



NOTAT

Analyse: Prisen på egenkapital og forrentning

Bankerne skal i fremtiden være bedre polstrede med kapital end før finanskrisen. Denne analyse giver nogle betragtninger omkring anskaffelse af ny kapital via aktier og den aktuelle indtjening.

Egenkapital blev forrentet højt i årene op til finanskrisen. Det er vanskeligt at skønne over fremtidens krav til forrentningen af bankernes egenkapital, da det afhænger af mange faktorer. Bliver banker fx opfattet som en mere sikker investering, fordi de bliver bedre polstrede? Eller bliver de mindre efterspurgt på grund af dårlige afkastudsigter og en øget risiko for at blive afviklet? Hvordan klarer alternative brancher sig? Har ikke-finansielle virksomheder langt større indtægter, vil investorinteressen hurtigt bevæge sig derhen.

Omkostningerne ved at rejse ny kapital vurderes for tiden at ligge over afkastet i den danske banksektor. Cost of Equity befinder sig aktuelt skønnet omkring de 10 pct. (jf. figur 1). Den er dog meget afhængig af den risikofri rente, som stort set har været 1,5 pct. over det seneste år (10-årig statsobligationsrente). Stiger den til fx 3 pct., når pengepolitikken verden over "normaliseres", vil Cost of Equity stige tilsvarende. Det er dog tydeligt, at det afkast, som investorerne kan have rimelige forventninger til, for tiden ligger over det reelle afkast, da egenkapitalforrentningen er lavere end Cost of Equity.

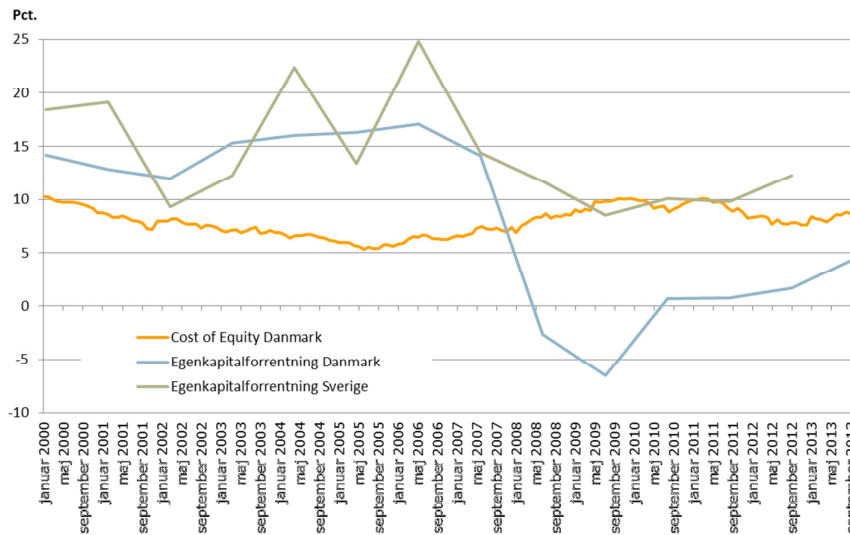
Stabil indtjening i Sverige

Til sammenligning har de svenske banker forrentet egenkapitalen noget bedre gennem de senere år (jf. figur 1.). Det skyldes til dels, at de har haft færre nedskrivninger, da den svenske økonomi har klaret sig bedre end den danske. Og dels, at de svenske banker har haft en mere stabil indtjening, da efterspørgslen efter banklån, modsat i Danmark, har været uændret høj gennem krisen.

20. februar 2014

Kontakt Niels Storm Stenbæk
Direkte +45 3370 1105
nst@finansraadet.dk

Journalnr. 916/02
Dok. nr. 516048-v3

Figur 1. Kapitalomkostninger ift. afkast for danske og svenske banker

Journalnr. 916/02
Dok. nr. 516048-v3

Kilde: *Finanstilsynet, Den Svenske Bankforening, Børsen og Finansrådets beregninger.*

Anm.: *Cost of Equity er estimeret via CAPM for Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Sydbank. Egenkapitalforrentning er opgjort på institutniveau for hele sektoren og er efter skat.*

