

NFFs uttalelse om finansiell informasjon 2021

NFFs Komité for finansiell informasjon

22. september 2021

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

Om Komité for finansiell informasjon (KFI)



KFI har til formål å forbedre **kvaliteten** av selskapenes finansielle informasjon

KFI er satt sammen av ni relativt **tunge brukere** av slik informasjon

Mer konkret skal KFI «vurdere om styrets årsberetning og årsregnskap gir relevante og tilstrekkelige opplysninger for en **forsvarlig og god** verdsettelse av selskapenes verdipapirer»

Hvordan har vi jobbet?



Samlet inn innspill om viktige temaer fra diverse analysemiljøer, valgt ut sentrale temaer.



1-3 medlemmer har jobbet med hvert tema.



KFI baserer seg på frivillig innsats av travle personer. Vi kan dessverre ikke utelukke at vi i enkelte oversikter har oversett tilgjengelig informasjon.

NFFs Komité for finansiell informasjon 2021



- Peter Hermanrud (leder)
- Håkon Astrup, DNB
- Annie Bersagel, Folketrygdfondet
- Geir Bjørlo, Corporate Communications
- Synnøve Gjønnnes, REQ Capital
- Ole Petter Kjerkreit
- Steinar Sars Kvifte, EY*
- Kjetil Rimstad, EY*
- Teodor Sveen-Nilsen, SpareBank1 Markets



*Disclaimer: EY-medlemmer har ikke deltatt i saksbehandlingen i saker som gjelder deres kunder spesielt.

Temaer 2021



1

Nedskrivingsvurderinger og avkastningskrav

2

APM og justerte resultater

3

«EBITDA-justeringer på all time high»
– observasjoner fra tidenes IPO-år

4

Blir det bærekraft i finansiell rapportering?

