



Egenkapitalbeviset – Attraktivt for investor?

Egenkapitalbeviskonferansen 11. mars 2015

Geir Kristiansen, Fondsinans AS, tel: 23 11 30 11, e-mail: gk@fondsinans.no

Egenkapitalbeviset – Attraktivt for investor?

Så lenge sparebankene forventes å oppnå en tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen over tid vil egenkapitalbeviset i utgangspunktet være attraktivt for investor. Egenkapitalbeviserens begrensede styringsrett gjør at tillit til ledelsen blir viktig; må ha fokus på avkastning til eierne

- Instrumentet er ikke eierskapt
 - Dekke behov for å finansiere vekst (1987)
 - Behov for oppkapitalisering etter tap eller ved økte kapitalkrav
 - Muliggjør restrukturering via eierstiftelser

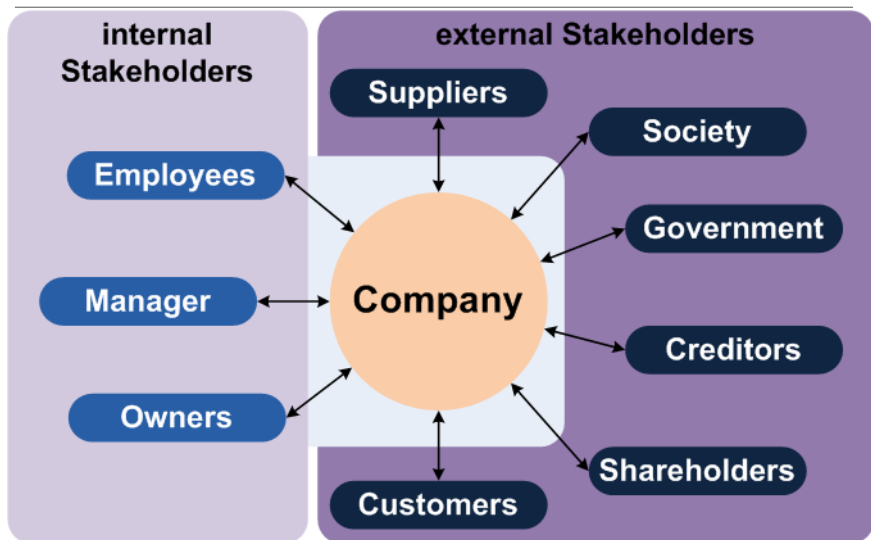
- Utbyttefokuserte eiere
 - Lav likviditet begrenser interessen fra institusjonelle eiere
 - Begrenset vekstpotensial; stabilt og høyt utbytte verdsettes
 - Utbytte bidrar til å opprettholde egenkapitalavkastning – og vice versa

- Spesielle forhold ved egenkapitalbeviset
 - Utvanningseffekten
 - Støtputen
 - Begrensede rettigheter; et særlig problem for institusjonelle eiere

Eierrolle – hvilken eierrolle?