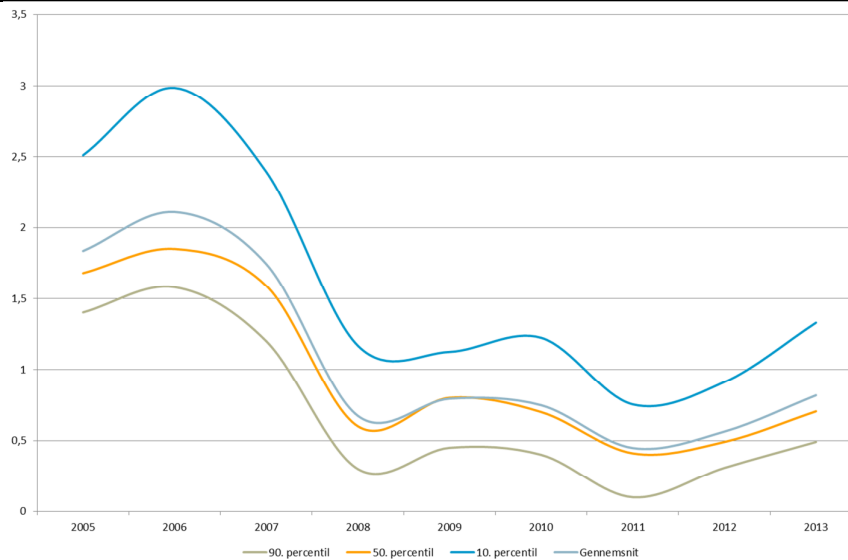
Er en lav forrentning et problem? Svaret er ja, for de eksisterende aktionærer er det selvfølgelig ikke optimalt. De kan i princippet sælge deres bankaktier, og i stedet handle ikke-bankaktier, hvor afkastet for tiden er højere. Men bankaktierne handles til meget lave værdier for tiden, hvorfor mange risikerer at realisere et kurstab.

De lave afkast kan også blive et problem, hvis bankerne i fremtiden skal tiltrække nye aktionærer. Man kan argumentere for, at de eksisterende aktionærer blot kunne aftage den nye aktiekapital, men den skal også forrentes (risikojusteret) mindst lige så godt som i andre brancher. Derfor bør indtjeningen stige, når grundlaget den skal forrentes på, bliver større.

Danske bankaktier er dyre i forhold til den indtjening, de pt. genererer¹, når der sammenlignes med de svenske banker.

Omkring 80 pct. af bankerne har en Kurs-Indre værdi (P/I) under 1 (se figur 2). En kroners egenkapital i en bank kan dermed mange steder købes for under 1 kr.

¹ Vurderet ud fra danske pengeinstitutter noteret i C20, Large, Mid og Small Cap.

Figur 2. Udvikling i kurs-indre værdi for danske banker

Journalnr. 916/02
Dok. nr. 516048-v3

Kilde: Finanstilsynet og Finansrådets beregninger.

Anm.: Medianbanken er den bank, hvor 50 pct. af bankerne har en højere værdi, og 50 pct. har en lavere værdi.

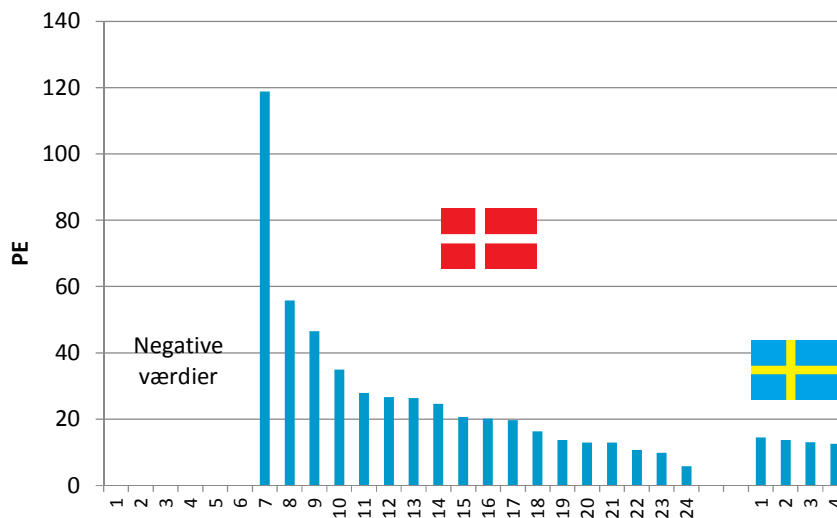
Som det fremgår af figur 3, ligger et par håndfulde banker med en P/E (price earning) over 20.² Det vil sige, at investorer betaler mere end 20 kr. for et forventet fremtidigt årligt overskud på 1 kr. Banker, der har en negativ forrentning, får en negativ P/E i figuren.