Nedskrivningsvurderinger og avkastningskrav

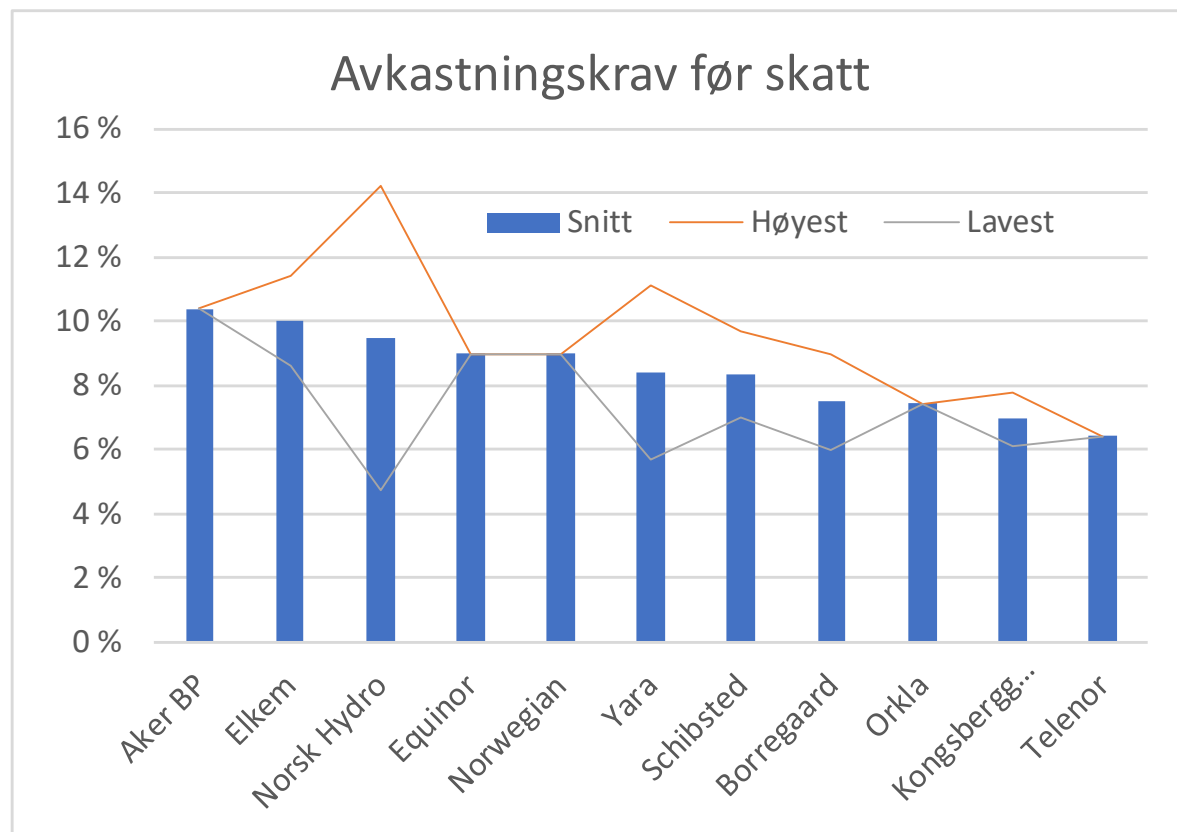
Peter Hermanrud

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

Nedskrivningsvurderinger og avkastningskrav

- KFI har i mange år etterlyst bedre informasjon fra selskapene i forbindelse med nedskrivningsvurderinger.
- Vi har i år gått gjennom noen store selskapers rapportering på dette området.
- Vi finner at selskapene gir tilfredsstillende overordnede opplysninger om anvendelse av CAPM og WACC.
- Selskapene gir fortsatt alt for få opplysninger om estimeringsmetoder, underliggende forutsetninger og datakilder.

Stort sprik i anvendt diskonteringsrente



- Merk at vi har tatt sjablonmessige vurderinger for å gjøre skattesatsen sammenlignbar. Vi har forutsatt 2 prosent inflasjon. Selskapene oppgir kun range, vi har lagt inn gjennomsnitt av høyest og lavest.
- Selskapenes diskonteringsrenter ser i gjennomsnitt OK ut, men det er umulig for oss å vurdere avkastningskravet i enkeltsituasjoner.
- Viktig å fortelle hvor mye avkastningskravet må endres før verdier må nedskrives
 - Equinor gir ingen informasjon om dette
 - Yara, Telenor, Schibsted, Orkla, Norsk Hydro og Aker BP vil måtte ta (ytterligere) nedskrivninger ved 1% høyere diskonteringsrente
 - Norwegian, Kongsberg Gruppen, Elkem, BOR, tåler mer enn 1% uten å måtte ta nedskrivninger
 - Høyest rente ved fossilt og syklisk, som ventet

Andre observasjoner

- Flertallet har redusert avkastningskravet betydelig de siste årene, og ofte en god del mer enn rentefallet
 - Stemmer ikke med narrativ om at avkastningskravet har vært omtrent uforandret til tross for fallende rente
 - En naturlig konsekvens er at det blir behov for mer nedskrivninger når rentene øker

KFI mener:

- Børsnoterte selskaper gir generelt for lite informasjon om nedskrivningsvurderinger til at en analytiker kan vurdere realismen i verdivurderingen
 - Vi savner informasjon om estimeringsmetoder, underliggende forutsetninger og datakilder.
- De benyttede diskonteringsrenter er isolert sett fornuftige
- Det er viktig at selskapene gir presis informasjon om effekten av endrede avkastningskrav. Her gir de fleste selskaper tilfredsstillende informasjon, men ikke Equinor

Justerte resultater og APMer

Peter Hermanrud

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

APMer er viktige og mye brukt, men må behandles med varsomhet

- Et finansielt måltall hvis formål er å gi uttrykk for historisk eller fremtidig inntjening, finansiell stilling eller kontantstrømmer, som **ikke er definert eller spesifisert** i gjeldende rammeverk for regnskapsføring
- Husk altså: Vesentlig diskresjon er mulig, dette gir økt risiko
- Særlig mye forvirring rundt hva som er inkludert i EBITDA og NIBD

- Revenue
- EBIT ✓
- EBIT before IAC ✓
- **EBITDA** ✓
- Net income
- EPS
- Margin ✓
- **Net debt** ✓
- Organic growth ✓
- **Cash-earnings** ✓
- Employees

Hva er viktig når APM presenteres?



