av de strategiske analysene. For å estimere fremtidig vekst brukes informasjon fra de strategiske analysene og nøkkeltallsanalysen. I teorikapitlet ble det påpekt at poster i fremtidsregnskapet bør være relatert til selskapets finansielle drivere.

For å estimere fremtidig egenkapitalutvikling beregnes årlig egenkapital «bottom-up» med utgangspunkt i SNN sin rene kjernekapitaldekningsgrad. Ved å forutsette vekst i poster tilknyttet regulatoriske fradrag, risikovektet beregningsgrunnlag og fremtidig ren kjernekapitaldekning, kan egenkapitalen beregnes for årene i analyseperioden. SNN sin oppsett for denne beregningen er funnet i deres årsrapport (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b).

Netto renteinntekter (renteinntekter fratrukket rentekostnader) fra utlån anses som bankenes viktigste inntektskilde (Norges Bank, 2011). I nøkkeltallsanalysen vurderes netto renteinntekter (rentenetto) i prosent av bankens forvaltningskapital, da renteinntektene og rentekostnadene henger sammen med forvaltningskapitalen banker har. En av driverne for renteinntektene er brutto utlån, som vil analyseres tilbake i tid som prosent av bankens forvaltningskapital. Analysen vil gi en gjennomsnittlig vekst for brutto utlån og forvaltningskapital, som kan brukes til å estimere fremtidig forventet vekst i netto renteinntekter. En annen verdiskapende post er kundeinnskudd, som er bankenes viktigste finansieringskilde for utlån (Hoff, 2011). For å anslå fremtidig vekst for kundeinnskudd antas det at denne er nært knyttet til fremtidig vekst i den norske økonomien. Andre poster ansett som finansielle drivere er netto provisjonsinntekter, andre driftsinntekter, lønns -og administrasjonskostnader, avskrivninger og andre driftskostnader, tap på utlån, utbetaling av utbytte og skatt. Gjennom oppsettet av nevnte poster med forventet vekst vil det være mulig å estimere et fremtidsregnskap for SNN.

Gjennomføring av verdsettelse og sensitivitetsanalyser

Den fundamentale verdsettelsen kan gjennomføres når fremtidsregnskapet er utarbeidet. Egenkapitalens virkelige verdi beregnes etter den alternative varianten av egenkapitalmetoden som beskrevet i forrige delkapittel. Bankens egenkapitals fremtidige kontantstrømmer beregnes over en gitt tidshorisont. For perioden etter beregnes en terminalverdi ved hjelp av Gordons vekstformel. Dette vil oppsummert gi et estimat på bankens selskapsverdi, for å

finne egenkapitalbevisenes verdi må dette justeres for deres eierandel. Den komparative verdsettelsen vil gjennomføres etter multiplikatormodellen, hvor egenkapitalmultiplikatorene legges til grunn. Multiplikatorene sammenlignes med bankene nevnt ovenfor. Den komparative verdsettelsen baseres på pris-multiplikatorer, som pris/bok og pris/fortjeneste. Vanligvis inngår pris/salg også ved verdsettelse etter multiplikatormodellen, men grunnet vanskeligheter med å definere bankens eiendeler utgår bruken av denne multiplikatoren. For å gjennomføre verdsettelsen etter komparativ metode må multiplikatorene til SNN sammenlignes med samme forholdstall for resten av bransjen. Grunnet tidsbegrensninger vil bransjegjennomsnittet beregnes for et utvalg banker, som SR-Bank, Sparebanken Sør, Sparebanken Øst, Sparebanken Midt-Norge, SpareBank 1 Østlandet, SpareBank 1 Østfold-Akershus og Sandnes Sparebank. Bankene anses å oppfylle kriteriene sammenlignbare selskaper bør ha for å inngå i en komparativ verdsettelse. Når verdsettelsene er gjennomført brukes en sensitivitetsanalyse for å se hvordan endringer i ulike faktorer påvirker resultatet av den fundamentale verdsettelsen.

4 Resultater

I denne delen av avhandlingen presenteres resultatene fra verdsettelsesprosessen, først funnene fra den strategiske analysen. Deretter funnene fra nøkkeltallsanalysen, det normaliserte resultatregnskapet, beregnet avkastningskrav og estimert fremtidsregnskap. De siste delkapitlene presenterer SNN sin estimerte fundamentale verdi og verdien beregnet ved hjelp av komparativ verdsettelse. Kapitlet avsluttes med resultatene fra sensitivitetsanalysen.

4.1 Strategiske analyser

PESTEL-analyse

Politiske forhold som påvirker bankbransjen er skattepolitikk, retningslinjer for utlån til boligformål og reguleringer i henhold til rammeverk for banker. Selskapsskatten er 22% i 2022 (Regjeringen, 2022). Selskapsbeskatningen sies å være den skatten som hemmer vekst i bedrifter mest (NHO, 2022). En økning i selskapsbeskatningen vil dermed kunne påvirke vekstpotensialet til bankene. I Norge har skattesatsen for bedrifter hatt en nedadgående trend siden 2013 (Regjeringen, 2013) og i perioden 2013 til 2021 blitt redusert med 6 prosentpoeng.

Bankbransjen er en strengt regulert bransje. Tilpasninger til regulatoriske rammeverk krever økt bruk av ressurser og kan være en kostbar del av driften for en bank. God kontroll på egen drift sett opp mot regulatoriske krav vil kunne forhindre potensielle sanksjoner, bøter og negativ omtale i media. Finansdepartementet innførte 1. januar 2021 utlånsforskriften som er en sammenslåing av den tidligere boliglånsforskriften og forbrukslånsforskriftene (Regjeringen, 2021). Utlånsforskriften skal bidra til en mer bærekraftig utvikling i husholdningenes gjeld ved å regulere bankenes utlånspraksis. Dette innebærer at banker er pålagt å vurdere kundenes lånesøknader etter betalingsevne, gjeldsgrad, belåningsgrad og foreta beregninger rundt avdrag på lån..

Økonomiske forhold som påvirker bankbransjen er inflasjon, arbeidsledighet og rentenivå. Siden mars 2020 har verdensøkonomien og den norske økonomien merket effekten av koronapandemien. Nedstengninger, innreiseforbud og andre smitteverntiltak har påvirket den økonomiske aktiviteten. Og selv om noen bransjer ble truffet hardere, ble hele den norske økonomien påvirket negativt ved økt arbeidsledighet og flere konkurser. Da det så ut til å gå mot en mer normal økonomi i Norge ved «gjenåpningen» i februar 2022 skjedde det enda en alvorlig hendelse. I slutten av februar 2022 invaderte russiske styrker Ukraina og det brøt ut en konflikt, som i tillegg til å være en stor humanitær krise også har fått store konsekvenser

for økonomien. Sterke sanksjoner mot Russland, utfordringer i logistikkjeden, økte råvarepriser og fall på børser over hele verden har skapt utfordringer for økonomien (Statistisk sentralbyrå, 2022). Dette har videre ført til økt inflasjon.

Ifølge Statistisk sentralbyrå (2022) begynner norsk økonomi å stabilisere seg etter en nedgang i pandemiårene. I løpet av 2021 ble store deler av nedgangen fra pandemien innhentet. SSB forventer en konjunkturnøytral norsk økonomi med moderat vekst i årene som kommer.

Krigen i Ukraina vil kunne gi kraftige inflasjonsimpulser i 2022, særlig gjennom økte energipriser som følge av mindre import av russisk olje og gass. Tiltak i norsk pengepolitikk vil gjøre at prispresset i den norske økonomien reduseres. Norges Bank har som mål å holde inflasjonen på 2% over tid (Norges Bank, 2020). SSB estimerer i sine prognoser for årene 2023 til 2025 at inflasjonen vil ligge på dette nivået. Styringsrenten var rekordlav 2021 og var 0,75% ved utgangen av året. SSB estimerer en styringsrente på 1,75% for årene som kommer, som er et normalt rentenivå ifølge Norges Bank. Det forventes en marginal økning i arbeidsledighet i årene som kommer. Medvirkende årsak til økningen er usikkerhetene rundt krigen i Ukraina. Når det gjelder reallønnsvekst forventes denne litt høyere enn den anslåtte inflasjonen. Estimert oppgang for nominell vekst og reallønnsvekst er 4%. Boligprisene økte i 2021 med, men forventes å dempes i årene som kommer. Årsaken til dette er at det forventes en økning boligutbyggingen, som på sikt vil øke tilbudet av boliger.

Bankbransjen vil merke endringer i sosiokulturelle forhold som befolkningsvekst, demografi og arbeidsledighet. Befolkningsveksten i et land påvirkes av faktorer som flyttemønster, innvandring, dødstill og fruktbarhet. I Norge har befolkningsveksten gjennom de siste tolv årene vært lav (Statistisk sentralbyrå, 2022). Når det kommer til sentraliseringen i Norge viser tall at utflyttingen fra sentrum av kommunene er større enn tilflyttingen (Statistisk sentralbyrå, 2022). En annen naturlig forklaring på utflyttingen er økte boligpriser i sentrum av de store kommunene. Tallene viser også at små kommuner i Norge opplever større fraflytting enn de store kommunene. Spesielt gjelder dette for kommuner lokalisert nord i landet. SNN har en kundemasse med tilholdssted hovedsakelig i fylkene Troms og Finnmark, samt Nordland. Folketallet i Troms og Finnmark har vist en nedgang på 0,2% det siste året (Statistikk -og analyseenheten, 2022). Nordland fylkeskommune har det siste året hatt en nedgang i antall registrerte innbyggere fra året før (Indeks Nordland, 2022). Tallene viser at befolkningsnedgangen har minsket sammenlignet med tidligere år. Ifølge rapporten forventes befolkningsutviklingen i Nordland å jevne seg ut. Begrunnelsen for denne antakelsen er at flere av fylkets utflyttede innbyggere nå vender tilbake. Dette kan ha sammenheng med store

industriprosjekter som fylket nå har i fremmarsj. Industriprosjektene omhandler nyetableringer som forventes å påvirke det nordnorske næringslivet positivt. Dette innebærer blant annet etableringer som flere næringsparker, fiskeanlegg, fiskeslakteri, smelteverk og fabrikker (Byggfakta, u.å.).

I bransjepresentasjonen ble det vist til de teknologiske endringene bankbransjen har gjennomgått de siste årene. Giske (2018) hevder i sin artikkel for DNB at bank er teknologi, det vises videre til hvordan banker bør tenke som teknologiselskaper. PWC (u.å) bruker finansteknologi som et paraplybegrep for finansielle produkter og tjenester. Dette omfatter tjenester innen betaling, sparing, finansiering, aksjehandel og forsikring. Artikkelen trekker også frem at Norge er et godt stykke på vei når det kommer til digitalisering. Finansnorge (2019) spår store teknologiske fremskritt innen finansbransjen og påpeker videre viktigheten for finansforetak, herunder banker, å henge med på utviklingen. I artikkelen nevnes teknologiske fremskritt som digitale betalingsløsninger, mobilbank og andre digitale banktjenester.

Miljømessige forhold som påvirker bankbransjen, omhandler i hovedsak ansvaret de er tildelt gjennom ESG-regelverket. Regelverket er utarbeidet i EU og omfatter krav til miljø, samfunnsansvar og selskapsstyring (SpareBank 1 Hallingdal Valdres, 2021). Norge er forpliktet til å følge det gjennom sitt medlemskap i EØS. Norske banker er etter regelverket pålagt å gjøre en analyse av sine næringskunder. Faktorene som analyseres er miljømessige forhold som skal gi en indikasjon på hvordan bedriftene forholder seg til forurensning og energiforbruk. Videre skal bedriftenes holdning til klimaendringer og karbonrisiko vurderes. Gjennom Parisavtalen har Norge påtatt seg ambisiøse forpliktelser i klimapolitikken. Forpliktelsen innebærer en drastisk reduksjon i utslipp av ødeleggende klimagasser (Statistisk sentralbyrå, 2022). Hovedkildene til utslippene kommer av olje- og gassutvinning, industri og bergverk, energiforsyning, oppvarming av husholdninger, transport og jordbruk. For at Norge skal klare å nå utslippsmålene må disse sektorene gjennomgå det grønne skiftet.

Porters fem krefter

Den første kraften som analyseres er faren for nyetableringer i markedet. I innledningen til denne avhandlingen ble Sparebankenes historie ble gjennomgått. Av denne fikk vi innsikt i hvordan antallet sparebanker de siste årene har blitt kraftig redusert. Reduksjonen skyldes alt fra nedleggelser til fusjoner og oppkjøp. I Mars 2022 kom nyheten om at DNB kjøper Sbanken (Vilming, 2022) og SNN fusjonerte i 2021 med Helgeland Sparebank (SpareBank 1

Nord-Norge, 2022b). Siden 2012 har det vært i overkant av 20 fusjoner mellom sparebanker i Norge (Sparebankforeningen, 2022). De siste årene har det vært to nyetableringer i bankbransjen, dette er Fana Sparebank og Sparebanken Møre (Epsi Rating, 2021b). For å etablere og drive en bankvirksomhet må det innvilges konsesjon fra norske myndigheter (Finanstilsynet, 2017). Jamfør Finansforetakloven § 3-4. første ledd skal startkapital ved stiftelse av bank være et beløp som i norske kroner tilsvarer 5 millioner euro. Til sammenligning er kapitalkravet for å starte et alminnelig aksjeselskap 30 000 norske kroner jamfør aksjeloven § 3-1. første ledd.

Bankene har i hovedsak leverandører som tilbyr kapital og leverandører av kompetanse innen økonomi, finans, IT og teknologi. Banker finansieres gjennom kundeinnskudd, markedsfinansiering og egenkapital (Hoff, 2011). I 2021 utgjorde kundeinnskudd 40% av den totale finansieringen for norske banker, mens 30% var markedsfinansiering (Norges Bank, 2021b). Kundernes forhandlingsmakt inngår som en egen del av denne analysen og inngår derfor ikke i leverandørenes forhandlingsmakt. Markedsfinansieringen består av innskudd fra finansinstitusjoner og verdipapirgjeld (Hoff, 2011). Videre består markedsfinansieringen med lang løpetid av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og obligasjonslån. OMF representerer utlån til boligformål, mens obligasjonslån lånes ut til næringslivet. Ved uro i økonomien er det obligasjonslånene som er med utsatt, siden renten på obligasjonslånene består av en pengemarkedsrente og et fast risikopåslag. Risikopåslaget bestemmes av generelle markedsforhold og hvordan kreditorene vurderer bankenes låneevner. Risikopåslagene steg for eksempel markant i forbindelse med utbruddet av koronapandemien (Norges Bank, 2021b). Per i dag ligger påslagene lavere enn i forkant av pandemien, som gjør at banker har god tilgang til markedsfinansiering. Risikopåslagene bestemmes i markedene, og det er dermed lite «forhandlinger» mellom bankene og kapitalleverandørene.

