

Fra noteringsbølge til rapporteringsvakum

Observasjoner fra tidenes IPO-år

Anne Gjøen

Ole-Petter Kjerkreit

Geir Bjørlo

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

Tidens noteringsår på Oslo Børs



21% av alle

noteringene i Europa var i Oslo i 2020

49 listinger på Merkur Market/Euronext Growth og ytterligere 10 på Oslo Børs i 2020.

21 prosent av alle noteringene i Europa i Oslo kan sammenlignes med markedsverdien på Oslo Børs som er 2 prosent av de europeiske aksjene.

En ekstrem likviditet i mange av de nymoterte selskapene.



Lave opptakskrav på Euronext Growth

- Ikke krav om prospekt
- Ikke krav om IFRS
- Mangelfull, sjeldnere og senere rapportering
- Svært spesielle flaggeregler

Finansiell tilrettelegger	Krav om rådgiver
Spredning / fri flyt	15 %
Antall aksjeeiere	30(aksjer for minst NOK 5 000)
Markedsverdi	Ingen krav
Minstepris per aksje	NOK 1
Due diligence-krav	Begrenset finansiell og juridisk DD
Prospekt godkjent av Finanstilsynet	Nei, kun et opptaksdokument
Historikk og virksomhet	En års- eller delårsrapport
Regnskapsrapportering	IFRS, NGAAP eller andre anerkjente prinsipper
Likviditet	Redegjørelse om likviditetssituasjon
Positivt driftsresultat	Nei
Selskapsform	AS, ASA, sparebank og tilsvarende
Styrets kompetanse om regelverket	Minst ett styremedlem
Informasjonsplikt	Opptakstidspunktet

Svært blandet rapporteringspraksis



Selskap*	Styrerapport	CEO-presentasjon	IMS**	Intet
Aker Biomarine	IFRS			
ayfie Group			X	
Mercel	NGAAP			
EXACT Therapeutics				X
Sikri Holding	NGAAP			
ELOP		X		
Instabank	IFRS			
Aker Carbon Capture		X		
Aker Offshore Wind		X		
BEWi	IFRS			
Salmon Evolution		X		
OHT	IFRS			
Agilyx		X		



*Selskapene som ble notert i Q3 med oversikt over hvordan de rapporterte.

**IMS=interim management statement

Eksempel på delårsrapportering og finanskalender



ayfie Group AS - strategic developments and new acting CEO

Oslo, 13 November 2020: ayfie Group AS ("ayfie" or the "Company") announces strategic developments and new acting CEO.

ayfie is continuing to streamline its operations. In order to further reduce the Company's total cost base while at the same time tie product development closer to the core, central research and development activities will be moved from Munich, Germany to Oslo, Norway. All development will be run from Oslo, Norway with dedicated teams in Norway and Poland.

The Company is, after the completion of the announced changes, expecting to reach profitability in Q1 2021.

Siw Ødegaard is appointed acting CEO. She has been the CFO of the Company since July 2017. Before joining ayfie, Siw Ødegaard was CFO in Link Mobility Group. Siw Ødegaard has broad operational as well as board experience from the tech sector.

For further information contact:

CEO Siw Ødegaard

Mobile: +47 95 75 98 48,

Mail: siw.odegaard@ayfie.com

About ayfie

ayfie offers search and text analytics solutions that bring structure to unstructured data. Its products combine artificial intelligence with deep expertise in linguistics, computational linguistics and computer science to extract meaning from text.

Professionals across all industries use ayfie's powerful text analytics engine to efficiently identify personally identifiable information, reveal critical insights, conduct smart searches and power security practice workflows.

Financial calendar

Financial calendar for ayfie Group AS

FINANCIAL YEAR 2020

19.03.2021 - Annual Report

FINANCIAL YEAR 2021

26.08.2021 - Half-yearly Report

Inflasjon i positive analyser ifm noteringene



4 | [Publisert](#) | 11.09.2020 21. NOVEMBER 2020

AKSJEANALYSER FRA MEGLERHUS

60 av 60 aksjeanalyser sa «kjøp»



IKKE TROVERDIG: – Når mange meglerhus kommer med oppdaterte analyser og kjøpsanbefalinger på et mindre selskap blir man ganske sikre på at her kommer det emisjon, sier Jan Petter Sissener, [mros.no/na/na/na](#)

Sissener: – Aksjeanalyser blir ikke tatt seriøst

FINANS: Vi sjekket meglerhusenes konklusjoner på aksjeanalyser av selskaper som er blitt notert på børsen i 2020. Resultatet var knapt til å tro.