- Det er viktig at det opplyses hva man justerer for i APM. Her er det et stort forbedringspotensial.
- Dersom APM vises, f.eks. cash cost, Pris/Nav, EV/GWh osv, er det viktig at selskapet informerer om hvilke tall som inngår i beregningene.
- Ikke gjem i notene i årsregnskapet, og del av slidene ved resultatpresentasjon. Åpenhet er viktig.
- Konsistens er viktig. Dersom selskapet introduserer en ny APM, ønsker vi to års kvartalsvis historikk

For mange er EBITDA synonymt med overskudd, og hovedbasis for verdsettelsesmultipler



AKSO historical 12m forward EV/EBITDA multiple



- Særlig i PE- og corporate-sammenheng er inntjeningsfokus nesten utelukkende på EBITDA
- PÅ EV/EBITDA er f eks Aker Solutions utrolig lavt priset. Grafer som denne har jeg fått presentert flere ganger fra mange forskjellige analytikere

Men husk at EBITDA ikke er overskudd!



	AKSO			
	2019	2020	2021	2022
EBITDA	2711	1539	1746	1888
Vedlikeholdsinvesteringer (=avskr)	574	577	577	577
IT kostnader (kapitalisert)	317	274	274	274
Husleie (IFRS 16)	599	630	630	630
EBIT (= cash fra driften, +/-)	1221	58	265	407
Cashandel av EBITDA	45 %	4 %	15 %	22 %

- Vanskelig å sammenligne prising på EBITDA når et selskap beholder 90% av EBITDA, et annet 10-20%

Og er du opptatt av cash flow og utbytteevne, bør du se enda lengre ned i regnskapet



	AKSO			
	2019	2020	2021	2022
EBITDA	2711	1539	1746	1888
Minimumsinvesteringer (avskr)	574	577	577	577
IT kostnader (kapitalisert)	317	274	274	274
Husleie (IFRS 16)	599	630	630	630
EBIT	1221	58	265	407
Andel av EBITDA de beholder	45 %	4 %	15 %	22 %
Rentekostnader	300	300	300	300
Betalte skatter	150	150	150	150
Minimum cashutlegg som One-offs	200	200	200	200
Cash flow	571	-592	-385	-243
Memo: Capex	901	429		
Memo: Impairment	327	1027		

- Renter må betales. Man betaler ofte skatt selv om ikke summen går med overskudd. Og det skjuler seg mange systematiske cashutlegg og såkalte 'one-offs'.
- Rentekostnadene er kan være ekstremt høye i forhold til rentebærende gjeld, f eks pga sesongsvingninger i gjelden eller supply chainf financing. Da er EV multipler farlige å bruke.

«EBITDA-justeringer på all time high»