Til sammenligning skal investorer betale noget mindre for 1 kr. indtjening blandt de 4 store svenske banker³ (jf. figur 3.). P/E ligger her mellem 12,6 og 14,5. Kun en lille håndfuld danske banker klarer sig bedre end de svenske målt på P/E.

² En PE på 20 svarer ca. til en årlig investeringsforrentning på 5 pct., hvis kursværdien af en aktie svarer til den indre værdi i banken, dvs. KI svarer til værdien 1.

³ Nordea, SEB, SHB og Swedbank.

Figur 3. P/E i 24 børsnoterede danske pengeinstitutter og 4 svenske, januar 2014



Journalnr. 916/02
Dok. nr. 516048-v3

Kilde: Børsen, Nordnet og Finansrådets beregninger.

Anm.: P/E er price-earning nøgletallet. Seneste informationer er fra 2/1 2014. For svenske banker 10/1 2014. P/E er den seneste muligt beregnede værdi.

Når P/E er høj, er egenkapitalforrentningen alt andet lige lav (se boks 1 for sammenhængen mellem disse tre nøgletal).

Boks 1: Relation mellem egenkapital, indtjening og børskurser

Der kan opstilles følgende nøgletsrelation:

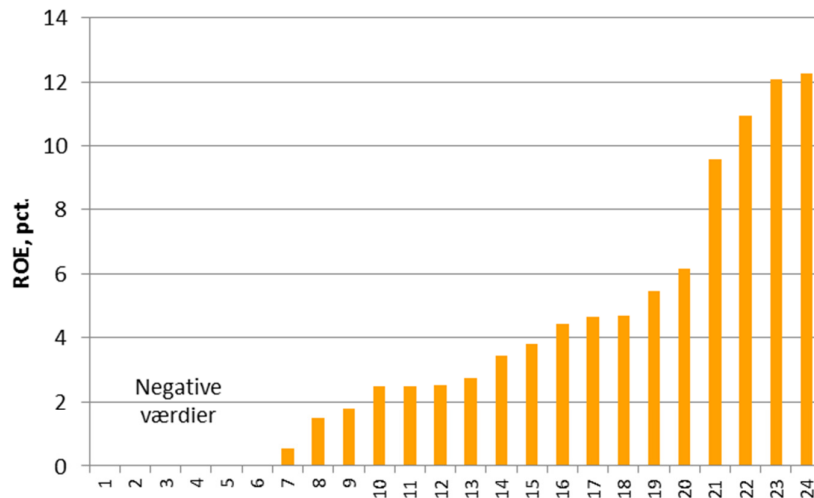
$$\frac{E}{I} = \frac{P/I}{P/E},$$

hvor P er kursen, E er indtjening og I er egenkapital. P/I bliver dermed kurs-indre værdi, E/I egenkapitalforrentningen før skat og P/E Price-Earning forholdet.

I figur 4 ses den beregnede egenkapitalforrentning (ud fra P/I og P/E) for de 24 noterede danske pengeinstitutter primo januar 2014. Man skal være opmærksom på, at det ikke svarer til den reelle forrentning for 2013 men et estimat, da resultatet endnu ikke kendes for samtlige banker. Det fremgår, at 21 ud af 24 banker aktuelt ligger under en to-cifret forrentning, og 6 banker har pt. ligefrem negativ forrentning.

Figur 4. Estimeret egenkapitalforrentning før skat i noterede danske pengeinstitutter, januar 2014

Side 5



Journalnr. 916/02
Dok. nr. 516048-v3

Kilde: Børsen og Finansrådets beregninger.