EIERROLLE

Stakeholder modellen mest relevant

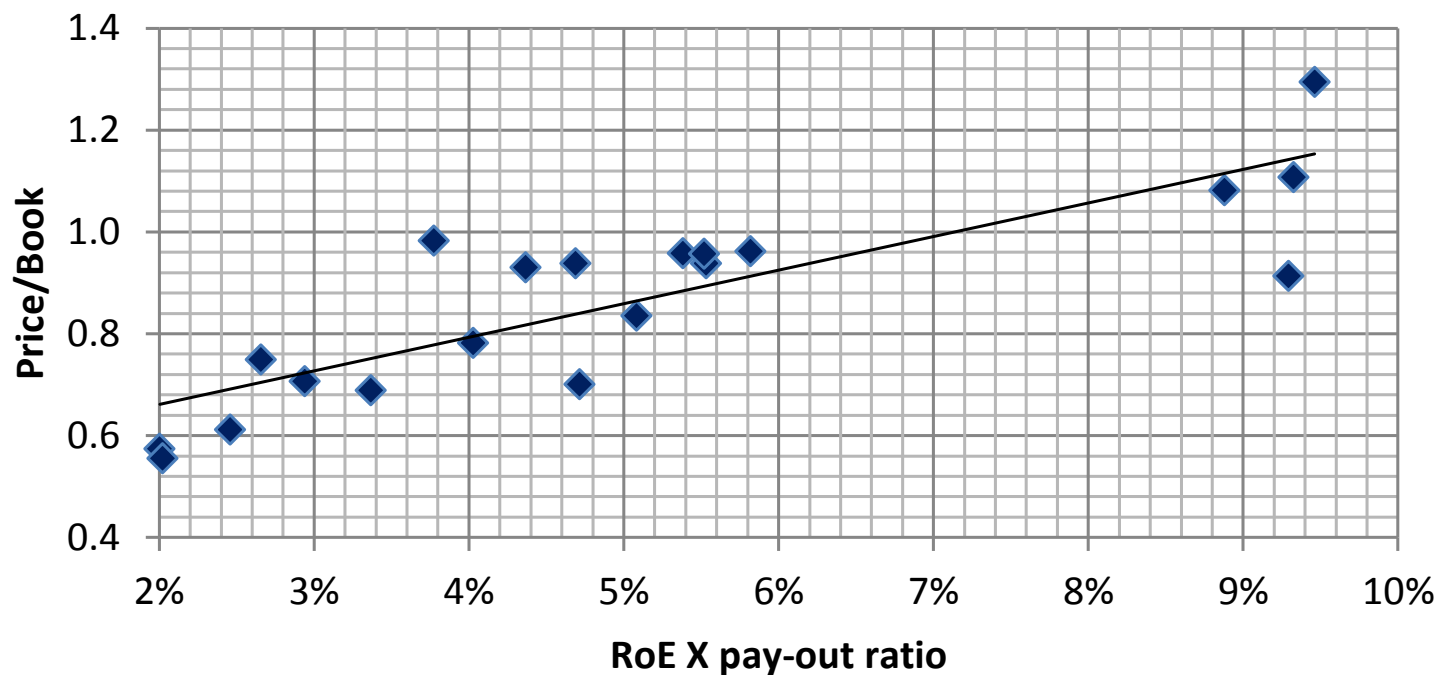


- Sparebankideen
 - Lokal forankring og kontroll
 - Tjene lokalsamfunnet
 - Selveiende = administrasjonsstyrt
- Egenkapitalinvestorer
 - Ikke (bare) lokale
 - Ønsker innflytelse – får 20-40% stemmerett
 - Ønsker mulighet for strukturelle endringer – får sterkt oppkjøpsvern
- Tillit viktig
 - Profesjonell ledelse
 - Fokus på lønnsomhet (RoE)
 - Stabil utbyttepolitikk