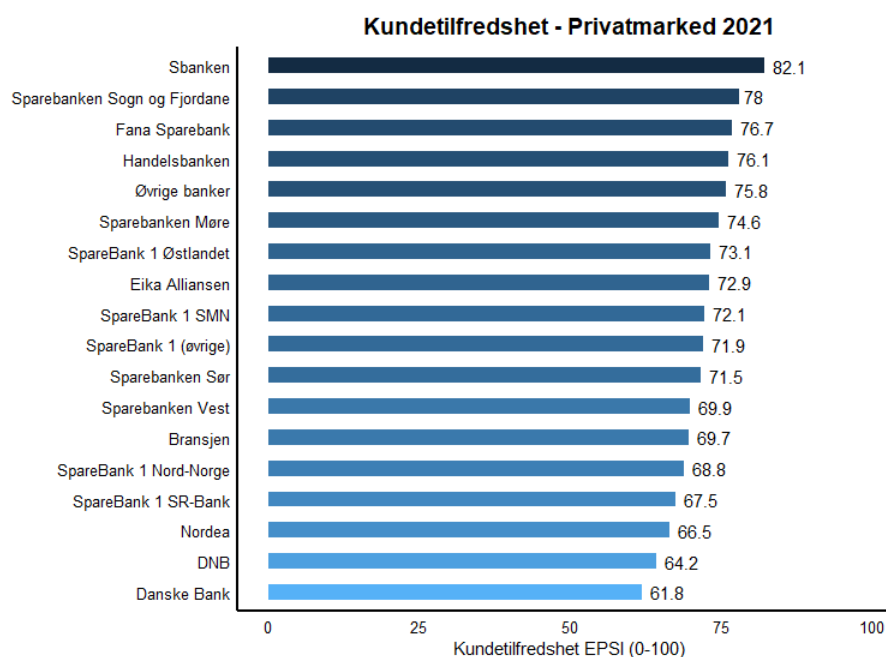
I tillegg til tilgang på kapital er banker avhengige av kompetanse hos sine ansatte eller ved å kjøpe tjenester. Tall fra 2021 viste at 93% av de som gjennomfører Siviløkonomutdanningen var i jobb et halvt år etter gjennomført studie (Kapital, 2021) noe som tyder på at det er stor kamp om denne kompetansen. I tillegg har eksempelvis etterspørselen etter IT-utdannede økt med 55% fra 2021 til 2022 (Noroff, 2022).

Trusselen fra substitutter innenfor bankbransjen knyttes i hovedsak til alternative tjenester som tilbyr betaling, forsikring og/eller finansiering. De siste årene kredit- og debetkort fått konkurranse fra betalingsløsninger utstedt av Apple Pay og Google Pay (Knudsen et al., 2019). Disse betalingsløsningene gjør det mulig å gjennomføre betalingen fra en mobiltelefon

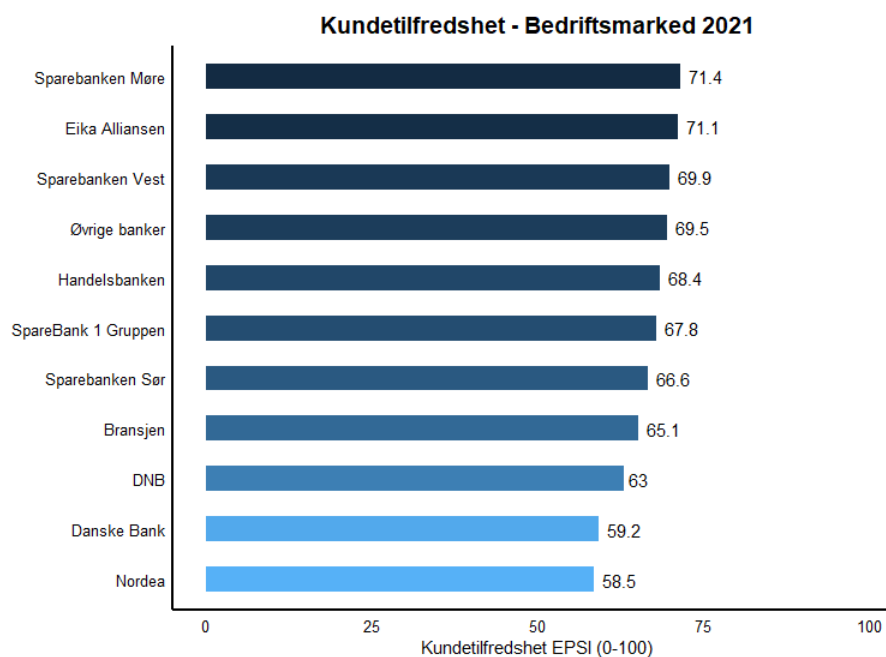
eller smartklokke. Den siste tiden har flere banker valgt å åpne opp muligheten for å benytte seg av disse betalingsløsningene (Brombach, 2019).

Innen forsikring og finansiering viser Knudsen et al. (2019) til selskaper som Amazon og Tesla. Amazon er et av verdens største selskap innen netthandel, der kundene gjennom abonnement får tilgang på et stort spekter av tjenester. Tesla har den siste tiden utviklet en spesialforsikring rettet mot Teslaeiere, som skal premiere såkalte lavrisikosjåfører. Hverken Amazon eller Tesla forsikring er foreløpig registrert i Norge.

Kundene til SNN er både privatkunder og bedriftskunder. Bankkundene er en av bankenes viktigste finansieringskilder og utgjør vanligvis rundt 40% av bankens totale inntjening (Hoff, 2011). En stor del av inntjeningen kommer fra renter på utlån til kundene, fordi bankene låner penger til en lavere rente enn kundene betaler for sine lån. Det er bankene selv som styrer utlånsrenten, hvor påslaget på NIBOR-renten påvirkes i hovedsak av konkurransen mellom de ulike bankene (Finans Norge, 2022). En annen faktor som gir kundene større forhandlingsmakt er muligheten for å bytte bank, som er blitt mye enklere de siste årene (Epsi Rating, 2021a). Analyser av bankbransjen viser at kundelojalitet ikke står like sterkt som før, samtidig som kundetilfredsheten har hatt en nedgang de siste årene (Epsi Rating, 2021b). Av figur 1 ser vi kundetilfredsheten til 18 norske bankers privatkunder i 2021, SNN er lavt plassert på 14. plass. Samme undersøkelse for bankenes bedriftskunder vises i figur 2, der SpareBank 1 Gruppen samlet havner på sjetteplass av til sammen 11 banker og allianser.



Figur 1 Kundetilfredshet Privatmarked 2021



Figur 2 Kundetilfredshet Bedriftsmarked 2021

Funn strategiske analyser

Bankbransjen har mange regulatoriske krav å forholde seg til og endringstakten i disse er høy. SNN har et stort fokus på overholdelse av regulatoriske krav og har etablert en kontrollmodell for å sikre tilstrekkelig intern kontroll (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Kontrollmodellen omfatter blant annet en complianceavdeling og en avdeling for risikostyring.

Gjennom analysen av økonomiske faktorer fikk vi et innsyn i fremtidige prognoser for norsk økonomi, tabell 5 oppsummerer forventede endringer utarbeidet av Statistisk sentralbyrå (2022).

Tabell 5 Fremtidige prognoser norsk økonomi gjort av SSB

Prognostisert vekst i %	2021	2022	2023	2024	2025
KPI	3,5	3,3	1,8	1,9	1,9
Boligprisvekst	10,5	4,8	3,6	2,4	0,9
BNP Fastlands-Norge	4,2	3,6	2,5	2,1	1,7
Arbeidsledighetsrate	4,4	3,5	3,6	3,6	3,6

Funnene i analysen av markedskreftene oppsummeres i tabell 6. Funnene er kategorisert etter graden av trussel det forventes at markedskreftene vil utgjøre for SNN.

Tabell 6 Oppsummering Porters fem krefter

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

Tabell 7 er en oppstilling av funnene gjort i SWOT-analysen, der styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene til SNN har blitt vurdert.

Tabell 7 Resultat strategisk analyse (SWOT)

<p>Styrker</p> <p>Bankens finansielle situasjon, god likviditet og soliditet</p> <p>Bidragstyper i det nordnorske samfunnet</p> <p>God relasjon til andre nordnorske aktører</p> <p>Utviklingen av regnskapshuset</p> <p>Samarbeid med Helgeland Sparebank</p>	<p>Svakheter</p> <p>Lav score på kundetilfredshet</p> <p>Ikke konkurransedyktige på lønn</p> <p>Lav rekruttering av arbeidskraft</p>
<p>Muligheter</p> <p>Flere bedriftskunder ved oppstart av byggeprosjekter i landsdelen</p> <p>Flere digitale løsninger gjennom samarbeidet med SB1-alliansen</p> <p>Samarbeid med andre lokale banker i landsdelen</p> <p>Rekruttere ansatte med kompetanse innenfor bankfaget.</p>	<p>Trusler</p> <p>Ytterligere reguleringer fra myndighetene</p> <p>Utenlandske selskap som Amazon, Klarna og Tesla</p> <p>Negative endringer i økonomien</p>

4.2 Normalisering av årsregnskapet

For å normalisere årsregnskapet til SNN brukes tall hentet fra bankens årsrapporter for årene 2016 til 2021 (SNN, 2022).

SNN har de siste årene hatt flere engangsinntekter og -kostnader som følge av ulike hendelser. Engangspostene normaliseres ut fra henholdsvis netto inntekter og respektive driftskostnadsposter.

Tabell 8 Normaliserte netto inntekter

Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017
Netto inntekter	4 307	4 060	4 124	3 416	3 314
Ekstraordinær gevinst salg portefølje SB1 Helgeland	100				
Erstatning "helikopter-saken"	163				
Fusjonsgevinst del 2 (Fremtind Livsforsikring AS)		340			
Fusjonsgevinst (Fremtind Forsikring AS)			460		
Salg eierpost SB1 Næringskreditt			4		
Sum ekstraordinære inntekter	263	340	464	-	-
Normaliserte netto inntekter	4 044	3 720	3 660	3 416	3 314

Tabell 9 Normaliserte driftskostnader

Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017
Personal- og driftskostnader	1748	1626	1640	1474	1366
Ekstraordinær pensjonskostnad	72				
Kostnader ifb. salg av kundeportefølje Helgeland Sb	64				
Kostnader ifb. lønnsomhetsprosjektet		77	33		
Kostnader ifb. med AML, digitalisering mm.			6		
Sum ekstraordinære kostnader	136	77	39	-	-
Normaliserte personal- og driftskostnader	1612	1549	1607	1474	1366

Finansielle instrumenter omfatter aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, verdipapirfundsandeler og derivater (Finans Norge, u.å). De finansielle instrumentene vil ofte gi en direkteavkastning, som utbetaling av utbytter eller renter. En endring i prisen for et instrument kan medføre en gevinst eller et tap, som først realiseres når instrumentet avhendes. Endringene bokføres likevel til virkelig verdi i henhold til IFRS. Siden endringene ikke er en del av den underliggende driften til banken normaliseres de ut av fremtidsregnskapet.

Tabell 10 Netto verdiendring

Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017
Gevinst/tap og netto verdiendringer fin. Eiendeler	226	95	84	83	114
Netto verdiendring som normaliseres	226	95	84	83	114

Tap på utlån kan variere mye fra år til år, men den underliggende driften representeres ikke av disse svingningene. Det er derfor ønskelig å finne en normal tapsprosent, som kan brukes til å normalisere hvert enkelt år. Normaliseringen anses som særdeles viktig i dette tilfellet, da

SNN har sett store svingninger i 2020 som følge av koronapandemien. I 2020 ble en markant økning i tap på utlån fryktet som følge av alle tiltakene som kunne gi konsekvenser for norsk privat- og bedriftsøkonomi. Det viste seg å bli mindre ille enn antatt, og i 2021 gjorde SNN en stor reversering av tapsavsetningene. Gjennomsnittlig tap på utlån har i perioden vært 0,08% og dette velges som «normal» tapsprosent for SNN. «Unormalt tap» normaliseres ut av fremtidsregnskapet.

Tabell 11 Normalisert tap på utlån

Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017	Gjennomsnitt
Brutto utlån	90 035	90 511	86 771	82 145	75 003	84 893
Netto tap på utlån	- 235	332	11	22	184	62,8
Tap i % av utlån	-0,26 %	0,37 %	0,01 %	0,03 %	0,25 %	0,08 %
Normalisert tap	70,3	70,7	67,8	64,2	58,6	
Unormalt tap	-305,3	261,3	-56,8	-42,2	125,4	

Oppsummert ser vi at SNN sin resultatvekst for 2021 i stor grad er drevet av engangsposter og ikke-driftsrelaterte hendelser.

Tabell 12 Normalisert resultat før skatt

Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017
Resultat før skatt	2 794	2 102	2 473	1 920	1 764
Normalisering netto inntekter	- 263	- 340	- 464	-	-
Normalisering personal- og driftskostnader	136	77	39	-	-
Normalisering verdiendring finansielle eiendeler	- 226	- 95	- 84	- 83	- 114
Normalisering tap utlån	- 305	261	- 57	- 42	125
Normalisert resultat før skatt	2 136	2 005	1 907	1 795	1 775
Årlig vekst normalisert resultat før skatt	6,5 %	5,1 %	6,3 %	1,1 %	

SNN sin utbyttegrad er oppgitt i prosent av resultat etter skatt, for fremtidsregnskapets del må dette være i forhold til normalisert resultat. For å estimere «normalisert utbyttegrad» beregnes først normalisert resultat etter skatt, ved å anta at «normalisert skattekostnad» finnes ved årets selskapsskattesats.

Tabell 13 Normalisert utbyttegrad

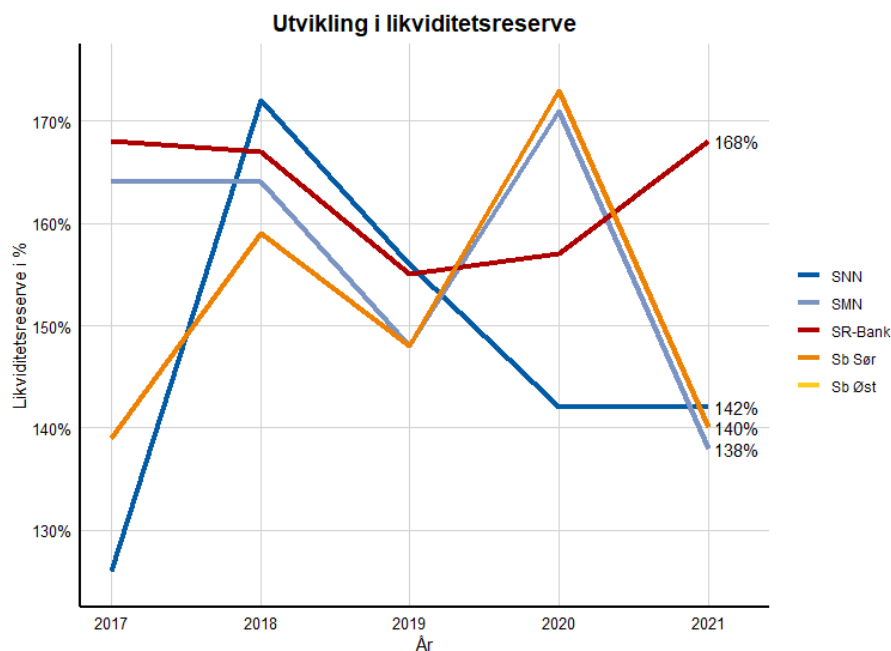
Tall i millioner kr.	2021	2020	2019	2018	2017
Utbytte	1516	845	866	866	867
Resultat etter skatt	2 227	1 741	2 034	1 493	1 515
Utbyttegrad	68,1 %	48,5 %	42,6 %	58,0 %	57,2 %
Normalisert resultat før skatt	2 136	2 005	1 907	1 795	1 775
Skattekostnad (2017: 24%, 2018: 23%, ellers: 22%)	470	441	420	413	426
Normalisert resultat etter skatt	1 666	1 564	1 488	1 382	1 349
Normalisert utbyttegrad	91,0 %	54,0 %	58,2 %	62,7 %	64,3 %

4.2.1 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen er basert på tall hentet fra bankenes årsrapporter for årene 2016 til 2021 (SMN, 2022; SNN, 2022; Sparebanken Vest, 2022; Sparebanken Øst, 2022; SR-Bank, 2022).