STEFAN GRIM
stefan.grim@naas.no

2020 har vært et ellevitt år for børsnoteringer. Det har ikke manglet på børsopptak fra meglerhusenes analytikere. Hverken for de som har gått «sky high» eller de som har kollapset.

Aksjer som har skutt i været har aksjeanalytikerne spådd videre opp. De som har falt spås også opp, om enn bare tilbake til emisjonskursen.

Forvalter Jan Petter Sissener mener mange av analysene ikke er til å stole på.

– Det er påfallende mange kjøpsanbefalinger på dårlige selskaper, sier Jan Petter Sissener som mener meglerhusene skriver

positive analyser for å få rådgivningsoppdrag.

Hovedskylden legger han på finansreglementet MiFID.

– MiFID har medført både dårligere kvalitet og mindre uavhengighet. Det vil si at det har virket mot sin hensikt, sier han.

60 av 60 sa «kjøp»

Meglerhusenes siste analyser regjertret Hans Blomberg for samtlige av 60 var 35 analyser skrevet av meglerhus som tilrettela for børsnoteringen, mens 25 var skrevet av andre meglerhus.

– Det viser de nære forbindelsene mellom corporate- og analyseavdelingene, og kjøpsanbefalingene kommer uavhengig av kursutvikling. Derfor blir de heller ikke tatt så seriøst, det er liksom forventet, sier Sissener.

En annen måte å se det på er når mange meglerhus kommer med oppdaterte analyser og kjøpsanbefalinger på et mindre selskap blir man ganske sikre på at her kommer det emisjon, påpeker han.

– Dette er en av grunnene til at vi har større tillit til analytikere i selskaper uten corporateavdeling.

Analytikere blir subsidiert
– Vi i Sissener har vært opptatt

Etter at MiFID ble innført er corporateavdelingens subsidiert av analyse blitt enda større

JAN PETTER SISENER

av denne utviklingen, og har selv snakket med analysejefer for flere av meglerhusene.

Etter at MiFID ble innført, og investorer må betale for analyse, er corporate avdelingens subsidiert av analyse blitt enda større, mener han.

– En analysejeffett av Norges største meglerhus fortalte oss at summen av analyseinntektene ikke dekket kostnadene for en analytiker i hans avdeling, sier Sissener.

Ifølge ham er prisingen av analyse på bunn i Europa, blant annet

på grunn av eiersammensetningen på Oslo Børs.

– Analyseavdelinger må til en viss grad prioritere mindre selskaper hvor det kan tenkes det er kapitalbehov eller andre muligheter for corporate oppdrag.

– Store solide selskaper som er selvfinansierende og mindre sannsynlig for å kunne vinne noe corporate oppdrag mener vi det er en trend at blir nedprioritert. Det er for oss viktig å være bevisst denne situasjonen, sier Sissener.

- Positive tilretteleggere
- Identiske “analyser”
- ~~P/E, EV/EBIT, DCF, P/NAV~~
- Selskapene får analysene med på kjøpet fra tilretteleggerne og de framstår ikke som uavhengige.
- Konklusjonen synes forutbestemt

Nye APM-er er sentrale for investeringsstoryen



- En rekke nymoterte selskaper innen IT og software bruker annual recurring revenue, ARR, som sentral alternativ performance measure, APM. Inntekter klassifiseres gjerne i tillegg som software as a service, SaaS, eller i andre XaaS-varianter
- Blant Euronext Growth-selskapene med ARR-målsettinger er House of Control (2025), Volue (ikke tidsfestet), Merzell (2025), samt Arribatec på hovedlisten
- Svært varierende definisjoner på ARR:
 - Volue: «revenues from subscriptions», Arribatec: «revenue that is expected to continue in the future».
- Ved verdsettelse sammenligner analytikere gjerne prisingen av selskapene ut fra selskapsverdiens multiplum i forhold til AR

ARR som APM og basis for verdsettelse har klare svakheter



- Uklare definisjoner og ulik praksis mellom selskapene mht hva som klassifiseres som «recurring revenue» kan gjøre en sammenligning mellom ARR i ulike selskaper misvisende
- Vanskelig å etterprøve hva som faktisk er recurring revenues, både historisk og nå
- Sier isolert sett lite om lønnsomhet. Verdsettelse basert på ARR må inkludere forutsetninger om lønnsomhet på inntektsstrømmen
- Ofte umodne selskaper med svak lønnsomhet, der kraftig vekst er forventet, og verdsettelsen er basert på APM-er som er vanskelig å etterprøve og sammenligne

Oppsummerende observasjoner fra KFI



- Ikke krav om IFRS for Euronext Growth-selskapene
- Mangelfull, sjeldnere og senere rapportering
- Økende mengde corporate-drevne analyser fører til spørsmål ved analytikernes integritet