Utdelt egenkapitalavkastning forklarer 76% av prisingen

PRISING

Pris/bok vs. utdelt egenkapitalavkastning

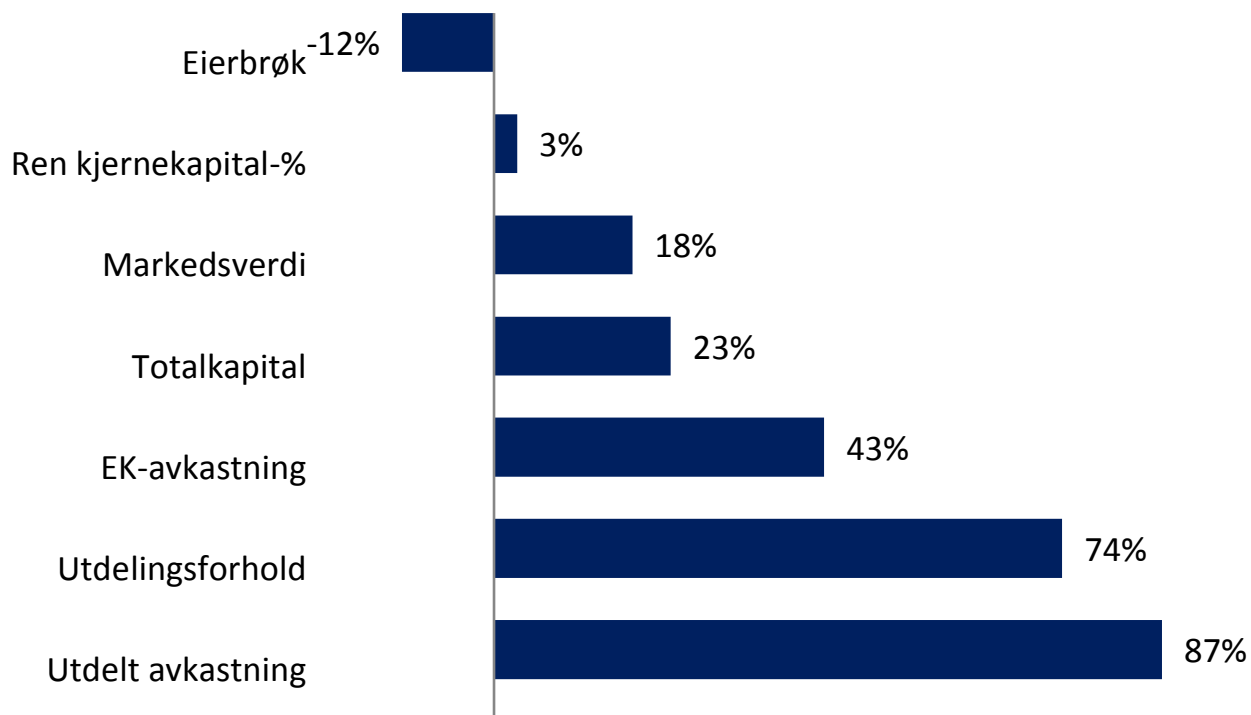


Source: Fondsinans research

Utbytte er viktig!

PRISING

Korrelasjon med Pris/Bok sparebanker per 5 mars 2015

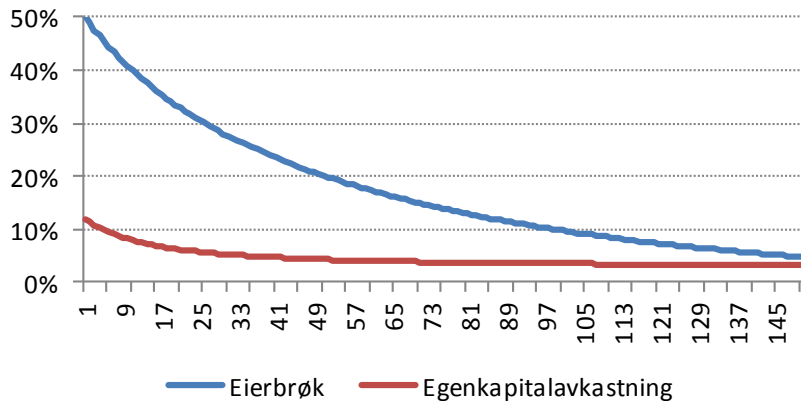


Source: Fodnsfinans

Høyt utbytte er bra til tross for utvanningseffekt - negativt for prisingen når for mye kapital akkumuleres i banken

UTVANNING VED UTBYTTE

Utvanningseffekten av utbytte (50%)



- Når utdelingsforholdet > gaveandelen
 - Eierbrøken faller
 - Lav total utdeling:
 - Egenkapitalandelen øker
 - Egenkapitalavkastningen faller

- Størst utvanning når eierbrøken er lav

- Høyt utbytte likevel positivt!
 - Diskonteringseffekten
 - Reduserer overkapitaliseringsproblemet
 - La grunnfondskapitalen finansiere vekst
 - Men høy gaveandel også positivt