Observasjoner fra tidenes IPO-år

v/ Ole Petter Kjerkreit

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

Oslo Børs er hottere enn Nasdaq og London



25% av alle noteringene i

Europa i 2021 har funnet sted i Oslo

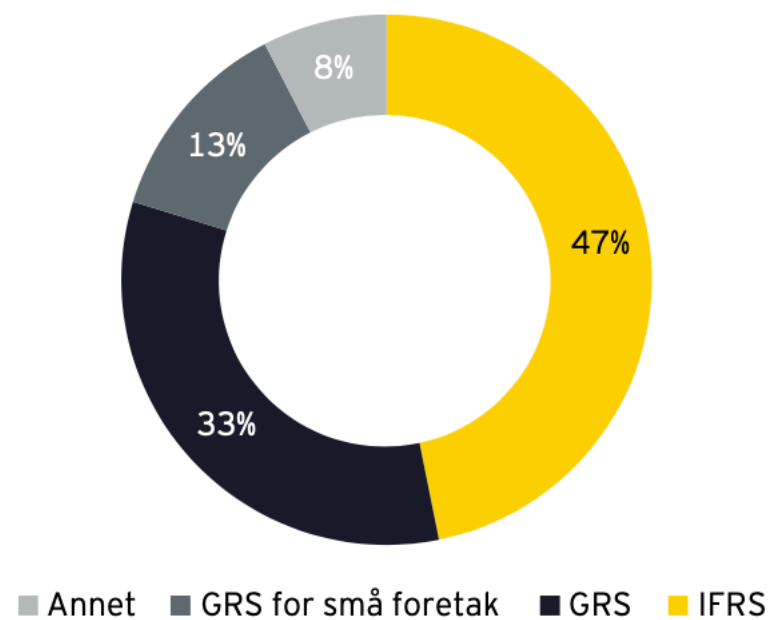
- All time high noteringsaktivitet på Euronext Growth og Oslo
- Rekorden fra 2007 med 58 noteringer er allerede slått
- 25% av alle noteringene i Europa vs markedsverdien på Oslo Børs på 2% av de europeiske aksjene

The diagram illustrates the decomposition of a 3x3 grid into a 2x2 grid of 2x2 blocks and a 1x1 block. The 3x3 grid is shown on the left, and the 2x2 grid of 2x2 blocks is shown on the right. The 1x1 block is shown below the 2x2 grid.