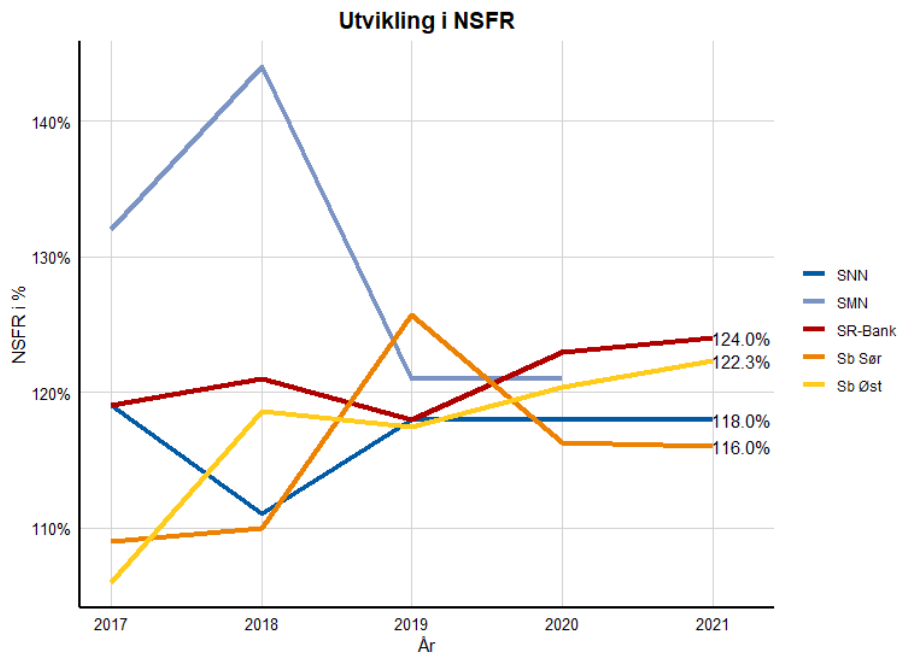
Likviditet

I første omgang blir likviditet analysert med tanke på likviditetsreserve i henhold til LCR-kravet. Figur 3 viser at alle bankene oppfyller kravene om en likviditetsreserve på minst 100%.



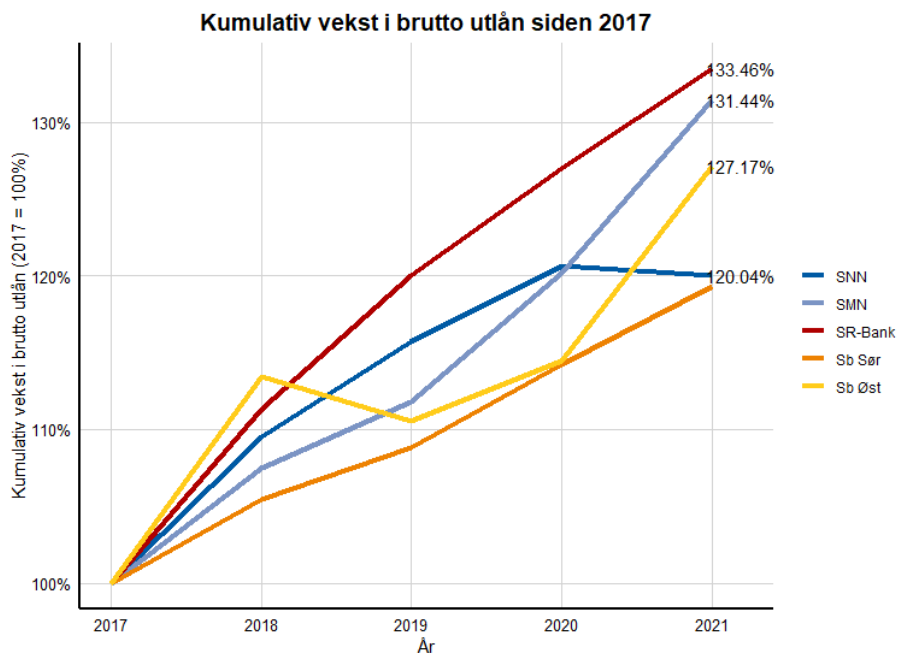
Figur 3 Utvikling i likviditetsreserve

NSFR-kravet skal sørge for at bankene har en langsiktig og stabil finansiering. Tidligere har det vært krav om at bankene skal ha en generell stabil og langsiktig finansiering. I løpet av 2021 ble et minstekrav for NSFR på 100% innført. Figur 4 viser bankenes utvikling i NSFR.



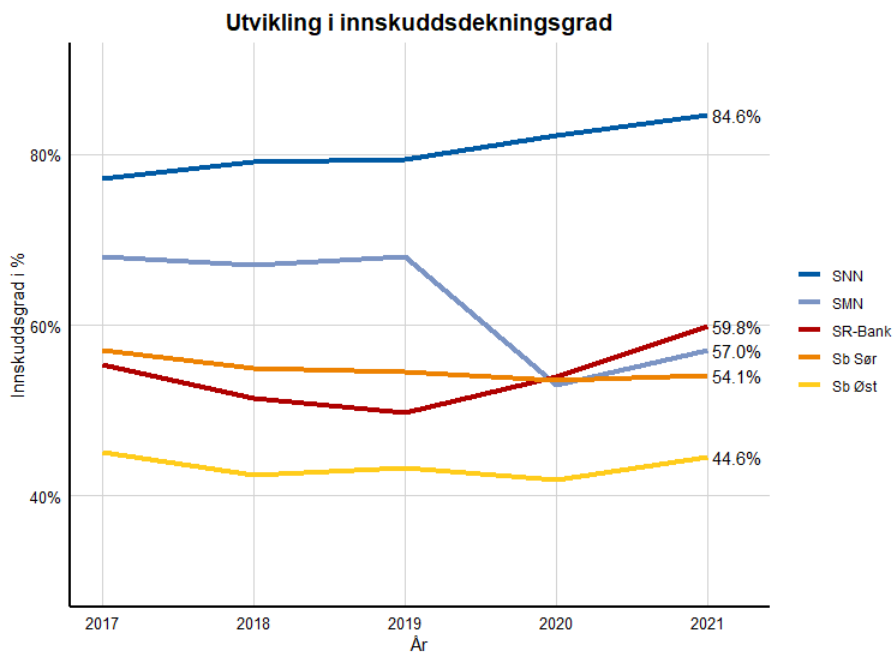
Figur 4 Utvikling i etterlevelse av NSFR-kravet. Mangler tall for SMN i 2021

Banker benytter markedsfinansiering i tillegg til kundeinnskudd for å finansiere utlån til kundene sine. Dette gjør at bankene i urolige tider kan stå ovenfor en større risiko knyttet til fornyelse av utlån. Figur 5 viser vekst i brutto utlån for bankene i analyseperioden, der brutto utlån i 2017 er satt som utgangspunkt for hver enkelt bank. SNN har økt brutto utlån hvert år til 2020, mens det var en nedgang i år 2021..



Figur 5 Kumulativ vekst i brutto utlån for banker siden 2017

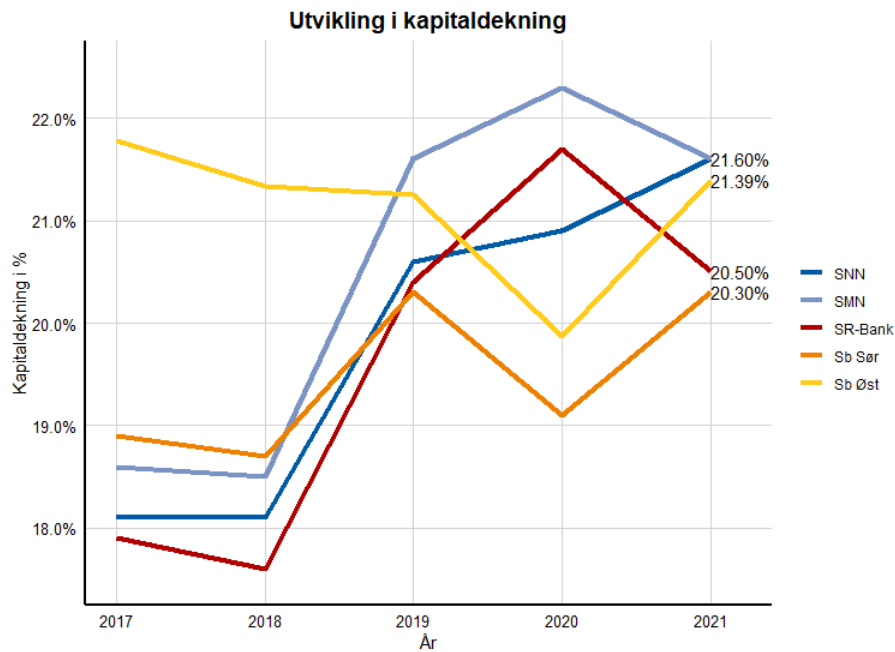
Innskuddsgrad sier noe om forholdet mellom innskudd fra kunder sammenlignet med brutto utlån. Forholdstallet viser hvordan bankene finansierer utlånene til kundene sine. Av Figur 6 ser vi at SNN har en høyere innskuddsgrad sammenlignet med sine konkurrenter. Grafen viser at bankens innskuddsdekning de siste årene har vært stabil og ligger over bankens mål for dette tallet. Dette innebærer at banken er mindre avhengig av markedsfinansiering og dermed er bedre rustet dersom tilgangen på markedsfinansiering svekkes.



Figur 6 Utvikling i innskuddsdekningsgrad

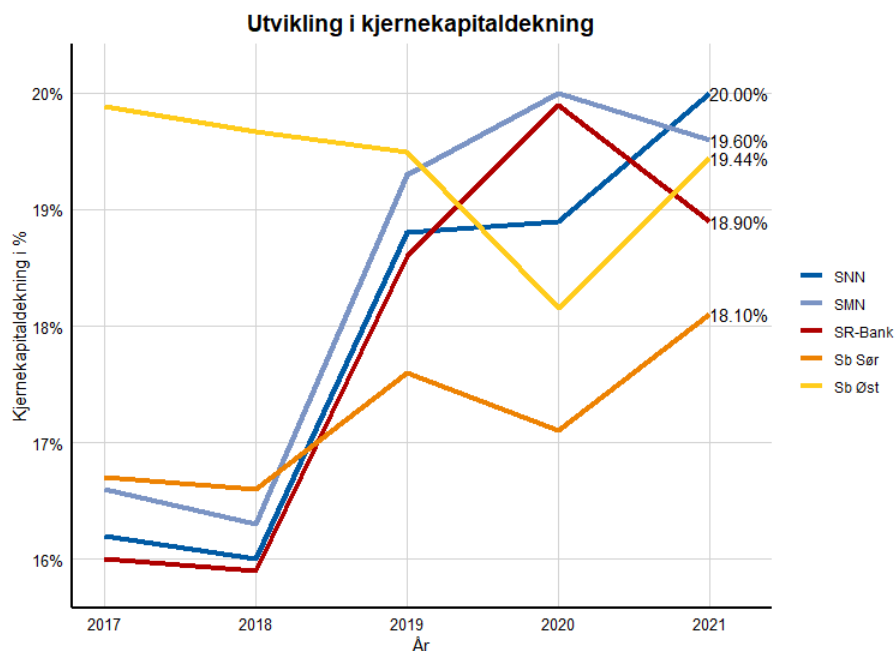
Soliditet

Bankbransjen er underlagt strenge soliditetskrav, som blant annet omfatter krav til bankenes kapitaldekning. Soliditetskravene skal sikre at bankene tåler å bære tap i samsvar med risikoen knyttet til utlån (Finanstilsynet, 2021a). Ved en nedgangskonjunktur i økonomien skal kapitalkravene sikre at bankene tåler eventuelle tap på utlån, uten å måtte stramme inn utlånsvirksomheten. I tabellen nedenfor vises bankenes samlede krav til kapitaldekning inkludert bufferkravene. Av Figur 7 ser vi at alle bankene ligger over kravet til kapitaldekning, som er listet opp i Tabell 4. SNN ligger innenfor kravet og har økt kapitaldekningen siden 2017.



Figur 7 Utvikling i kapitaldekning

Bankenes kjernekapital består av ren kjernekapital tillagt hybridkapital. Figur 8 viser bankenes utvikling i kjernekapitaldekningen. Her ser vi at bankene gjennom de siste årene har oppfylt kravet fra Tabell 4. SNN har per 2021 en marginalt høyere grad av kjernekapitaldekning, sammenlignet med de andre bankene.



Figur 8 Viser bankenes utvikling i kjernekapitaldekning

Kreditt risiko beskrives SNN sine årsrapporter som risikoen i forbindelse med utlån til privat- og bedriftsmarkedet. Risikoen knytter seg til tap på utlån, som følge av at kunder ikke har evne til å oppfylle sine forpliktelser i henhold til avtale. I bransjerepresentasjonen ble det nevnt at bankenes inntjening blant annet er inntekter fra utlån. For å kunne estimere fremtidig inntjening vil det være nyttig å vurdere bankens tap på utlån de siste årene. Dette vil gi en indikasjon på hvordan tapene fordeler seg mellom bankens privat- og bedriftskunder. Tabell 14 viser brutto utlån sektor- og næringsfordelt i prosent. Av tabellen ser vi hvordan banken de siste årene har hatt en økning i utlån til bedriftsmarkedet.

Tabell 14 Brutto utlån sektor og næringsfordelt i prosent for SNN i årene 2017 til 2021. Sum bedriftsmarked og sum privatmarked viser andelen i bankens totale utlån som kan knyttes til hvert av markedene.

Bruttoutlån sektor og næringsfordelt i %	2021	2020	2019	2018	2017
Eiendom	19 %	18 %	18 %	14 %	14 %
Finansielle foretak, forsikring og verdipapirforetak	4 %	4 %	4 %	4 %	5 %
Fiske og hvabruk	11 %	9 %	7 %	5 %	5 %
Industri	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %
Jordbruk og skogbruk	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Kraft og vannforsyning, bygg og anlegg	5 %	4 %	4 %	3 %	3 %
Offentlig forvaltning	0 %	0 %	0 %	1 %	1 %
Tjenesteytende virksomhet	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Transport og lagring	4 %	4 %	4 %	4 %	5 %
Varehandel, hotell og restaurantvirksomhet	3 %	3 %	3 %	3 %	3 %
Sum bedriftsmarked	52 %	50 %	48 %	41 %	44 %
Sum privatmarked	48 %	50 %	52 %	59 %	56 %
Sum utlån	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

I tabell 15 ser vi prosentvis årlig endring i tap på utlån fordelt mellom bankens privat- og bedriftsmarked. Endringene viser en markant nedgang i tap på utlån tilknyttet privatmarkedet, samtidig har tapsprosenten økt for utlån til bedriftsmarkedet. «Sum bedriftsmarked» i tabell 14 og tap på utlån i prosent for bedriftsmarked i tabell 15, viser at SNN hadde en økning i utlån til bedriftsmarkedet fra 2020 til 2021, men samtidig en nedgang i tap på utlån til det samme markedet.