Antagelser		Sensitivitet på P/B				
		Utdelingsforhold				
Gaveandel	5%		10%	50%	100%	150%
RoE	10%					
RoA	1.2 %					
Ke	10%					
g	3%					
		Brøk	10%	50%	100%	
			0.16	0.59	0.83	0.93
			0.17	0.66	0.94	1.05
			0.17	0.86	nmf	nmf

Source: Fondsinans research

Positivt element – Grunnfondskapitalen som bufferkapital

INNVANNING VED UNDERSKUDD

Prioriteringsrekkefølge



■ Underskudd er innvannende på eierbrøken

- Totens Sparebank (2001)
- Sparebanken Øst (2008)
- Sandnes Sparebank (2010)
- Klepp Sparebank (2011)

Source: Fondsinans research

Finanstilsynet : «...ikke er mulig å finne felles regler som vil representere en rettferdig fordeling i alle nyemisjoner»

UTVANNING VED EMISJONER

- I en egenkapitalbevisbank vil grunnfondskapitalen alltid være verdsatt til $P/B = 1$, siden eierbrøken beregnes basert på bokførte verdier og ikke markedsverdi
- Ved en utstedelse av nye EK-bevis på $P/B < 1$ vil eierbrøken øke mindre enn den ville gjort dersom markedsverdi på grunnfondskapitalen ble lagt til grunn ved beregning av brøken
- Følgelig vil eierandelskapitalen få en uønsket verdiutvanning
- Ved emisjoner på $P/B > 1$ vil grunnfondskapitalen kompenseres ved at overkursen (tegningskurs – bokført verdi per EKB) fordeles mellom overkursfond og kompensasjonsfond iht eierbrøk etter emisjonen

<i>Eksempel</i>	NOK
Eierandelskapital	500
Grunnfond	500
Sum egenkapital [B]	1,000
Eierbrøk	50 %
Markedspris [P]	500
P/B	0.50x
Emisjon	250
i % av bokført EK	25 %
i % av markedsverdi	50 %
Ny eierbrøk	60 %
Ny eierbrøk hvis beregnet med basis i markedsverdi	67 %
Verdiutvanning [%]	-7 %
Verdiutvanning [NOK]	-50

Ny eierbrøk

$$= [Eierandelskapital \text{ før} + Emisjon] / [EK \text{ før emisjon} + Emisjon]$$
$$= [500 + 250] / [1000 + 250] = 60\%$$

Ny eierbrøk hvis basis i markedsverdi

$$= [500 * 0,5 + 250] / [500 + 250] = 67\%$$

Verdiutvanning i NOK

$$= [0,67 - 0,60] * 750 = 50$$

Det finnes løsninger på utvanningsproblematikken

UTVANNINGSPROBLEMATIKKEN: LØSNINGER

Liten strukturell endring

Større strukturell endring

Forholdsmessig utdeling

- Samme utdelingsgrad på utbytte og gaver
- Ingen utvanning, men:
- Store gaveutdelinger ved lav eierbrøk
 - Gavestiftelse
- «Tømmer» banken for kapital som ikke kan brukes ved senere emisjoner

Utbytteemisjon

- Utbytte utbetales i form av nye egenkapitalbevis ved at EKB-eierne får mulighet til å tegne EKB med oppgjør i vedtatt utbytte
- Motvirker utvanning ved at utbytte reinvesteres
- Kapitalen må forrentes
- Kompensasjonsfond?
ANBEFALES IKKE

Konvertering

- Konvertering av grunnfond til eierandelskapital
 - Stiftelsesmodell
- Motvirker utvanning fordi eierbrøken økes
- Større eierandelskapital kan gi økt likviditet i beviset dersom stiftelsen selger seg ned

Omdanning til aksjebank

- Konvertering av eierandelskapitalen og grunnfondet til aksjekapital
 - Stiftelsesmodell
- Blir mer interessant for institusjonelle investorer
- Bedre tilgang til det internasjonale kapitalmarkedet
- Mister oppkjøpsvernet, og åpner for salg til større [nordisk/ internasjonal] bank