- SÅDAN NYNØYDERS TILBUD 21. JUNI 2012
- 11
- Kredit Magnus Vis Sundal
- # «Alle» skulle på børs hvordan gikk det med dem?
- Fjorårets nysynninger på Euronext growth har falt med i gjennomsnitt syv prosent så langt i år. Hovedindeksen har steget 15 prosent. Livet på børs er neppe bare en lek for de mange, nye småinvestorene.
-
- Magnus Vis
- Magnus Vis Sundal, porteføljeforvalter i Borsax Asset Management
- Nordmenn stemte inn i børsen. Mens 385 000 av oss ikke hadde valgt utgangen av 2011, er tallet nå 544 000 – et økning på 34 prosent.
- Nordmenn investerer akkurat det med utgangen av børsen ble avslappet. I løpet av 2011 ble det innbøtet nesten 75 milliarder kroner gjennom Oslo Børs. Det er bra at flere setter penger i arbeid og ender i løn av det de vanligvis kommer som foreldre.
- På børs er det utfordringer med å være både linje og store. Store fond vil kunne løse problemene med aktiv forvaltning, da det kan være vanskelig å flytte store posisjoner. Litt som en oljefat med en kule i bunnen, som man ikke vil røre. Men man vil ikke løse kule med en kule.
- Det er også utfordringer med å være småinvestor.
- Euronext Growth har vært sentral i veksten. Markedsplansen har blitt oppskåret, og passet bra for små- og mellomstore bedrifter som søker risikostilling på kort tid. Samtidig har enkelte arbeidstakere og småinvestorer kan brenne seg på feilaktige investeringer. I et øre på bokmargen, viser bedrifter Øst-Andemans til at markedsplansen er i tråd med myndighetenes studie om å tilrettelegge for oppstart, bedrift og etablering av nye arbeidsplasser.
- Bedriftene driver også ut til investoren som vil møte dem i enkle og klare på børsen, selv om det er mer risikofullt.
- Mange småinvestorer gjør grundige undersøkelser av firmaet til å sette seg inn i verdipapirene før kjøp. Samtidig er det også mange små investorer som gjør det på en annen måte, og er uklar på børsen i forbindelse med enkle mellomstore virksomheter flytting ned.
- En gjennomsnitt av 41 førstegangsnoteringer fra 2010 viser at kursene steg i gjennomsnitt 21 prosent i år, første halvdel 2012
- Hittil i år har fjorårets børsnoteringer på Euronext Growth i gjennomsnitt falt syv prosent på børs. Hovedindeksen har steget 15 prosent.
- Et motgang er observert på folk målt på gane som de vil med penger sine, og mer risikofullt perspektiv er kortvarig. På den andre siden vurderte økonomer i Finansstatistikken 12013 at fondsinvesteringer i norske selskaper var ganske komplette så de var et lite øget investeringsperspektiv for fremtiden.
- Kanlyse viser at det er mest småinvestorer for første innlegg på børsen, og er saken for de mange små. I tillegg gir det private handelen den foretrekke måten å gå på børs på. Standard praksis er å kjøpe Euronext-investorer. Hvis invest i det i seg selv er en god ansett av økonomer. Om man får dette, er minnering valgfrie 100 000 kroner.
- En gjennomsnitt av 41 førstegangsnoteringer fra 2010: viser at kursene steg i gjennomsnitt 21 prosent i løpet av første halvdel. Når aksjene selges litt på børs og valgfrie investorer investert i børsen, er det ofte til en vissenting børsen pr.
- Medieten av disse noteringene – den trykkes ikke – har steget 20 prosent siden notering, men om man kjøper på børsen er første halvdel, ville man har fått med seg en halvparten på 10 prosent fra titt dag.
- En tredje utfordring er mange investorer, er rettskrettsretter. Her ser vi et burs ineffektivt det norske børsen som en utfordring. Om investorer observerer på aksjene aksjoner bedrift er bruket av aksjens, men kreditorer eller er også utfordring etter det meste.
- I første eksempel er Siemens Offshore, 21 gjennomsnitt av gjeldsnoteringer aksje omstilt utendørs aksje i 2011. Gjennomsnitt 21 prosent. Selv om det i mange målinger har vært kjent at fallende aksjekurs ville beholde om det i 2011 av aksjekurs, falt kursen 90 prosent natten da prosessen var fullført. Akkurat i år, små aksje kan ikke det mest relevante resultat.
- I tredje utfordring er Norwegian Air Shuttle (NAS) så vi ser det samme. NAS var den mest med et aksje blant norske noteringer ved utgangen av mars. Børsnoteringer er kompliserte saker, med mange dokumenter og mye informasjon. Men det ikke så stort at mange ikke helt klarer å få seg på børs som aksje.
- Det finnes ingen perfekt løsning på disse utfordringene. Som fondsforsalter treer jeg, med et opplagt grunnleggende behov for mange småinvestorer vil det vel så bli i år.
- ## Reviserte nye aksjer på Euronext Growth
- 41 aksjekurser har steget på Euronext Growth i år, mens gjennomsnittet for aksjekurser som falt på versjonen til Oslo Børs.
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser i år
- 4 aksjekurser