Tabell 15 Tap på utlån i prosent fordeling privatmarked og bedriftsmarked for SNN i årene 2017 til 2021.

Tap på utlån i % fordeling PM og BM	2021	2020	2019	2018	2017
Bedriftsmarked	92 %	97 %	-27 %	-14 %	81 %
Privatmarked	7 %	3 %	127 %	114 %	19 %

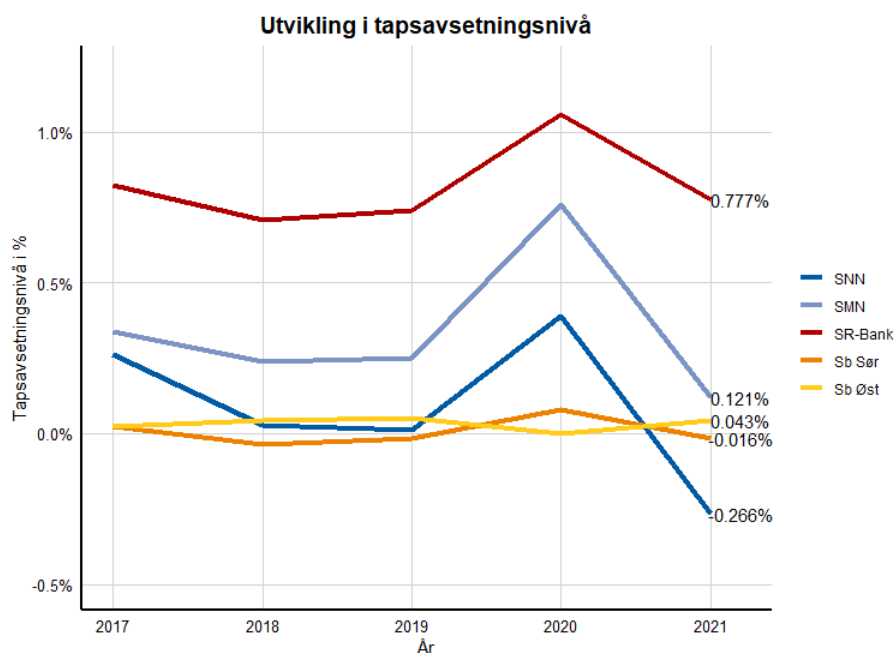
Tabell 16 viser bankens interne kredittkvalitet for den totale utlånsportefølje. Majoriteten av utlånsvolumet vurderes til vært lav risiko i 2021, noe som er høyere enn de fire foregående årene. Svært høy og høy risiko er på 3% i 2021, mens misligholde utlån er 1%.

Tabell 16 Viser SNN sin interne kredittkvalitet og risiko på totalporteføljen for årene 2017 til 2021.

Totalportefølje	2021	2020	2019	2018	2017
Svært lav risiko	53 %	44 %	49 %	49 %	50 %
Lav risiko	22 %	33 %	24 %	24 %	24 %
Middels risiko	19 %	19 %	22 %	22 %	22 %
Høy risiko	3 %	2 %	3 %	3 %	2 %
Svært høy risiko	3 %	2 %	2 %	2 %	1 %
Misligholdt eller individuelt nedskrevet	1 %	0 %	0 %	0 %	1 %

Figur 9 viser utviklingen i SNN og de sammenlignbare bankenes tapsavsetningsnivå. I likhet med andre nøkkeltall ser vi at de fleste bankene økte tapsavsetningsnivået i 2020.

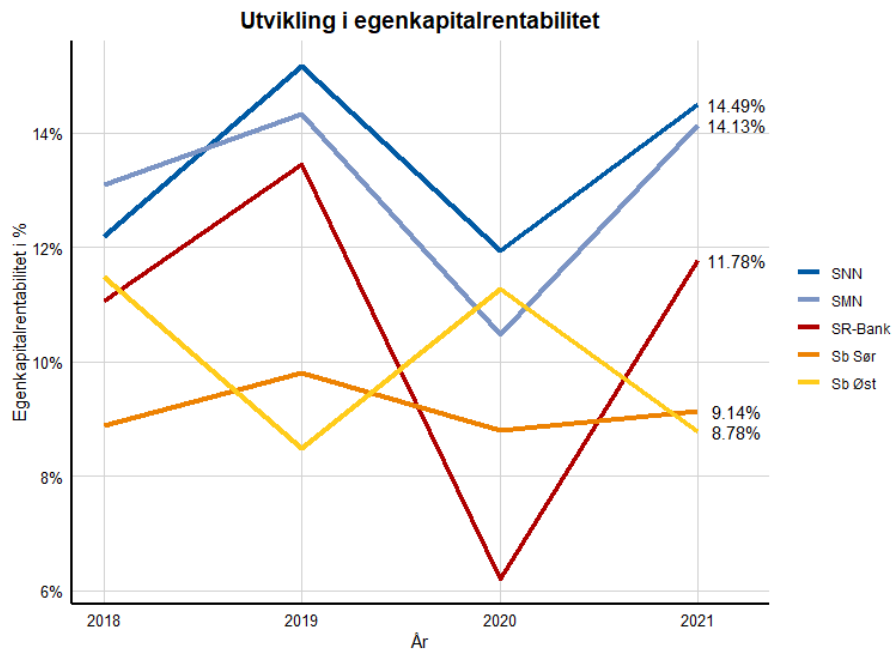
Sparebanken øst har hatt en stabil utvikling i sitt tapsavsetningsnivå gjennom hele perioden. Bransjen (bortsett fra Sparebanken Øst) satte ned tapsnivået fra 2020 til 2021, der SNN hadde en større justering enn de andre bankene.



Figur 9 Viser årlig utvikling i bankenes tapsavsetningsnivå for årene 2017 til 2021.

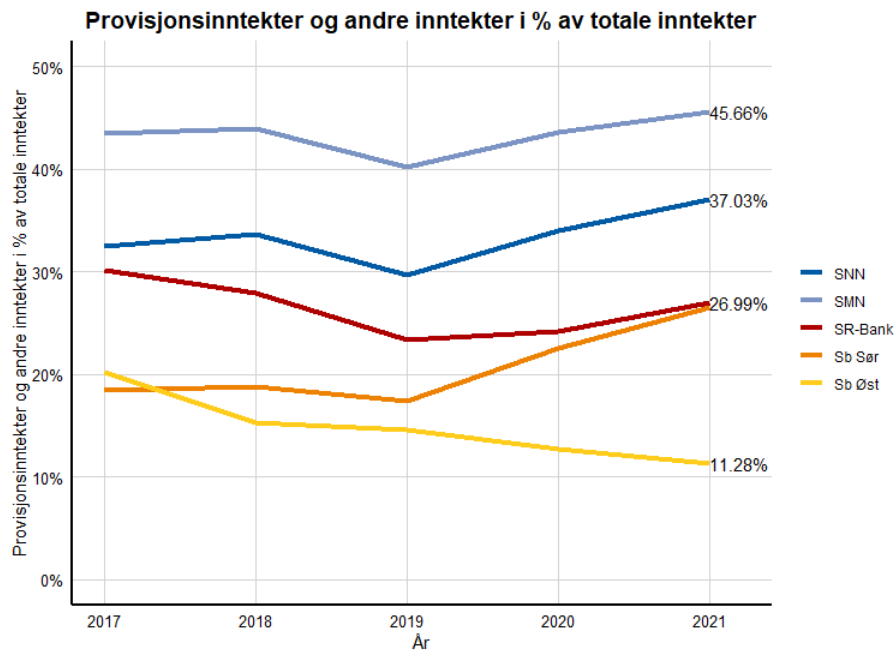
Lønnsomhet

Egenkapitalrentabilitet er selskapets egenkapital delt på total egenkapital, altså egenkapitalen tillagt gjeld. Nøkkeltallet påvirkes av reguleringene i henhold til bankenes kapitalkrav. Figur 10 viser utviklingen i bankenes egenkapitalrentabilitet. SNN har hatt høyest egenkapitalrentabilitet de tre siste årene, og hadde nest høyest i 2018.



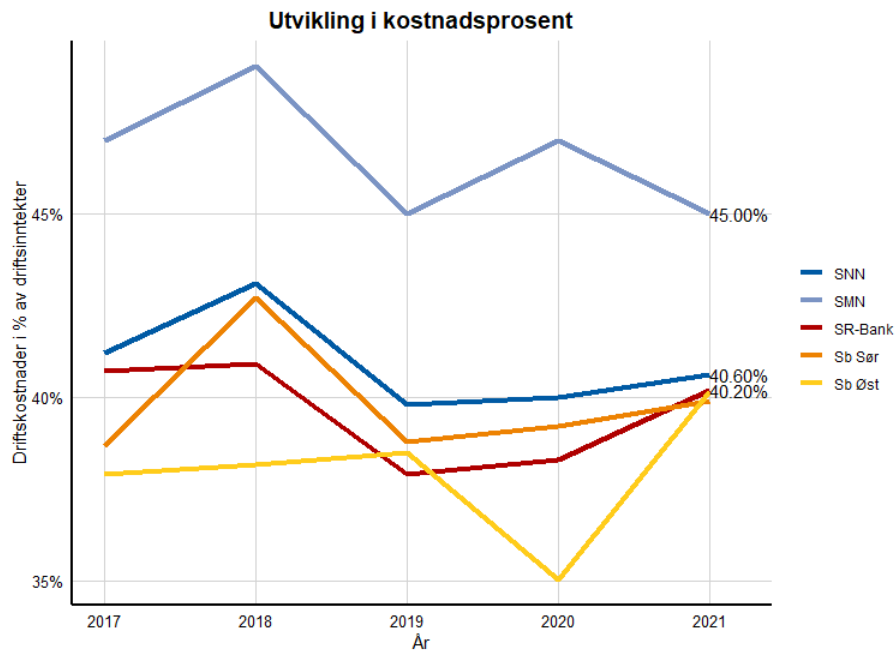
Figur 10 Viser årlig utvikling i bankenes egenkapitalrentabilitet for årene 2018 til 2021.

Provisjonsinntekter for SNN omfatter inntekter fra bankens produktspekter, som sparing, forsikring, plassering og forsikring. I tillegg får banken provisjonsinntekter gjennom tjenestene datterselskapene tilbyr, som for eksempel eiendomsmegling og regnskapstjenester (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Andre inntekter for banken kan knyttes til eiendomsforvaltning og verdipapiromsetning. Figur 11 viser utviklingen i provisjons- og andre inntekter i prosent av totale inntekter. SNN har en høyere andel av provisjons- og andre inntekter, enn de andre bankene. Når det gjelder andre inntekter for 2021 inkluderer disse salgssummen for kundeporteføljen SNN solgte til Helgeland Sparebank. Uavhengig av økningen fra 2020 til 2021 ligger SNN jevnt over de sammenlignbare bankene.



Figur 11 Viser årlig utvikling fra 2017 til 2021 i provisjonsinntekter og andre inntekter i prosent av bankenes totale inntekter.

Kostnadseffektivitet trekkes frem som et satsningsområde i alle bankenes årsrapporter. For å vurdere hvorvidt bankene driver effektivt er det nyttig å vurdere nøkkeltallet kostnad per inntektskrone, som viser sum kostnader i forhold til sum inntekter. SNN har et langsiktig mål på en kostnadsprosent på 40% eller lavere. Figur 12 viser utviklingen kostnadsprosenten for alle bankene. SR-Bank og Sparebanken Sør har ikke publisert nødvendige tall for utregningen av kostnadsprosent i 2021. SNN har en litt høyere kostnadsprosent enn de andre bankene, men er nærme målet sitt på 40%.



Figur 12 Viser årlig utvikling i kostnadsprosent fra 2017 frem til 2021. Av figuren ser vi hvordan SNN er nære en kostnadsprosent på 40%, som er målet.

Oppsummering nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen viser at SNN gjennom analyseperioden har tilfredsstillt likviditetskravene satt av myndighetene. Bankens soliditetskrav listet opp i Tabell 4 er også tilfredsstillt. Analysen av bankens utlånsportefølje i Tabell 16 viser at det er lav risiko knyttet til bankens totale utlånsportefølje. SNN hadde høyest egenkapitalrentabilitet av alle i 2021, og den har vært stabilt god i hele 5-årsperioden. SNN sine provisjonsinntekter har vært stabil i hele perioden, og har vært relativt høy sammenlignet med de andre bankene. Utviklingen i kostnadsprosent fra figur 12 viser at banken har vært stabilt rundt 40%, som er deres interne mål for dette nøkkeltallet. Hensyntatt engangsposter var denne 38,3% i 2021, en nedgang fra 43,7% i 2020 (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). Banken har AA3 i langsiktig kredittrating fra Moody's. AA3-ratingen gis til banker med god tilgang på kapital, en robust kapitalbase og få tap på utlån (Moody's, 2022).

4.3 Avkastningskrav

I dette kapitlet beregnes avkastningskravet for egenkapitalen, som skal være utgangspunktet for neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer. Ved sammenstilling av historiske kurser fra Oslo Børs oppsto det raskt noen utfordringer. SR-Bank mangler historiske kurser før 2012 som følge av overgangen til ASA som selskapsform, det besluttet derfor å ta ned den maksimale tidshorisonten fra 12 til 10 år. Videre ble det klart at både Sparebanken Sør og Sparebanken Øst manglet prisdata for en rekke datapunkter, for henholdsvis 592 og 91 dager, sammenlignet med OSEBX for perioden. Mangelen på nevnte datapunkter vil kunne gi uheldige utslag ved beregning av beta og begge bankene utelates fra utvalget. DNB Bank, Norges største bank, blir i stedet lagt til i utvalget for å bøte på dette. Beregnede beta blir for de utvalgte bankene blir beregnet ved hjelp av formel 2 og formel 3.

Tabell 17 Beregnet beta for de utvalgte bankene

	Tidshorisont 5 år		Tidshorisont 10 år	
	Rå Beta	Justert beta	Rå Beta	Justert beta
Daglig	1,0446	1,0299	0,9671	0,9779
Ukentlig	1,1052	1,0705	1,0499	1,0334
Månedlig	1,1980	1,1327	1,1725	1,1155

Gitt risikofri rente 3%, skattesats 22% og markedets risikopremie lik 5% blir avkastningskravet for egenkapitalen som vist i Tabell 18, gitt de ulike beta-beregningene, ved formel 6:

Tabell 18 Beregnet avkastningskrav for egenkapitalen

	Tidshorisont 5 år		Tidshorisont 10 år	
	r_e	Justert r_e	r_e	Justert r_e
Daglig	6,41 %	6,36 %	6,11 %	6,15 %
Ukentlig	6,65 %	6,51 %	6,43 %	6,37 %
Månedlig	7,01 %	6,76 %	6,91 %	6,69 %

For de ulike beta-beregningene varierer dermed justert avkastningskrav fra 6,15% til 6,76%. Denne differansen må anses som relativt liten, på tross av at små endringer i avkastningskrav kan få store konsekvenser for estimert selskapsverdi.