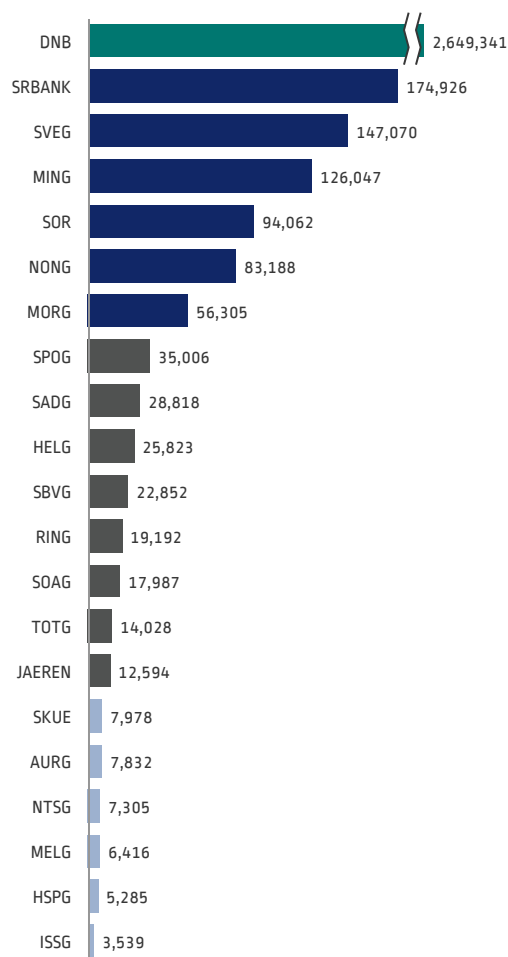
SPAREBANKEN MØRE



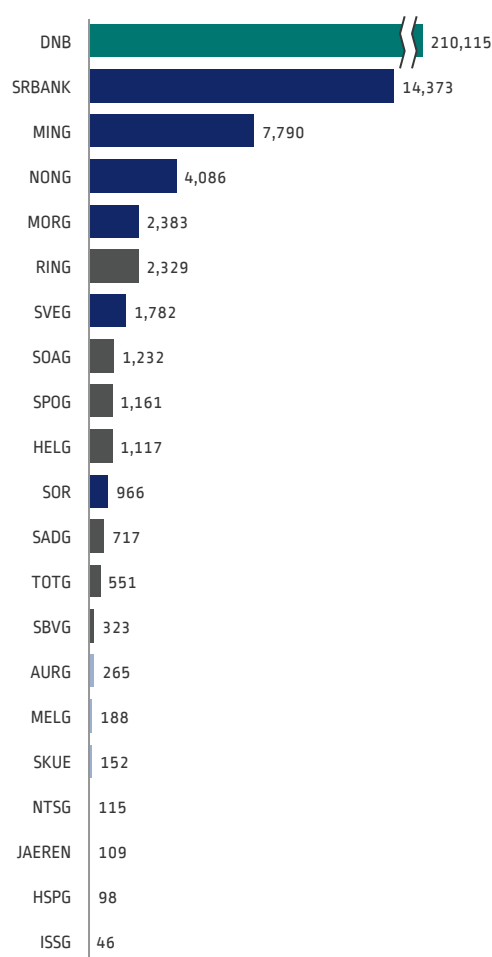
Størrelse og likviditet i norske sparebanker