19

Bare halvparten av selskapene bruker IFRS

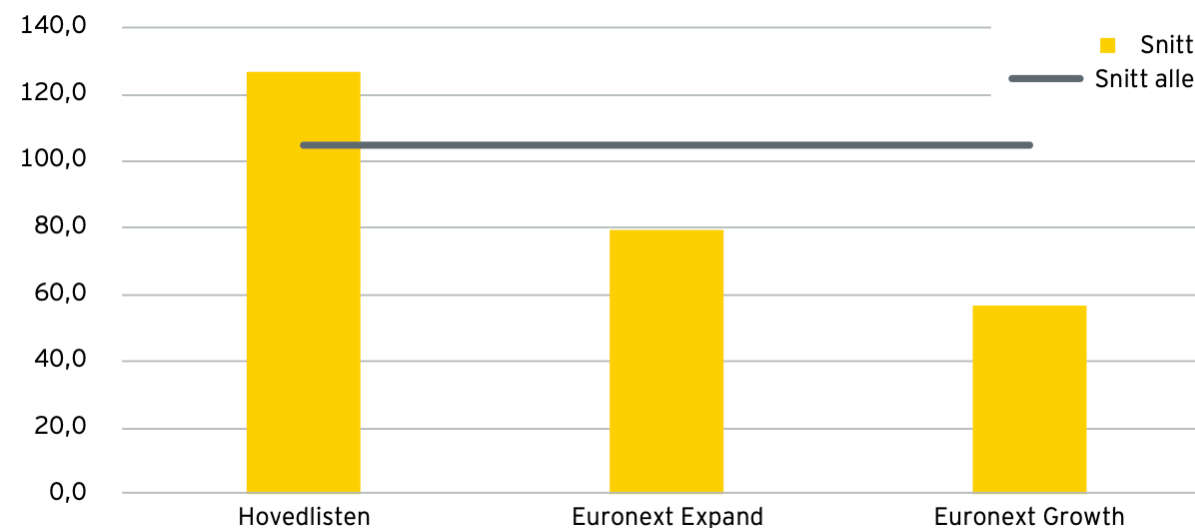


Kilde: EY Praxisundersøkelsen 2021

Small is good? Antall sider i årsrapporten



- Lengste årsrapport: 370 sider
- Korteste årsrapport: 8 sider
- Snitt for Euronext Growth som følger IFRS: 78 sider





«Adjusted EBITDA» som lønnsomhetsmål:

– *Stor grad av skjønn og ikke et mål på reell lønnsomhet*

KFI har tidligere påpekt uklare definisjoner og ulik APM-praksis

Fra regnskapsseminaret i januar:

- 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
- 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

EBITDA/adjusted EBITDA som primært lønnsomhetsmål

- Mange av selskapene som har blitt børsnoterte de siste par årene, fremhever EBITDA eller «adjusted EBITDA» som viktigste måltall for lønnsomhet, og mange selskaper har også målsettinger knyttet til dette.
- EBITDA er for en del selskaper i stor grad en funksjon av nivået av kapitalisering av utviklingskostnader, hvilket innebærer bruk av skjønn.
- Vedr. bruk av «adjusted EBITDA» så velger selskapene typisk å se bort i fra enkelte kostnader. Det kan være høyst relevant, men innebærer også skjønn.
- For enkelte selskaper vil IFRS 16 påvirke EBITDA mye (kapitalisering av leasingkostnader). Ved endring av regnskapsstandard fra eksempelvis NGAAP til IFRS så vil EBITDA bare på dette grunnlaget kunne øke, i noen tilfeller betydelig.
- En målsetting om en bestemt EBITDA-margin (evt. adj. EBITDA-margin) sier ingenting om forventet lønnsomhet, uten informasjon om forventet investeringsbehov/kapitalslit over tid.

Eksempel 1: Value



Q2 Highlights: Value on-track for 2025 targets

Financial results

Revenues
NOK 233 million
18% growth adjusted for
cyber-incident, from Q2
2020 (8% reported)

Recurring revenues
NOK 162 million
17 % growth from Q2 2020

Adjusted EBITDA
NOK 57 million
24 % margin, improved
from Q2 2020

SaaS revenues
NOK 53 million
51 % growth from Q2 2020

Performance, sales and operations

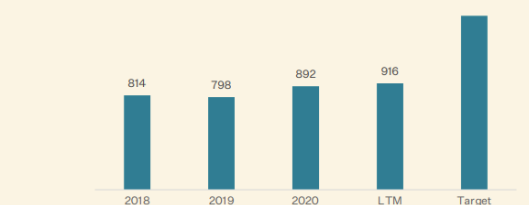
- Strong financial performance, despite cyber-incident, with good underlying growth
- No loss in recurring revenues from cyber-incident, but one-off losses in revenues on approximately 25 MNOK
- Very strong sales closing, with 700 smaller and larger sales closed in Q2
- Closed three larger international contracts in the Energy segment
- Strong growth in ARR on 17%, with an increased SaaS growth
- Strong market outlook