Avkastningskravet for egenkapitalen settes i henhold til utregning for 5-årig periode med månedlig frekvens: 6,76%. Skjønnsmessig fremstår dette også som et fornuftig valg basert på de beregnede kravene, da et avkastningskrav under 7% allerede virker noe lavt.

4.4 Fremtidsregnskap

I dette kapitlet utarbeides det et fremtidsregnskap basert på de strategiske analysene, normalisering av regnskapet og nøkkeltallsanalysen. Gjennom de strategiske analysene har vi fått et bilde av bankens strategiske posisjon. I tillegg til informasjon om hvordan ulike makro- og mikroøkonomiske forhold påvirker SNN. Analysen av historiske regnskapsposter har gitt en indikasjon på bankens finansielle stabilitet, som vil være nyttig i prognosene for fremtidig vekst. Tidshorisonten for fremtidsregnskapets bør strekke seg frem til selskapet har nådd «steady state» (Koller et al., 2020). Det er vanskelig å forutsi når SNN vil nå «steady state», men informasjon tilegnet gjennom analysene vil være hjelpsomt her. Funn i de strategiske analysene tilsier at SNN og bankbransjen generelt kan anses som modent. Det kan derfor antas at SNN bruker kortere tid enn et nyetablert selskap på å nå «steady state». Koller et al. (2020) foreslår en tidshorisont på minimum fem år og maksimum femten år, da estimerer for en periode utover dette kan forventes å bli urealistiske. Grunnet etterslep fra koronapandemien og usikkerheter i økonomien knyttet til krigen i Ukraina, er det tenkelig at banken bruker lengre tid på å nå «steady state», enn om disse faktorene ikke eksisterte. For å hensynta dette settes tidshorisonten for fremtidsregnskapet til SNN til ni år, som også er innenfor anbefalingen til Koller. Fremtidsregnskapet vil strekke seg fra 2022 til 2030. For å kunne utarbeide et fremtidsregnskap må det anslås vekstrater for de ulike regnskapspostene og de økonomiske størrelsene som inngår i det.

Forvaltningskapitalen er i stor grad drevet av privatpersoners og bedrifters behov for å ta opp lån, i tillegg til ulike makroøkonomiske nøkkeltall som BNP, arbeidsledighet og boligprisutvikling. SSB (2022) har i sine prognoser for norsk økonomi forutsatt en BNP på nærme 4%, som i løpet av årene avtar til en moderat vekst. Det er verdt å merke seg at denne analysen er gjort etter invasjonen av Ukraina, og den store makroøkonomiske usikkerheten knyttet til denne hendelsen. I Nord-Norge er det mangel på arbeidskraft (Nav, 2022), det forventes derfor færre utfordringer knyttet til arbeidsledighet for den nordnorske landsdelen. Vekst i forvaltningskapital settes av den grunn marginalt over SSBs makroøkonomiske prognoser. Renteinntekter og -kostnader henger tett sammen med aktiviteten forvaltningskapitalen, gitt at det ikke er noen grunn til å forvente vesentlige endringer i rentemarginen, settes veksten likt som forvaltningskapitalen for disse postene. Brutto utlån får tilsvarende forutsatt utvikling i vekst da disse størrelsene henger tett sammen.

Provisjonsinntekter og -kostnader settes med en marginalt lavere utvikling, men over Norges Banks inflasjonsmål på 2% (Norges Bank, 2020). Vekstraten settes ned til 2% i år 2026 frem

til 2030. Tilsvarende rasjonale er brukt for «utbytte og andre inntekter fra eierinteresser» og «andre driftskostnader». Det er forutsatt en noe høyere vekst for andre driftsinntekter som følge av satsingen på SNN Regnskapshuset og regnskapstjenester.

Som drøftet i de strategiske analysene er det stor etterspørsel etter ansatte med kompetanse innen økonomi og IT. Det er derfor antatt at kampen om kompetanseansatte vil føre til press på lønningene og økte personalkostnader, derfor settes antatt vekst til 5% de første årene før veksten avtar noe. Det kan også være nødvendig med økt satsing på egen IT-sikkerhet som følge av økt kriminalitet innenfor dette området (Finanstilsynet, 2021b). På den andre siden kan kostnadsinnsparinger komme i form av digitalisering, prosessforbedring og/eller automatisering.

Tapsprosenten settes noe over «normalisert» tapsprosent på 0,08% de første årene som følge av den økonomiske usikkerheten, før den legges på «normalen» årene etter dette.

Selskapsskattesatsen er per i dag 22% og på tross av rød-grønn regjeringen er det ventet at den forblir på det nivået i nærmeste fremtid. Dette for å stimulere økonomien etter koronapandemien og med usikkerheten som følge av krigen i Ukraina. Ettersom det er nytt Stortingsvalg i 2025 er det også vanskelig å si hva som blir utfallet der, og skattesatsen antas derfor å forbli på 22% i hele perioden.

SNN har som mål å ha minst 50% i utbytte, dette er riktignok i forhold til ikke-normalisert resultat. Gjennomsnittlig «normalisert utbyttegrad» har for de siste 5 årene være 66%, riktignok sterkt drevet av 91% i 2021. Som følge av dette antas det utbytte som er 60% av normalisert resultat etter skatt.

Risikovektet beregningsgrunnlag henger tatt sammen med veksten i forvaltningskapital, men som følge av den økonomiske usikkerheten antas det at porteføljen som helhet blir vurdert å være noe mer risikoutsatt. Derfor forutsettes veksten å være 1% høyere enn for forvaltningskapitalen de to første årene, før den deretter er lik.

Fondsobligasjonen antas å være uforandret, da det er en evigvarende fondsobligasjon med rentekostnader som føres direkte mot egenkapitalen.

Øvrige poster som er relevante for regulatoriske fradrag er vanskelig å estimere vekst for, og derfor antas veksten å ligge på Norges Banks langsiktige inflasjonsmål på 2%. Disse postene er selvsagt utsatt for eventuelle endringer i regulatoriske krav og antatt vekst for disse størrelsene skal derfor særlig testes i sensitivitetsanalysene.

Vekstrate i «steady state» etter år 2030 er satt til 2% for alle poster, lik Norges Banks langsiktige inflasjonsmål.

Tabell 19 Viser de estimerte vekstratene per post for perioden 2022 til 2030, som inngår i fremtidsregnskapet i tabell 20.

Forutsatt vekstrate per post	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Forvaltningskapital	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Renteinntekter	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Rentekostnader	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Provisjonsinntekter	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Provisjonskostnader	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Andre driftsinntekter	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Utbytte og andre inntekter eierinteresser	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Personalkostnader	5,0 %	5,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Andre driftskostnader	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Brutto utlån	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Tapsprosent	0,10 %	0,10 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %
Skattesats	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Utbetalingsgrad utbytte	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %	60 %
Risikovektet beregningsgrunnlag	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Fondsobligasjoner	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Fradrag for avsatt utbytte	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Min.interesser som ikke kan medregnes i ren kjernekapital	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Justert kjernekapital fra konsoliderte finansinstitusjoner	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Goodwill og andre immaterielle eiendeler	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Justeringer knyttet til regulatoriske filtre	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Fradrag for overfinansiert pensjonsforpliktelse	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Fradrag for vesentlige eierandeler i selskaper i finansiell sektor	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Fradrag for ikke vesentlige investeringer i finansiell sektor	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %

Gitt de forutsatte vekstratene blir da fremtidsregnskapet.

Tabell 20 viser fremtidsregnskapet til SNN for perioden 2022 til 2030. Kolonnen 2021A er virkelige tall.

Fremtidsregnskap (tall i mill. kr)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Forvaltningskapital	120 264	125 075	128 827	132 692	136 672	140 089	143 591	147 181	150 861	154 632
Renteinntekter	2 542	2 644	2 723	2 805	2 889	2 961	3 035	3 111	3 189	3 268
Rentekostnader	- 528	- 549	- 566	- 583	- 600	- 615	- 630	- 646	- 662	- 679
Netto renteinntekter	2 014	2 095	2 157	2 222	2 289	2 346	2 405	2 465	2 526	2 590
Provisjonsinntekter	1 267	1 305	1 344	1 384	1 426	1 455	1 484	1 513	1 544	1 574
Provisjonskostnader	- 96	- 99	- 102	- 105	- 108	- 110	- 112	- 115	- 117	- 119
Andre driftsinntekter (1)	65	68	70	73	75	78	80	81	83	85
Netto provisjons- og andre inntekter	1 236	1 274	1 313	1 353	1 393	1 422	1 451	1 480	1 510	1 540
Utbytte og andre inntekter eierinteresser	568	585	603	621	639	652	665	678	692	706
Gevinst/tap og netto verdiendringer (2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Personalkostnader (3)	- 864	- 907	- 953	- 981	- 1 011	- 1 041	- 1 072	- 1 104	- 1 137	- 1 172
Andre driftskostnader (4)	- 748	- 770	- 794	- 817	- 842	- 859	- 876	- 893	- 911	- 930
Resultat før tap	2 206	2 276	2 326	2 397	2 469	2 520	2 573	2 626	2 679	2 734
Brutto utlån	91 351	95 005	97 855	100 791	103 815	106 410	109 070	111 797	114 592	117 457
Tap på utlån (5)	- 70	- 95	- 98	- 81	- 83	- 85	- 87	- 89	- 92	- 94
Resultat før skatt	2 136	2 181	2 229	2 316	2 386	2 435	2 486	2 536	2 588	2 640
Skattekostnad	- 499	- 480	- 490	- 510	- 525	- 536	- 547	- 558	- 569	- 581
Resultat for regnskapsåret	1 637	1 701	1 738	1 807	1 861	1 899	1 939	1 978	2 018	2 059
Avsatt utbytte	1 516	1 021	1 043	1 084	1 117	1 140	1 163	1 187	1 211	1 236

Der notene henviser til:

- 1) Normalisert for gevinst salg portefølje SB1 Helgeland og erstatning «helikopter-saken»

- 2) Netto verdiendring normalisert
- 3) Normalisert for ekstraordinær pensjonskostnad
- 4) Normalisert for kostnader ifb. salg av kundeportefølje Helgeland Sb
- 5) Normalisert for normalt tap i % av utlån

Estimert utvikling i egenkapitalen beregnes «bottom-up» med utgangspunkt i ren kjernekapital og utvikling i poster som inngår i beregningen av denne. Sentralt for denne er de regulatoriske kravene, som samlet for ren kjernekapital i % av risikovektet beregningsgrunnlag er 14% per i dag. SNN har som egen målsetning å være minst 1% over dette igjen, altså 15%. Disse kravene er som tidligere kartlagt i stadig endring, men per i dag er det ingen konkrete planer som bør hensyntas. Siden SNN har ren kjernekapital i % lik 18,7% per 31.12.2021 har de også spillerom til å ta denne ned. En av grunnene til at denne er såpass høy er at norske banker i 2020 bedt om å være tilbakeholden med utbytte fremover grunnet usikkerhetene knyttet til koronapandemien (SpareBank 1 Nord-Norge, 2021). Det forutsettes derfor at SNN sakte nærmer seg ren kjernekapital i % lik 15% i analyseperioden. Estimert egenkapitalvekst blir da:

Tabell 21 Viser SNN sin estimerte egenkapitalvekst for årene 2022 til 2030. År 2021 er virkelig egenkapitalvekst.

Estimert egenkapitalvekst (tall i mill. kr)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Risikovektet beregningsgrunnlag	70 059	74 263	77 976	81 874	85 149	88 130	91 214	94 407	97 711	101 131
Ren kjernekapitaldekning i %	18,7 %	18,2 %	17,8 %	17,4 %	17,0 %	16,6 %	16,2 %	15,8 %	15,4 %	15,0 %
Ren kjernekapital i kroner	13 097	13 516	13 880	14 246	14 475	14 630	14 777	14 916	15 047	15 170
Fondsobligasjoner	780	780	780	780	780	780	780	780	780	780
Fradrag for avsatt utbytte	1 516	1 021	1 043	1 084	1 117	1 140	1 163	1 187	1 211	1 236
Min.interesser som ikke kan medregnes i ren kjernekapital	62	63	65	66	67	68	70	71	73	73
Justert kjernekapital fra konsoliderte finansinstitusjoner	33	34	34	35	36	36	37	38	39	39
Goodwill og andre immaterielle eiendeler	138	141	144	146	149	152	155	159	162	162
Justeringer knyttet til regulatoriske filtre	36	37	37	38	39	40	41	41	42	42
Fradrag for overfinansiert pensjonsforpliktelse	34	35	35	36	37	38	38	39	40	40
Fradrag for vesentlige eierandeler i selskaper i finansiell sektor	812	828	845	862	879	897	914	933	951	951
Fradrag for ikke vesentlige investeringer i finansiell sektor	145	148	151	154	157	160	163	167	170	170
Sum egenkapital	16 653	16 602	17 014	17 447	17 736	17 940	18 139	18 331	18 515	18 662
Estimert endring i egenkapital		- 51	412	434	289	205	199	192	184	147

Disse beregningene vil benyttes videre i den fundamentale verdsettelsen.

4.5 Fundamental verdsettelse

Gitt valgt avkastningskrav og vekstrate etter år 2030, henholdsvis 6,76% og 2% blir fri kontantstrøm for egenkapitalen beregnet ved hjelp av formel 5. Denne fordeler seg til EK-bevisiene eierandelsbrøk, som for tiden er på 46,36%. Det er ingen informasjon eller analyser som gjør det mulig å anta fremtidig endring av eierandelsbrøken, den settes derfor likt gjennom hele perioden. For årene etter 2030 beregnes en terminalverdi (formel 4), denne neddiskonteres sammen med EK-bevisiene andel av *FCFE* i perioden 2022-2030. Estimert selskapsverdi for EK-bevisenes andel blir da NOK 10 876 000 000. Fordelt på antall utstedte EK-bevis blir estimert verdi per bevis da NOK 108,3 per 31.12.2021. Estimert verdi per EK-bevis er lavere enn markedsverdien som var NOK 112,6 på dette tidspunktet.

Tabell 22 Viser selskapets estimerte kontantstrømmer for årene 2022 til 2030. Tabellen viser også bankens terminalverdi for årene etter kontantstrømperioden. Neddiskonterte kontantstrømmer -og terminalverdi utgjør sammenlagt selskapets fundamentale verdi.

FCFE (tall i mill. kroner)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Årsresultat	1 701	1 738	1 807	1 861	1 899	1 939	1 978	2 018	2 059
Endring i egenkapital	- 51	412	434	289	205	199	192	184	147
FCFE	1 752	1 326	1 373	1 572	1 695	1 740	1 787	1 834	1 913
EK-bevisenes eierandelsbrøk	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %	46,36 %
EK-bevisenes andel av FCFE	812	615	637	729	786	807	828	850	887
Diskonteringsfaktor	0,937	0,877	0,822	0,770	0,721	0,675	0,633	0,593	0,555
Nåverdi FCFE	761	539	523	561	567	545	524	504	492
Nåverdi FCFE år 2022-2030	5 017								
Terminalverdi									10 555
Nåverdi terminalverdi	5 859								
Estimert selskapsverdi (EK-bevisenes andel)	10 876								
Antall utstedte egenkapitalbevis (i 1000)	100 398								
Estimert per egenkapitalbevis 31.12.2021	108,3								
Markedsverdi 31.12.2021	112,6								

4.6 Komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen gjennomføres basert på P/B-multiplikatorene og P/E-multiplikatorene til sammenlignbare banker. Tallene er hentet fra bankenes egne 2021-årsrapporter (Sandnes sparebank, (2022); SMN, (2022); SNN, (2022); SR-Bank, (2022); Sparebanken Sør, (2022); SpareBank 1 Østfold-Akershus, (2022); SpareBank 1 Østlandet, (2022); Sparebanken Øst, (2022)).