LIKVIDITET

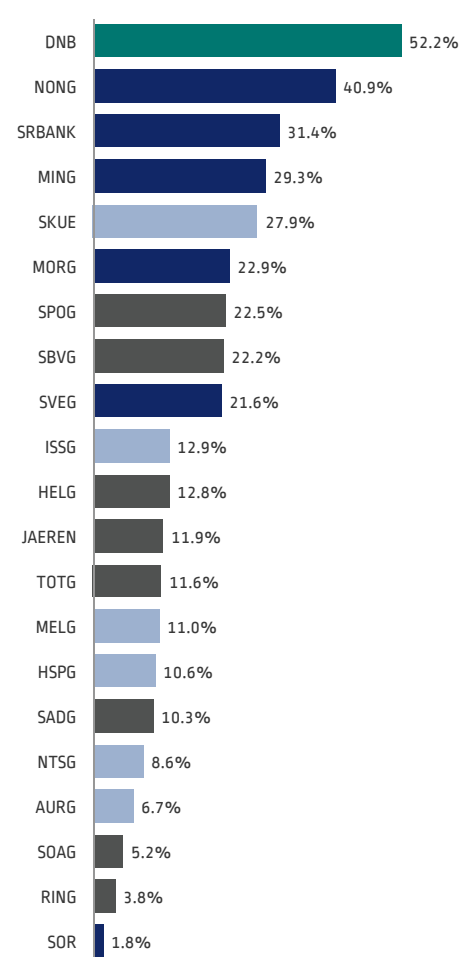
Forvaltningskapital (NOKm)



Markedsverdi per 05.03.15 (NOKm)



Gjennomsnittlig omsetningshastighet¹ 2015 YTD



■ DNB ■ Regionale ■ Store lokale ■ Små lokale

1) Gjennomsnittlig omsatt volum per dag/Antall utestående aksjer (EK-bevis) x 250
Source: FactSet

Eierskap i norske sparebanker – etter størrelse

EIERSTRUKTUR

Investorgruppe	DNB	Regionale ¹	Store lokale ²	Små lokale ³
Sparebankstiftelser	10 %	6 %	41 %	1 %
Norske pensjonskasser	6 %	4 %	4 %	4 %
Nordiske fond	6 %	16 %	5 %	4 %
Internasjonale	21 %	8 %	1 %	0 %
Andre	57 %	66 %	48 %	91 %
Sum markedsverdi EK [NOKm]	205,229	31,270	7,556	866

Source: Bigdough database

1) SRBANK, MING, NONG, MORG, SVEG, SOR

2) SOAG, SPOG, HELG, SADG, TOTG, SBVG, RING, JAEREN

3) AURG, MELG, SKUE, NTSG, HSPG, ISSG

Eierskap i de største norske sparebankene

EIERSTRUKTUR

Investorgruppe	DNB	SRBANK	MING	NONG	MORG	SVEG	SOR
Sparebankstiftelser	10 %	2 %	3 %	0 %	10 %	9 %	75 %
Norske pensjonskasser	6 %	4 %	2 %	3 %	7 %	10 %	0 %
Nordiske fond	6 %	10 %	29 %	16 %	15 %	18 %	4 %
Internasjonale	21 %	12 %	7 %	8 %	3 %	0 %	0 %
Andre	57 %	72 %	60 %	74 %	64 %	62 %	21 %
Sum markedsverdi EK [NOKm]	205,229	14,322	7,758	4,036	2,412	1,779	963

Source: Bigdough database

Attraktive egenkapitalbevis – men avkastningen har lidd under behov for oppbygging av kapital siden 2011

AVKASTNING

Total avkastning 19 år



Total avkastning 5 år



Våre anbefalinger og kursmål

ANBEFALINGER

	Recommendation	Target	Price	Delta
AURG	NEUTRAL	178	176	1 %
HELG	BUY	64	60	7 %
HSPG	SELL	102	143	-29 %
ISSG	BUY	86	75	15 %
JAEREN	BUY	110	101	9 %
MELG	BUY	139	123	13 %
MING	BUY	72	60	20 %
MORG	BUY	266	243	9 %
NONG	BUY	49	41	19 %
NTSG	BUY	133	110	21 %
RING	BUY	178	167	7 %
SADG	BUY	127	102	25 %
SBVG	NEUTRAL	60	58	4 %
SKUE	NEUTRAL	78	81	-3 %
SOAG	BUY	180	133	35 %
SPOG	NEUTRAL	55	57	-4 %
SRBANK	BUY	69	56	23 %
SVEG	BUY	62	57	10 %
SOR	NEUTRAL	200	203	-1 %
TOTG	BUY	98	90	9 %

Source: Fondsinans research

Definitions of ratings

Buy Low risk: with a potential of min 5%. Medium risk: with a potential of min 10%. High risk: with a potential of min 20%.