Subsequent events

- Acquisition of Procom GmbH in Germany

Step change in revenue growth and profitability

Step-change in revenue growth expected



Adjusted EBITDA margin	14%	17%	22%	23%	Towards 30%
Recurring revenue growth			12%		
Recurring revenue share	57%	64%	64%	65%	Towards 80%
SaaS growth			31%		
SaaS share	10%	14%	16%	18%	>50%

- I Q2 2021 var kapitalisert R&D 10% av salget, det samme som i Q2 2020.
- I 2020 var kapitalisert R&D 10% av salget, opp fra 4% i 2019.
- Selskapet rapporterte 48% vekst i EBITDA fra 2019 til 2020. Uten økt kapitalisering ville EBITDA falt.
- Med vesentlig endring i kapitalisering av R&D så vil tilhørende amortiseringer øke vesentlig etter hvert.
- Lønnsomhetsmålsetting basert på adjusted EBITDA-margin er isolert sett ikke et godt mål på lønnsomhet

Eksempel 2: Patientsky

Group Consolidated P&L – 2020

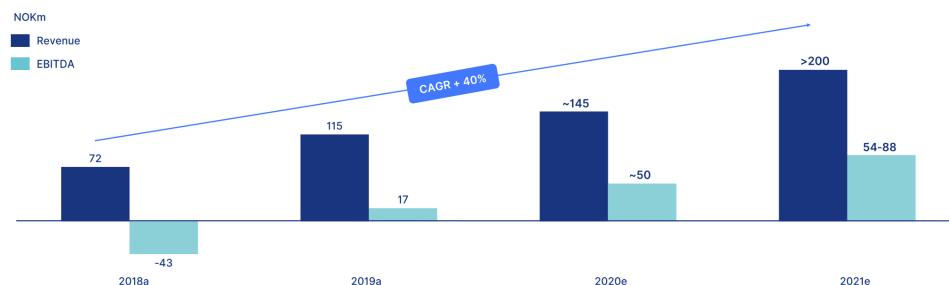
NOKm	Reported financials			Adjusted financials		
	2019	2020	YoY	Adjustment	2020 Adj.	YoY
Revenue	115	140	22%	5	145	26%
COGS	20	23	13%	(3)	19	-4%
Gross profit	95	117	24%		126	33%
Personnel expenses	60	74	24%	(5)	69	15%
Other OPEX	17	11	-37%	-	11	-37%
EBITDA	17	32	82%		46	161%
Depr. & amort.	57	73	27%		73	27%
Capitalized exp.	15	28	89%		28	89%
M&A related	43	45	6%		45	6%
EBIT, excl. M&A	3	4	49%		18	532%
EBIT, incl. M&A	(40)	(41)	3%		(27)	-31%
Margins						
Gross profit	82%	84%	+133bps		87%	+419bps
EBITDA	15%	23%	+755bps		31%	+1626bps
EBIT, excl. M&A	2%	3%	+57bps		12%	+998bps
EBIT, incl. M&A	(35%)	(29%)	+531bps		(19%)	+1590bps

Adjusted revenue for delayed project and a credit note totaling NOK 5m, personnel expenses adjusted NOK 5m for Capital-Markets related, non-cash LT mgmt and incentive expenses. NOK 3m one-off COVID related COGS increase
Capitalization of R&D in-line with previous guidance and historical levels

- Selskapet viser at de vokste EBITDA 82% i 2020 vs. 2019, eller NOK 15 millioner.
- Kapitalisering av R&D økte med NOK 19 millioner fra 2019 til 2020, dvs. mer enn forbedringen i rapportert EBITDA.
- Selskapet rapporterte en adjusted EBITDA for 2020 på NOK 46m. Kapitalisert R&D og kostnader de justerer for, som begge har framkommet ved bruk av skjønn, var til sammen på NOK 84 millioner i 2020.

Eksempel 2: Patientsky (forts.)