Tabell 23 under viser multiplikatorene for SNN og utvalgte banker:

Tabell 23 P/B og P/E for SNN og andre utvalgte banker

Bank	P/B	P/E
SNN	1,5	11,0
SR-Bank	1,3	11,0
Sparebanken Sør	1,1	12,0
Sparebanken Øst	0,9	9,5
SMN	1,4	11,19
SB 1 Østlandet	1,4	12,14
SB 1 Østfold-Akershus	1,4	10,4
Sandnes Sparebank	1,1	11,6
Gjennomsnitt bransje eksl. SNN	1,2	11,1

Bransjegjennomsnittet eksklusiv SNN er 1,2 og 11,1 for henholdsvis P/B og P/E. SNN har P/B lik 1,5, dette innebærer at SNN har høyere P/B enn alle bankene i utvalget. For å estimere en verdi for egenkapitalbevisene til SNN, ganges selskapets bokførte verdi med gjennomsnittsmultiplikatoren på 1,2. Av tabellen under ser vi at prisen per egenkapitalbevis da blir NOK 91,1.

Tabell 24 Resultat P/B-multiplikator

SNN P/B	
Bokført verdi (EK-bevisenes andel i tusen kr)	7 359 173
Antatt P/B	1,2
Estimert verdi SNN (EK-bevisenes andel i tusen kr)	9 144 795
Utstedte EK-bevis (i 1000)	100 398
Estimert pris per EK-bevis i kr	91,1

P/E-forholdet til SNN er 11,0, like under gjennomsnittet til utvalget. For å finne prisen per egenkapitalbevis ganges gjennomsnittsmultiplikatoren på 11,0 med EK-bevisenes eierandel av SNN sitt årsresultat for 2021. Tabellen under viser en pris per egenkapitalbevis på beregnet til NOK 113,9.

Tabell 25 Resultat etter P/E-multiplikator

SNN P/E	
Årsresultat (EK-bevisenes andel i tusen kr)	1 028 076
Antatt P/E	11,1
Estimert verdi SNN (EK-bevisenes andel i tusen kr)	11 434 652
Utstedte EK-bevis (i 1000)	100 398
Estimert pris per EK-bevis i kr	113,9

4.7 Sensitivitetsanalyse

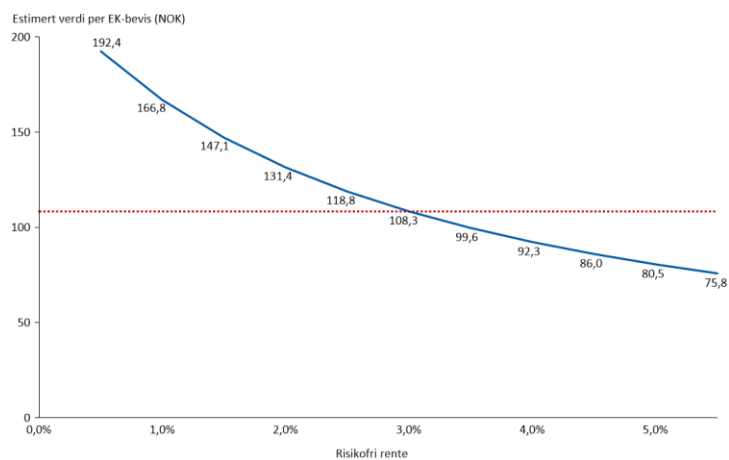
Ettersom den fundamentale verdsettelsen bygger på en rekke forutsetninger og estimater er det hensiktsmessig å undersøke hvor store konsekvenser ulike valg har for det endelige resultatet. I tillegg til dette kan en sensitivitetsanalyse gi innsikt til selskapets ledelse som kan prioritere de variablene som har størst effekt for selskapsverdien (Koller et al., 2020). Fra en investors perspektiv kan dette gi et innblikk i hvilke variabler som bør undersøkes nærmere

eller monitorers over tid. Variablene velges ut fra antatt sensitivitet og usikkerhet knyttet til estimat eller forutsetning.

Valg av risikofri rente som er 2,5 prosentpoeng lavere eller høyere enn forutsatt i avhandlingen vil endre estimert verdi per EK-bevis som er henholdsvis 78% høyere og 30% lavere.

Tabell 26 Sensitivitet i estimatet for risikofri rente.

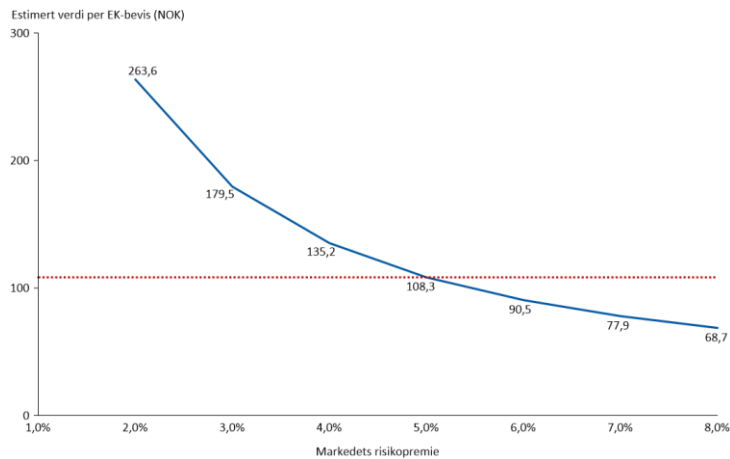
Sensitivitet risikofri rente											
Risikofri rente	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %
Estimert verdi	192,4	166,8	147,1	131,4	118,8	108,3	99,6	92,3	86,0	80,5	75,8
%-endring	78 %	54 %	36 %	21 %	10 %	0 %	-8 %	-15 %	-21 %	-26 %	-30 %



Figur 13 Graf sensitivetsanalyse risikofri rente

Forutsatt markedets risikopremie som er 3 prosentpoeng lavere eller høyere enn forutsatt i avhandlingen vil endre estimert verdi per EK-bevis som er henholdsvis 143% høyere og 37% lavere.

Sensitivitet markedets risikopremie							
Risikopremie	2,0 %	3,0 %	4,0 %	5,0 %	6,0 %	7,0 %	8,0 %
Estimert verdi	263,6	179,5	135,2	108,3	90,5	77,9	68,7
%-endring	143 %	66 %	25 %	0 %	-16 %	-28 %	-37 %

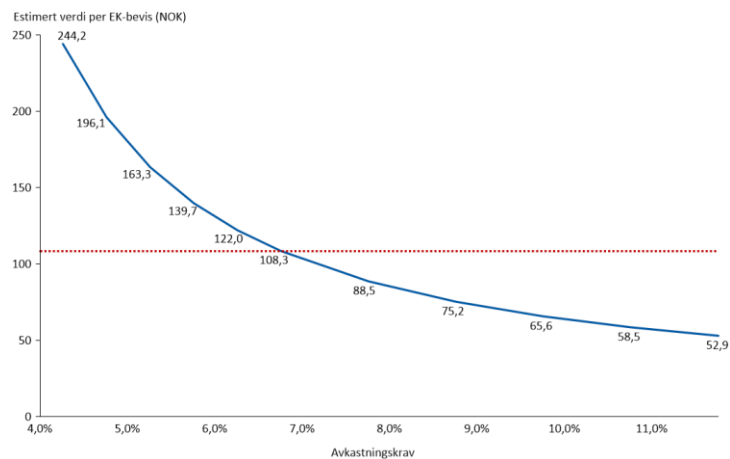


Figur 14 Graf sensitivitetsanalyse markedets risikopremie

Beregnet avkastningskrav som er 2,5 prosentpoeng lavere vil resultere i en estimert verdi per EK-bevis som er 125% høyere. 5 prosentpoeng høyere avkastningskrav medfører en 51% lavere estimert verdi per EK-bevis. Merk at sensitivitetsanalysen implisitt også sier noe om sensitiviteten av valgt beta, gitt at øvrige forutsetninger står fast. Valg av beta lik 0,5 tilsvarer avkastningskrav på 4,3%. Mens beta lik 2,43 impliserer avkastningskrav lik 11,8%.

Tabell 27 Sensitivitetsanalyse avkastningskrav

Sensitivitet avkastningskrav											
Avkastningskrav	4,3 %	4,8 %	5,3 %	5,8 %	6,3 %	6,8 %	7,8 %	8,8 %	9,8 %	10,8 %	11,8 %
Estimert verdi	244,2	196,1	163,3	139,7	122,0	108,3	88,5	75,2	65,6	58,5	52,9
%-endring	125 %	81 %	51 %	29 %	13 %	0 %	-18 %	-31 %	-39 %	-46 %	-51 %



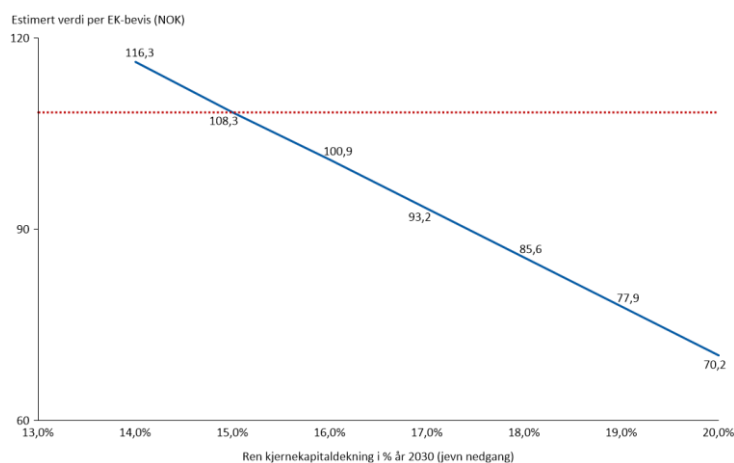
Figur 15 Graf sensitivitetsanalyse avkastningskrav

Ettersom regulatoriske krav knyttet til ren kjernekapitaldekning per i dag er 14,0% og SNN sin interne målsetning er minimum 1 prosentpoeng over gjeldende krav analyseres sensitiviteten fra og med 14,0%. Analysen antar jevn endring fra 18,7% i 2021 og til antatt verdi i 2030. For eksempel vil dette innebære en nedgang på 0,522 prosentpoeng per år for å bli 14,0% i 2030. Jevn endring til ren kjernekapitaldekning lik 14,0% i 2030 innebærer at

estimert verdi per EK-bevis blir 7% høyere. Jevn endring til ren kjernekapitaldekning lik 20,0% i 2030 innebærer at estimert verdi per EK-bevis blir 35% høyere.

Tabell 28 Sensitivitet ren kjernekapitaldekning

Sensitivitet ren kjernekapitaldekning i % i år 2030 (jevn endring)							
Ren kjernekapital i %	14,0 %	15,0 %	16,0 %	17,0 %	18,0 %	19,0 %	20,0 %
Estimert verdi	116,3	108,3	100,9	93,2	85,6	77,9	70,2
%-endring	7 %	0 %	-7 %	-14 %	-21 %	-28 %	-35 %



Figur 16 Graf sensitivetsanalyse ren kjernekapitaldekning

Årlig vekst i poster knyttet til regulatoriske fradrag, utenom fondsobligasjoner, er antatt å være til 2,0% i avhandlingens fundamentale verdsettelse. Hvis disse postene antas å ha en årlig vekst lik 0,0% går estimert verdi per EK-bevis opp 1%, mens årlig vekst lik 4,5% medfører 1% lavere estimert verdi.

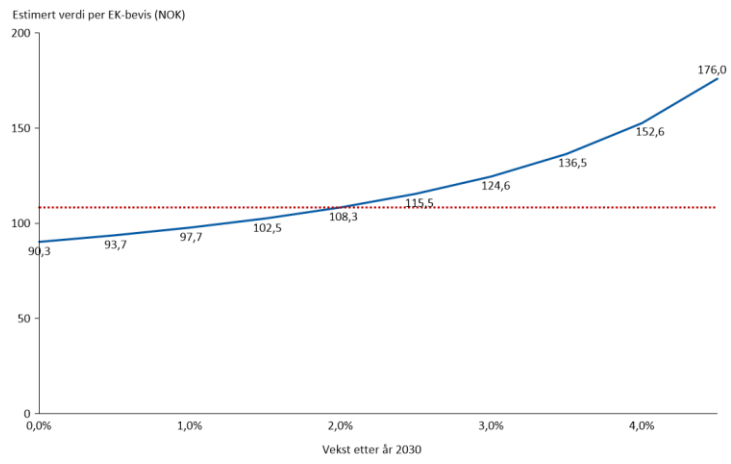
Tabell 29 Sensitivitet vekst i poster knyttet til regulatoriske fradrag

Sensitivitet vekst i poster som gjelder regulatoriske fradrag										
Vekstrate	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %
Estimert verdi	109,1	108,9	108,7	108,5	108,3	108,1	107,9	107,7	107,5	107,3
%-endring	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-1 %	-1 %	-1 %

Forutsatt vekst etter år 2030 som er 2 prosentpoeng lavere medfører 17% lavere estimert verdi per EK-bevis. Hvis antatt vekst er 2,5 prosentpoeng høyere blir estimert verdi 62% høyere.

Tabell 30 Sensitivitet i vekst etter år 2030

Sensitivitet vekst etter år 2030										
Vekstrate	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %
Estimert verdi	90,3	93,7	97,7	102,5	108,3	115,5	124,6	136,5	152,6	176,0
%-endring	-17 %	-14 %	-10 %	-5 %	0 %	7 %	15 %	26 %	41 %	62 %



Figur 17 Graf sensitivitetsanalyse vekst etter år 2030

Oppsummering sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen bygge på en rekke forutsetninger og estimater der det er ulik grad av usikkerhet rundt disse. Av variablene det er utført sensitivitetsanalyser på viser det seg at vekst i poster knyttet til regulatoriske fradrag har lite å si for endelig resultat i den fundamentale verdsettelsen. Risikofri rente, markedets risikopremie, utvikling i ren kjernekapitaldekning i % og vekstrate etter år 2030 har en moderat effekt. Avkastningskrav (og implisitt beta) har den tilsynelatende den største effekten på resultatet. Beta og avkastningskravet er to av verdiene i den fundamentale verdsettelsen som er mest utfordrende å velge, og sammen med høy sensitivitet innebærer dette at det er en svakhet ved analysen man bør være oppmerksom på. Av variablene med moderat sensitivitet er det størst usikkerhet knyttet til utvikling i bankens kjernekapitaldekning i % de kommende årene, da det ikke fremkommer noen strategiske målsetninger annet enn at den skal være minst 1 prosentpoeng over regulatoriske krav. Øvrige poster med moderat sensitivitet er det rimelig å tro at ikke vil avvike for mye fra avhandlingens forutsetninger, samtidig kan det argumenteres for at risikofri rente bør settes nærmere renten for 10-årig norsk statsobligasjon på omtrent 1,5%. Dette ville i så fall økt estimert verdi per EK-bevis med rundt 36%. Det var stor usikkerhet knyttet til forutsatt vekst for poster knyttet til regulatoriske fradrag, men sensitivitetsanalysen har avdekket at denne forutsetningen har liten påvirkning på det endelige resultatet.