Neutral Low risk: -5% to +5%. Medium risk: -10% to +10%. High risk: -20% to +20%.

Sell Low risk: min 5%. Medium risk: min 10%. High risk: min 20%.

Risk ratings are based on price volatility, fundamental criteria and perceived risk. Ratings are: Low (L), Medium (M) and High (H).

Target: Our valuation as of today.

Time frame of target: Target is what we value the share as of today.

Recommendation distribution as of 03.03.15:

Recommendation	No	Percent
Buy	36	73 %
Neutral	9	18 %
Sell	4	8 %
Total	49	100 %

Companies in each recommendation category that have been investment banking clients over the past 12 months:

Recommendation	No	Percent
Buy	2	6 %
Neutral	1	11 %
Sell	0	0 %
Total	3	

Our intention is to issue preview and update research on a quarterly basis.

Our investment recommendation is elaborated in accordance with "The Norwegian Securities Dealers Associations" standards.

This report has not been sent to the companies mentioned for correction of any factual errors.

Fondsfinans is organized with Chinese walls between the Corporate Department and the Research/Broking Department. In addition, Fondsfinans has internal instructions and guidelines for handling sensitive information.

The analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability, including investment banking activities.

Fondsfinans is under supervision of The Financial Supervisory Authority of Norway.

For ownership and information related to market making and corporate advice:

Please refer to the latest company updates available on our web site.

Fondsfinans may hold shares in the companies as a result of daily trading/market making.

Information on such holdings is not given when of non-significant value.

Disclaimer

Our research and general presentations, also available at our website www.fondsfinans.no, are provided for information purposes only. They should not be used or considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any financial instruments. Any opinion expressed are subject to change without prior notice. Our research and presentations are based on information from various sources believed to be reliable. Although all reasonable care has been taken to ensure that the information herein is not misleading Fondsfinans AS makes no representation or warranty expressed or implied as to its accuracy or completeness.

Neither Fondsfinans AS, its partners and employees, nor any other person connected with our research and presentations, accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss of any kind arising out of the use or reliance on the information given. They do not take into account the specific investment objectives and financial situation of any recipient. Investors seeking to buy or sell any financial instruments discussed or recommended in our research or in separate presentations, should seek independent financial advice relating thereto. Our research and materials from separate presentations may not be distributed, quoted from or reproduced for any purpose without written approval by Fondsfinans AS.

Disclosure of interests

Fondsfinans AS is constantly seeking investment-banking mandates, and may at any time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other mandates from companies covered in our analysis and presentations. Fondsfinans AS may from time to time as part of its investment services hold positions in securities covered in our research and presentations. In order to avoid any conflict of interests Fondsfinans AS and its employees will always follow very strictly all internal regulations, recommendations from the Norwegian securities dealers association and relevant legislation and regulations from the supervisory official authorities. Internal holdings will be specified as part of shareholder information.

Distribution in the United States

Research reports are prepared by Fondsfinans AS for information purposes only. Fondsfinans AS and its employees are not subject to the rules of the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) governing research analyst conflicts. The research reports are intended for distribution in the United States solely to "major U.S. institutional investors" as defined in rule 15a-6 under the United States securities exchange act of 1934, as amended and may not be furnished to any other person in the United States. Each major U.S. institutional investor that receives a copy of a Fondsfinans AS research report by its acceptance thereof represents and agrees that it shall not distribute or provide copies to any other person. Reports are prepared by Fondsfinans AS and distributed to major U.S. institutional investors under rule 15a-6(a)(2). These research reports are prepared by Fondsfinans AS and distributed in the United States by Fondsfinans Inc. Under rule 15a-6(a)(2), any U.S. Person receiving these reports that desires to effect transactions in any securities discussed within the report should call or write Fondsfinans Inc., a member of FINRA.