Anm.: Seneste informationer er fra 2/1 2014. ROE beregnet ud fra sammenhæng mellem P/I og P/E, se boks 1. Dvs. ROE er i denne figur ikke defineret på samme måde som i figur 1.

Indtjening og aktieudstedelser i konjunkturforløbet

I gode tider er det nemmere at rejse kapital, såvel som at forrente den på et rimeligt niveau. Som det ses af boks 2, er egenkapitalforrentningen i bankerne konjunkturafhængig. Når det går godt i økonomien, går det også godt for bankerne. Nedskrivningerne og fundingomkostningerne er lavere, udlånet er højere og renten normalt også.

Boks 2: Forrentning af egenkapital og konjunkturfølsomhed

Side 6

For at teste sammenhængen mellem bankernes egenkapitalforrentning og konjunktoren estimeres følgende simple relation på individuelle banker:

$$ROE_{i,t} = a + b\Delta BNP_t + \text{trend} + \text{fejled}$$

ROE er egenkapitalforrentningen før skat for bank i i periode t , og ændringen i BNP er realvæksten ift. år $t-i$. Relationen estimeres for perioden 2003 til 2012. Der bruges forskellige versioner af fejledele.

BNP er ved en OLS-estimation (og FE estimation i øvrigt) højt signifikant. Når BNP-væksten øges med 1 pct.point hænger det sammen med, at egenkapitalforrentningen stiger med ca. 2,8 pct.point, alt andet lige.

Er væksten i BNP således fx -0,4 pct, og egenkapitalforrentningen -4,3 pct. før skat, vil en vækst på 0,6 pct. betyde en egenkapitalforrentning på -1,5 pct.

Effekten varierer dog på tværs af banker. Der skal desuden tages forbehold for, at andre faktorer bedre kan forklare forrentningen. Forklaringsgraden er således lav. Inddrages lags af ROE (og ændres estimationsteknik) forbedres den fx betydelig. BNP bibeholder dog sin signifikante effekt i ca. samme størrelsesorden.

Journalnr. 916/02

Dok. nr. 516048-v3

Kilde: Danmarks Statistik, Finanstilsynet og Finansrådets beregninger.

Økonomien vil formentligt kun langsomt forbedres, så der kan være behov for særskilte tiltag for at forbedre indtjeningen på kort bane. Både fordi indtjeningen er lav for tiden, men også fordi der er behov for at rejse mere kapital. Det illustreres herunder med et eksempel.

Det antages, at investorenes krav til forrentningen af egenkapital i fremtiden er fast, fx på et niveau på 10 pct. (dvs. venstresiden i relationen i boks 1 har værdien 10). Ligger den under 10 pct., kan banken i princippet 1) mindske egenkapitalen (I) eller 2) forsøge at øge indtjeningen (E) og 3) en kombination af 1) og 2).

At mindske egenkapitalen er imidlertid ikke en option qua den nye regulering, der kræver bedre polstring Indtjeningen må altså op.

Hvis egenkapitalen holdes uændret, skal 6 af de oven for beskrevne 24 banker for det første vende et underskud til et overskud. Af de resterende 18 banker er blot 3 i mål, hvis kravet er en forrentning på 10 pct.

Hvis kravet til egenkapitalforrentningen falder som følge af den højere polstring, bliver implikationen mindre drastisk for bankerne.

Med til historien hører, at mange banker allerede i dag har øget kapitaldækningen. Dels i forventning om, at reglerne ville blive vedtaget, dels som et markedskrav, dvs. for at imødekomme investorenes implicitte ønske om, at bankerne blev bedre polstret.

Dertil kommer, at en del danske kreditinstitutter reelt ikke har muligheden for at udstede decideret aktiekapital. Endelig tilsiger den såkaldte Market-Timing teori, at virksomheder generelt helst vil undgå at rejse aktiekapital i en lavkonjunktur, hvor aktiekurserne normalt er lavere.

Konklusionen er, at hvis bankerne skal anskaffe mere kapital via aktiemarkedet, så skal bankernes indtjening markant forbedres. Fx via lavere omkostninger og højere indtægter i form af højere gebyrer og renteindtægter.