5 Oppsummering og diskusjon

Verdsettelsen av SNN ble gjennomført med tre formål, der hovedformålet var å estimere bankens fundamentale egenkapitalbevisverdi per 31.12.2021. Det andre formålet med verdsettelsen var å bruke denne til å vurdere bankens fremtidsutsikter og strategiske posisjon, slik Koller et al. (2020) foreslår. Tredje formål med verdsettelsen var å vurdere bankens økonomiske stabilitet, som (Horvátová, 2010) mener bør være hovedformålet med en bankverdsettelse.

Funnene i den strategiske analysen tilsier at banken har en god posisjon i markedet, men ikke et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. Trusselen fra konkurrenter ble etter funn i analysen av markedskreftene vurdert til å være stor. Det vil derfor være viktig for SNN å bygge seg opp et eller flere konkurransefortrinn, slik at de ikke taper markedsandeler til konkurrentene i tiden fremover. Faktorer listet opp i SWOT-analysen (Tabell 7) indikerer at dette vil være mulig dersom banken utarbeider en god forretningsstrategi.

Nøkkeltallsanalysen viste at SNN gjennom analyseperioden har hatt en tilfredsstillende likviditet, med en likviditetsreserve på 142% (Figur 3). Nivået indikerer at banken etterlever de regulatoriske likviditetskravene. Bankens NSFR er på 118% i 2021 (Figur 4), minimumskravet er på 100%, som indikerer at banken er godt rustet for en eventuell stressituasjon i økonomien. Når det gjelder bankens vekst i utlån, viser Figur 5 at veksten har vært avtakende fra 2020 til 2021, det antas at årsaken til dette er koronapandemien. Av Tabell 14 ser vi at banken hadde utlån til bransjer som var ekstra hardt rammet under pandemien, som varehandel, hotell og restaurantbransjen. Tabell 15 viser at risikoen knyttet til bankens totale utlånsportefølje i 2021 likevel var svært lav og bankens soliditet virker ikke nevneverdig påvirket av koronapandemien. SNN oppfyller alle kapitaldekningskrav med god margin og soliditeten anses derfor som god. Det forventes at SNN vil opprettholde likviditets- og soliditetsnivået i årene som kommer. Begrunnelsen for dette er mål banken har utarbeidet for likviditets- og kapitaldekningskravene, som tilsier at banken skal ha en buffer utover kravene satt av myndighetene (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). I tillegg har banken etablert en kontrollmodell som skal sikre tilstrekkelig intern kontroll. Kontrollmodellen omfatter blant annet en complianceavdeling og en avdeling for risikostyring.

Lønnsomheten til SNN anses som tilfredsstillende basert på funnene i nøkkeltallsanalysen. Bankens egenkapitalrentabilitet vises i Figur 10 og er per 2021 på 15,5%. Gjennom hele analyseperioden har egenkapitalrentabiliteten til SNN ligget over gjennomsnittet til de

utvalgte bankene for sammenligning. Det samme gjelder bankens provisjonsinntekter som ses i Figur 11. Banken skriver i årsrapporten sin at veksten i provisjonsinntektene kan knyttes til aktiviteter i konsernets datterselskaper (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b). SNN startet i 2019 et lønnsomhetsprosjekt der formålet var å få ned driftskostnadene, prosjektet hadde en varighet på tre år og ble ferdigstilt i 2021. Ser vi på utviklingen for bankens kostnadsprosent i figur 12 har den vært stabilt rundt 40% de tre siste årene, som er SNN sin målsetning. Justert for engangshendelser hadde den likevel en kraftig nedgang til 38,3% i 2021, fra 43,7% i 2020 (SpareBank 1 Nord-Norge, 2022b).

På bakgrunn av overnevnte forhold vurderes den finansielle stabiliteten til SNN som god. Banken etterlever de regulatoriske kravene og har bygget opp en kapitalbuffer som vil gjøre de rustet til å møte eventuelle svingninger i økonomien. Tiltak igangsatt for å bedre lønnsomheten viser allerede effekter og lønnsomheten forventes å forbli tilfredsstillende i tiden fremover.

Hovedformålet med avhandlingen var å estimere SNN sin fundamentale verdi 31.12.2021. For å hensynta særegenhetene for banker ble det benyttet en alternativ variant av egenkapitalmetoden (FCFE). Den estimerte fundamentale verdien per egenkapitalbevis ble beregnet til NOK 108,3. Sammenlignet med markedsverdien 31.12.2021, som var NOK 112,6, er dette noe lavere. Dette kan egenkapitalbevisene på dette tidspunktet var noe overpriset. Som et tillegg til den fundamentale verdsettelsen ble det også foretatt en komparativ analyse med egenkapital-multiplier. Estimert verdi per egenkapitalbevis per 31.12.2021 ble NOK 91,1 og NOK 113,9 for henholdsvis P/B- og P/E-multiplikatoren. Ingen av de estimerte verdiene kan sees på som noen fasit for SNN sin «virkelige» verdi. Dette ble også underbygget av den fundamentale verdsettelsens sensitivitetsanalyser, der det ble klart usikkerheten tilknyttet fastsettelse av flere variabler til analysen også medfører stor usikkerhet knyttet til det endelige resultatet. Den fundamentale verdsettelsen kan likevel være nyttig for flere interessenter. Selskapets ledelse kan få en bedre innsikt i verdidriverne, og kan gjennom sensitivitetsanalysen få innsikt i de variablene som påvirker selskapets verdi mest (Koller et al., 2020). I dette tilfellet ble det tydelig at selskapets utvikling i ren kapitaldekning i % vil ha relativt stor effekt på selskapsverdien. Fra en investors perspektiv kan denne avhandlingen brukes som et utgangspunkt for videre analyser, der det er tydelig at beregning av beta og avkastningskrav er noe som bør undersøkes nærmere. I tillegg kan en investor tilpasse denne avhandlingens analyser til ny informasjon eller endrede rammevilkår, som et utgangspunkt for videre analyser.

Kritikk og forslag til videre studier

I løpet av arbeidet med denne avhandlingen har det vært nødvendig å gjøre noen forenklete valg som følge av tids-, plass- og informasjonsbegrensninger. I tillegg har funnene i seg selv avdekket svakheter med avhandlingen, og mulig videre arbeid.

Vurderingen av bankens fremtidsutsikter og strategiske posisjon har vært gjort ved hjelp av analyser basert på offentlig tilgjengelig informasjon. For å styrke resultatene kunne det vært gjennomført eksplorative kvantitative og kvalitative undersøkelser. Eksempler på dette kan være dybdeintervjuer med ansatte i SNN, konkurrerende banker og noen av bankens mange interessenter. Det kan også brukes flere modeller for strategiske analyser, som for eksempel VRIO for analyser av SNN sine interne kapabiliteter, eller scenarioanalyser. Scenarioanalyser kan være særlig relevant i forbindelse med den globale usikkerheten som er nå. Videre kunne nøkkeltallsanalysene vært gjennomført med normaliserte tall, mot flere andre banker og over lengre tid. Dette ville også gitt et bedre grunnlag for å vurdere SNN sin økonomiske stabilitet.

Den fundamentale verdsettelsen bygger på en rekke forutsetninger og estimer, og gjennom sensitivitetsanalysene har det blitt klart at noen av dem bidrar til stor usikkerhet i det endelige resultatet. Beta og avkastningskrav kan med fordel bearbeides enda nærmere, både ved nærmere dypdykk i den faglige utviklingen og for eksempel ved å beregne en samlet beta for enda flere banker. Et eksempel på muligheter her er «rullerende beta», altså en beta og et avkastningskrav som ikke settes likt for hele analyseperioden. En annen er «nedside-beta», der man kun hensyntar «nedside-risiko» ved beregning av beta. Med «nedside-risiko» menes det risikoen for fall i kursen, da man naturlig nok ikke ser på «oppside-risiko» som noe negativt. Videre ble det klart at fremtidig utvikling i ren kjernekapitaldekning i % var viktig for det endelige resultatet, og dette kunne blitt undersøkt nærmere ved for eksempel å intervju ledende ansatte i SNN. Til slutt, moderne banker er som Koller (2020) påpeker multivirkosomheter som opererer i flere ulike segmenter. SNN er ikke noe unntak. Derfor kunne det vært interessant å verdsette bankens ulike segmenter hver for seg, og gjerne med ulike metoder, før man slår sammen dette til en endelig verdi.

Det er ikke vanskelig å finne områder for videre studier. Alle svakhetene som er gjennomgått er i seg selv være grunnlag for dette. Denne avhandlingen kan være et grunnlag for videre verdsettelse av SNN der ny informasjon eller rammebetingelser kan hensyntas. I tillegg er det interessant å verdsette andre banker i Norge eller Norden, for å eventuelt sammenligne med denne.

Referanseliste

- Aggelopoulos, E. (2017). Understanding Bank Valuation: An Application of the Equity Cash Flow and the Residual Income Approach in Bank Financial Accounting Statements *Open Journal of Accounting* 06(01), 1-10. <https://doi.org/10.4236/ojacct.2017.61001>
- Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44), (1997). <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44>
- Anda, S. (2021, 18. mars). *Har banken din mindre enn ti milliarder i forvaltningskapital, har den ikke livets rett*. Finansfokus. Retrieved 23.03.2022 from <https://www.finansfokus.no/2021/03/18/det-vil-bli-faerre-og-storre-sparebanker/>
- Black, F. (1993). Beta and Return. *The Journal of Portfolio Management* Fall, 20(1), 8-18. <https://doi.org/10.3905/jpm.1993.409462>
- Blume, M. E. (1975). BETAS AND THEIR REGRESSION TENDENCIES. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795. <https://doi.org/10.2307/2327161>
- Boda, M., & Kanderova, M. (2014). Linearity of the Sharpe-lintner Version of the Capital Asset Pricing Model. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 1136-1146. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.960>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10 ed.). McGraw-Hill.
- Brigham, E. F., & Gordon, M. J. (1968). Leverage, dividend policy, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 23(1), 85-103. <https://doi.org/10.2307/2325426>
- Brombach, H. (2019, 27. mai). *Norges største bank har åpnet opp for Google Pay, venter med Apple Pay*. Digi. Retrieved 03.05.2022 from <https://www.digi.no/artikler/norges-storste-bank-har-apnet-opp-for-google-pay-venter-med-apple-pay/465974>
- Byggfakta. (u.å.). *Alle planlagte industriprosjekter* Retrieved 30.04.2022 from <https://byggeprosjekt.byggfakta.no/planlagte/industriprosjekt/alle/alle>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Fiance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- CFI. (u.å). *PESTEL Analysis*. Retrieved 02.04.2022 from <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/pestel-analysis/>
- Corrigan, E. G. (1982). Are banks special? *Annual report*. http://www.bu.edu/econ/files/2012/01/Corrigan-Are-Banks-Special_main-text.pdf
- Damodaran, A. (2013). Valuing financial services firms. *Journal of Financial Perspectives*, 1(1). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3075980
- Deev, O. (2011). Methods of bank valuation: A critical overview. *Financial Assets and Investing*, 2(3), 33-44. https://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivity/fai/27900200/FAI_issue2011_03_deev.pdf
- DeYoung, R., & Rice, T. (2004). How do banks make money? The fallacies of fee income. *Economic Perspectives-Federal Reserve Bank of Chicago*, 28(4), 34. <https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/2004/4qtr2004-part3-deyoung-rice>
- DNB. (2019, 29. november). *Få kontroll på hvitvaskingsloven - sikre gode rutiner* Retrieved 10.05.2022 from <https://www.dnb.com/nn-no/kunnskap/blogg/hva-betyr-hvitvaskingsloven/>
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*, 43-52. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2004-01-06>
- Elbannan, M. A. (2015). The capital asset pricing model: an overview of the theory. *International Journal of Economics and Finance*, 7(1), 216-228. <https://doi.org/10.5539/IJEF.V7N1P216>
- Epsi Rating. (2021a, 20. september). *Bankbransjen 2021 et sammendrag*. Epsi. Retrieved 01.05.2022 from <https://www.epsi-norway.org/wp-content/uploads/2021/09/Bankbransjen-2021-et-sammendrag.pdf?x86790>
- Epsi Rating. (2021b). *Kundetilfredshet i bankbransjen* Retrieved 01.05.2022 from <https://www.epsi-norway.org/bransjestudier/bank/>

- Euronext. (u.å). *Oslo Børs*. Retrieved 29.05.2022 from <https://www.euronext.com/nb/markets/oslo>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25-46. <http://mba.tuck.dartmouth.edu/bespeneckbo/default/AFA611-Eckbo%20web%20site/AFA611-S6B-FamaFrench-CAPM-JEP04.pdf>
- Fernández, F. L., Fernández, P., Fernandez, P., & López, P. F. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Academic Press. <https://doi.org/10.2139/ssrn.545546>
- Fernández, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuations. *IESE Business School*, 449, 1-27. <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Valuation.pdf>
- Finans Norge. (2022). *Slik setter bankene boliglånsrenten* Retrieved 05.05.2022 from <https://www.finansnorge.no/tema/bank/slik-setter-bankene-boliglansrenten/>
- Finans Norge. (u.å). *Finansielle instrumenter*. Retrieved 29.05.2022 from <https://www.finansnorge.no/arkiv/til-sletting--verdipapirer-/finansielle-instrumenter/>
- Lov om finansforetak og finanskonsern (LOV-2015-04-10-17), (2015). <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2015-04-10-17>
- Finansnorge. (2019, 05. mars). *Introduksjon til finansnæringen*. Retrieved 23.03.2022 from <https://www.finansnorge.no/siteassets/om-finans-norge/publikasjoner/introduksjon-til-finansnaringen.pdf>
- Finanstilsynet. (2017, 21. april). *Banker*. Retrieved 01.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/konsesjon/banker/>
- Finanstilsynet. (2020, 07. februar). *Bank og finans*. Retrieved 23.03.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/forbrukerinformasjon/bank-og-finans/>
- Finanstilsynet. (2020 28. mai). *Minstekrav til summen av ansvarlig kapital og konvertibel gjeld (MREL)*. Retrieved 10.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/tema/krisehandtering/minstekrav-til-summen-av-ansvarlig-kapital-og-konvertibel-gjeld-mrel/>
- Finanstilsynet. (2021a, 17. februar). *Banker og annen finansieringsvirksomhet*. Retrieved 29.03.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/publikasjoner-og-analyser/arsrapport/arsrapport-2020/rapporter-tilsynsomradene-2020/bank-og-finansieringsvirksomhet/#Utviklingstrekk>
- Finanstilsynet. (2021b, 12. mai). *Risiko- og sårbarhetsanalyse (ROS) 2021*. Retrieved 31.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/98a84484055840fc8bfd0cb7b78dd025/ros-2021.pdf>
- Finanstilsynet. (2022a, 28. april). *Finanstilsynets vedtak om kapitalbehov i Sparebank 1 Nord-Norge*. Retrieved 23.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/offentliggjøring-av-finanstilsynets-vedtak-om-pilar-2-krav-for-enkeltbanker/finanstilsynets-vedtak-om-kapitalbehov-i-sparebank-1-nord-norge/>
- Finanstilsynet. (2022b, 7. januar). *Kapitaldekning*. Retrieved 11.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/tema/kapitaldekning/>
- Finanstilsynet. (2022c, 7. januar). *Likviditet* Retrieved 10.05.2022 from <https://www.finanstilsynet.no/tema/likviditet/>
- Forskrift om grunnfondsbevis i sparebanker., (1990). <https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/1990-10-19-809>
- French, C. W. (2003). The Treynor capital asset pricing model. *Journal of Investment Management*, 1(2), 60-72. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=447580
- Ghiță-Mitrescu, S., & Duhnea, C. (2016). The adjusted net asset valuation method: Connecting the dots between theory and practice. *Ovidius University Annals, Economic Sciences Series*, 16(1), 521-526. <https://www.semanticscholar.org/paper/The-Adjusted-Net-Asset-Valuation->

- [Method-%E2%80%93-the-dots-%C3%A3-Mitrescu-Duhnea/650e37c9d26b0ef0bade1290d4ba957083ebb5b3](https://www.dnb.no/dnbnheter/no/din-okonomi/bank-er-teknologi)
- Giske, M. E. (2018, 16. februar). *Bank er teknologi*. DNB. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.dnb.no/dnbnheter/no/din-okonomi/bank-er-teknologi>
- Gorini, D. (2020). Effective methods for valuing a bank: an empirical analysis. http://tesi.luiss.it/26929/1/692351_GORINI_DANIEL.pdf
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Greenwald, B. C. N., Sonkin, J. K. P. D., & Biema, M. v. (2001). *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*. John Wiley & Sons, Inc.
- Hagtvedt, D. (2017, 22. januar). *Verdsettelse av aksjer basert på multipler*. Nordnet. Retrieved 27.04.2022 from <https://www.nordnet.no/blogg/verdsettelse-aksjer-basert-pa-multipler/>
- Hoff, E. (2011, 25. November). *Hvordan er norske bankers finansiering satt sammen* Norges Bank. Retrieved 03.05.2022 from https://www.norges-bank.no/contentassets/156f32c9baa34ca69aa21ae777d7e84f/aktuell_kommentar_2011_5.pdf
- Horvátová, E. (2010). Method of banks valuation. *Economic analysis*, 43(1-2), 50-60. <https://www.library.iien.bg.ac.rs/index.php/ea/article/view/155/152>
- Hrdý, M. (2018). VALUATION STANDARDS FOR COMMERCIAL BANKS IN THE FINANCIAL THEORY AND THEIR ANALYSIS. *Prague Economic Papers*, 27(5). <https://doi.org/10.18267/j.pep.661>
- Indeks Nordland. (2022, 07. mars). *En rapport om utviklingen gjennom 2021 og utsiktene for 2022*. Retrieved 30.04.2022 from <https://indeksnordland.no/indeks-nordland-2022/befolkningsutvikling/>
- Investorkilden. (2018, 8. oktober). *P/B Guide: Alt du trenger å vite om nøkkeltallet pris/bok*. Retrieved 19.04.2022 from <https://investorkilden.com/nokkeltallanalyse-p-b/>
- Jansrud, A. (2017, 18. mai). *Bankregulatorisk oppdatering: Basel IV, CRD V og CRR II* Revregn. Retrieved 10.05.2022 from <https://www.revregn.no/asset/pdf/2017/4-16-20.pdf>
- Kaldestad, Y. (2017). Typiske fallgruver i verdsettelse. *Magma*, 3, 20-27. <https://old.magma.no/typiske-fallgruver-i-verdsettelse1>
- Kapital. (2021, 11. mars). *Rekordmange i jobb etter studier*. Retrieved 03.05.2022 from <https://kapital.no/karriere/utdannelse/2021/03/05/7636891/rekordmange-i-jobb-etter-studieslutt>
- Kendall, M. G., & Hill, A. B. (1953). The Analysis of Economic Time-Series-Part 1: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society. Series A (General)*, 116(1), 11-34. <https://doi.org/10.2307/2980947>
- Kenton, W. (2021, 29. mars). *Strength, Weakness, Opportunity, and Threat (SWOT) Analysis*. Investopedia. Retrieved 03.04.2022 from <https://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp>
- Kiepura, F. (2020). The CPA Journal. Retrieved 10.05.2022 from <https://www.cpajournal.com/2020/09/09/valuing-securities-using-the-option-pricing-method/>
- Kinserdal, F. (2017). Hva blir avkastningskrav og vekstforventninger når renten er lav? *Magma*, 3, 16-19. <https://old.magma.no/hva-bli-avkastningskrav-og-vekstforventninger-nar-renten-er-lav1>
- Knudsen, E. S., Angelshaug, M., & Saebi, T. (2019). Nye forretningsmodeller i bank og finans: Muligheter og trusler. *Magma*, 8, 45-54. <https://old.magma.no/nye-forretningsmodeller-i-bank-og-finans-muligheter-og-trusler>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7 ed.). John Wiley & Sons.
- Larrabee, D. T., & Voss, J. A. (2014). *VALUATION TECHNIQUES Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options*. John Wiley & Sons
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37. <https://doi.org/10.2307/1924119>

- Malkiel, B. G. (2003). A Random Walk Down Wall Street: Completely Revised and Updated. In: New York, WW Norton.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
<https://doi.org/10.2307/2975974>
- Miciuła, I., Kadłubek, M., & Stępień, P. (2020). Modern methods of Business Valuation—case study and new concepts. *Sustainability*, 12(7). <https://doi.org/10.3390/su12072699>
- Montier, J. (2002). Global Equity Strategy: Part man, part monkey.
<https://thetwoofwealth.files.wordpress.com/2015/07/part-man-part-monkey-by-james-montier.pdf>
- Moody's. (2022, 16. februar). *SpareBank 1 Nord-Norge*. Moody's Investor Service. Retrieved 06.05.2022 from <https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/nord-norge/OmOss/investor/rapporter/2022/moodys-credit-opinion-feb22.pdf>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768-783.
<https://doi.org/doi.org/10.2307/1910098>
- Nav. (2022, 19. mai). *NAVs Bedriftsundersøking 2022* Retrieved 31.05.2022 from <https://www.nav.no/no/nav-og-samfunn/kunnskap/analyser-fra-nav/arbeid-og-velferd/arbeid-og-velferd/bedriftsundersokelsen>
- NHO. (2022, 01. mars). *Økonomisk overblikk 1/2022*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.nho.no/contentassets/c5ffaf55cc0a418fa25aa01d04758154/okonomisk-overblikk-1-22.pdf>
- Norges Bank. (2011, 30. september). *Hva tjener bankene på boliglån og næringslån*. Retrieved 23.05.2022 from https://www.norges-bank.no/contentassets/fc8113a089e848b485c6c8355be6731f/hva_tjener_bankene.pdf
- Norges Bank. (2014, 29. september). *BIS*. Retrieved 29.03.2022 from <https://www.norges-bank.no/tema/Om-Norges-Bank/Internasjonalt-arbeid/BIS/>
- Norges Bank. (2020, 2. april). *Inflasjon* Retrieved 08.05.2022 from <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2021a, 06. juli). *Det norske finansielle systemet 2021*. Retrieved 20.05.2022 from https://www.norges-bank.no/contentassets/97a4fd6249bb48c0a80cfef7ff64ddb1/dnfs_2021_web_0607.pdf?v=07/07/2021110844&ft=.pdf
- Norges Bank. (2021b, 10. november). *Finansiell Stabilitet 2021: Sårbarhet og risiko* Retrieved 03.05.2022 from https://www.norges-bank.no/contentassets/c4ffd169504b47249d646ed5753b0da0/finansiell_stabilitet_2021.pdf?v=11/10/2021110512&ft=.pdf
- Norges Bank. (2021c, 30. juni). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Retrieved 31.05.2022 from <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (u.å). *Finanskrisen i 2008*. Retrieved 14.05.2022 from <https://www.norges-bank.no/tema/Om-Norges-Bank/historien/Pengepolitikk-finansiell-stabilitet-og-kapitalforvaltning/Finansiell-stabilitet/2008-krisen/>
- Noroff. (2022, 16. februar). *Ekstrem etterspørsel etter IT-utdannede*. Retrieved 03.05.2022 from <https://www.noroff.no/nyheter/nytt-fra-noroff/1464-ekstrem-etterspørsel-etter-it-utdannede>
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017a). *Financial Statement Analysis: Valuation - Credit Analysis - Performance Evaluation*. Fagbokforlaget.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017b). Verdsettelse - ulike metoder gir samme verdi. In *Financial Statement Analysis* (pp. 54-66). Vigmostad & Bjørke AS.
- Pham, C. D., & Phuoc, L. T. (2020). Is estimating the Capital Asset Pricing Model using monthly and short-horizon data a good choice? *Heliyon*, 6(7).
<https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2020.e04339>

- Porter, M. E. (1979). How Competitive Forces Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 57(2), 137-145. <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=10692>
- PWC. (2021). *Risikopremie i det norske markedet 2021*. Retrieved 06.04.2022 from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- PWC. (u.å). *Hva er fintech*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.pwc.no/no/teknologi-omstilling/digitalisering-pa-1-2-3/fintech.html>
- Rammen, K. R. (2021, 04. juli). *Fundamental analyse - Slik verdsetter du aksjer (del 1)*. Finanssans. Retrieved 18.04.2022 from <https://finanssans.no/fundamental-analyse>
- Regjeringen. (2013, 16. desember). *Skattesatser 2014*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/regjeringen-solberg/fin/skattesatser-2014/id748052/>
- Regjeringen. (2019a). *Finanstilsynet*. Retrieved 11.05.2022 from https://www.regjeringen.no/no/dep/fin/org/underliggende_etater/finanstilsynet/id270404/
- Regjeringen. (2019b, 30. oktober). *Ny personopplysningslov*. Retrieved 10.05.2022 from <https://www.regjeringen.no/no/tema/statlig-forvaltning/personvern/ny-personopplysningslov/id2340094/>
- Regjeringen. (2021, 04. oktober). *Utlånsforskriften*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/utlansforskriften/id2791101/>
- Regjeringen. (2022). *Skattesatser 2022*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2022/id2873852/>
- Ricciardi, V., & Simon, H. K. (2000). What is behavioral finance? *Business, Education & Technology Journal*, 2(2), 1-9. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=256754
- Sander, K. (2019, 26. september). *Avkastningskrav*. estudie. Retrieved 27.04.2022 from <https://estudie.no/avkastningskrav/>
- Sander, K. (2021, 01. mars). *Rammeverk for fundamental verdsettelse*. Retrieved 28.05.2022 from <https://prostock.no/rammeverk-for-fundamental-verdsettelse/>
- Sandnes Sparebank. (2022) *Investor Relations*. Retrived 30.05.2022 from [Investor Relations - Den Gule Banken, Sandnes Sparebank \(sandnes-sparebank.no\)](https://www.sandnes-sparebank.no)
- Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- SMN. (2022). *Kvartals- og årsrapporter*. Retrieved 17.05.2022 from <https://www.sparebank1.no/nb/smn/om-oss/investor/finansiell-info/kvartals-og-arsrapporter.html>
- SNN. (2022). *Rapporter og presentasjoner*. Retrieved 17.05.2022 from <https://www.sparebank1.no/nb/nord-norge/om-oss/investor/finansiell-info/rapporter-og-presentasjoner.html>
- SpareBank 1 Hallingdal Valdres. (2021, 09. juni). *Derfor må vi snakke med deres bedrift om ESG*. Retrieved 30.04.2022 from <https://www.sparebank1.no/nb/hallingdal/om-oss/nyheter/derfor-er-esg-viktig.html>
- SpareBank 1 Nord-Norge. (2021, 25. mars). *Snn årsrapport 2020*. Retrieved 30.03.2022 from https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/nord-norge/OmOss/investor/presentasjoner/2020/snn_arsrapport2020_norsk.pdf
- SpareBank 1 Nord-Norge. (2022a, 23. mars). *HR-rapport 2021*. Retrieved 06.05.2022 from https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/nord-norge/OmOss/baerekraft/k2_hr-rapport_spreads.pdf

- SpareBank 1 Nord-Norge. (2022b, 24. mars). *Snn årsrapport 2021*. Retrieved 30.03.2022 from https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/nord-norge/OmOss/investor/rapporter/2021/snn_arsrapport-2021_norsk.pdf
- Sparebanken Vest. (2022). *Års- og delårsrapporter fra Sparebanken Vest*. Retrieved 17.05.2022 from <https://www.spv.no/om-oss/investor-relations/rapporter>
- SpareBank 1 Østfold Akershus. *Kvartals- og årsrapporter*. Retrieved 30.05.2022 from [Kvartals- og årsrapporter | SpareBank 1 Østfold Akershus](#)
- Sparebanken Øst. (2022). *Rapporter*. Retrieved 17.05.2022 from <https://www.oest.no/om-oss/spog/rapporter/>
- Sparebank 1 Østlandet. (2022). *Rapporter og presentasjoner*. Retrieved 30.05.2022 from [Rapporter og presentasjoner | SpareBank 1 Østlandet](#)
- Sparebankforeningen. (2016, 08. februar). *Sparebankenes strukturutvikling 1960-2004*. Retrieved 23.03.2022 from https://www.sparebankforeningen.no/siteassets/dokumenter/sparebankenes-strukturutvikling-1960---2004.pdf?fbclid=IwAR37Ke61qBvCIUBI-cxt8fmf95_YCIfQNUMWT7OyfvNYDh1LJfXbdBOTygY
- Sparebankforeningen. (2022). *Fusjoner og endringer 1960*. Retrieved 01.05.2022 from <https://www.sparebankforeningen.no/banker-og-stiftelser/fusjoner-og-endringer/>
- Sparebankforeningen. (u.å). *Sparebankforeningen*. Retrieved 23.03.2022 from <https://www.sparebankforeningen.no/om-oss/>
- SR-Bank. (2022). *Rapporter*. Retrieved 17.05.2022 from <https://www.sparebank1.no/nb/sr-bank/om-oss/investor/finansiell-info/rapporter.html>
- Statistikk -og analyseenheten. (2022, 25. februar). *Troms og Finnmark i tall - demografi*. Troms og Finnmark fylkeskommune Retrieved 30.04.2022 from <https://storymaps.arcgis.com/stories/bd7386bcb9184fe7bf20c681a5ea30ce>
- Statistisk sentralbyrå. (2022, 29. mars). *Økonomiske analyser - Utsyn over året 2021*. Retrieved 29.04.2022 from https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/okonomiske-analyser/okonomiske-analyser-1-2022/_attachment/inline/3628d7e9-f7c5-4508-adbc-32db442cd815:a1e317718cc3df256b2eb40e8228223167ba743e/OA2022-1-utsyn.pdf
- Stiglitz, J. E., & Grossman, S. J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Market *The American economic review* 70(3), 393-408. <https://doi.org/10.7916/D8765R99>
- Strøm, K. O. (2017, 19. mai). *Investere i Egenkapitalbevis*. Paretosec. Retrieved 24. mars from <https://www.paretosec.no/aktuelt/investere-i-egenkapitalbevis>
- Vilming, M. A. (2022, 16. mars). *DNB får kjøpe Sbanken*. DNB. Retrieved 01.05.2022 from <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/sbanken-og-dnb>
- Östermark, R. (1991). Empirical evidence on the capital asset pricing model (CAPM) in two Scandinavian stock exchanges. *Omega*, 19(4), 223-234. [https://doi.org/10.1016/0305-0483\(91\)90041-Q](https://doi.org/10.1016/0305-0483(91)90041-Q)