Strong financial development including clear margin expansion in a period with R&D focus



Updated 2021 revenue and EBITDA guidance

07.07.2021 12:53

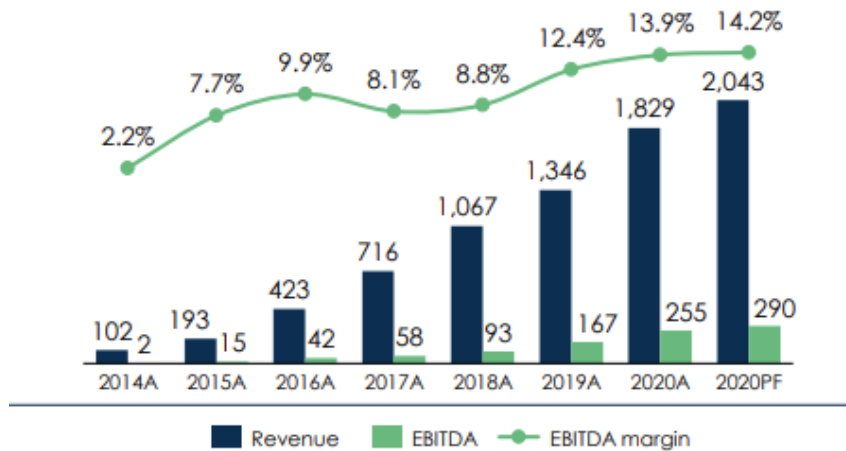
<https://newsweb.oslobors.no/message/537676>

PatientSky is revising its 2021 revenue guidance down to NOK 205-210m from previously guidance of >NOK 240m. The decline from previous revenue guidance comes 2/3 from delayed PaaS revenues and 1/3 from lower SaaS revenues. The EBITDA-margin guidance is subsequently revised down to >20% from previous guidance of >25%.

- Forventet justert EBITDA i 2020 er ved IPO-en ventet å være en NOK 50 millioner, men endte på NOK 45,6 millioner.
- Rapportert EBITDA var NOK 32 millioner i 2020, da selskapet definerte NOK 14 millioner som «non-recurring» kostnader i 2020.
- Selskapets Q2 2021-rapport inneholder ikke noter, men det virker åpenbart at nivået på kapitaliseringer har økt ytterligere vesentlig år/år.
- Posten «Payments to buy intangible and tangible assets» i kontantstrømoppstillingen økte fra NOK 21,7 millioner i H1 2020 til NOK 46,0 millioner i H1 2021.
- 7. juli 2021 ble selskapets EBITDA-mål nedjustert, og ny guiding impliserer en forventet EBITDA i 2021 på «over 20%» (impliserer «minst NOK 41 millioner»). Justert EBITDA-margin var 30% i Q2 2021, 7pp høyere enn rapportert margin.

Eksempel 3: ECIT

Historical revenue and EBITDA (NOKm)¹



Key financial targets

Metric	Mid-to-long term ambitions
Growth	- Organic CAGR: $\geq 5.5\%$ - CAGR including acquisitions: $\geq 15\%$
Recurring revenue	Recurring revenue: Around 60%
EBITDA margin	EBITDA margin: Around 17%
NIBD/EBITDA	NIBD/EBITDA: $< 1.5x$
M&A	Average revenue acquired per year: Around NOK 350m

- Selskapet viser tallrekke som illustrerer EBITDA-utvikling basert på NGAAP 2014-2018 og «IFRS light» 2018-2020, med balanseføring av leasingforpliktelser fra 2019.
- Vi ser at EBITDA-marginen har løftet seg i 2019 og 2020 sammenlignet med de foregående årene.
- Selskapets målsetninger mht lønnsomhet tar utgangspunkt i EBITDA, uten informasjon om forventet investeringsbehov.

Eksempel 3: ECIT (forts.)

	2016	2017	2018	2019	2020
Inntekter	423	716	1 067	1 346	1 829
EBITDA (rapportert)	42,7	58,0	93,5	167,4	255,2
<i>Margin</i>	10,1 %	8,1 %	8,8 %	12,4 %	14,0 %
Nettobetaling på leieavtaler ikke belastet EBITDA fra 2019				45,183	66,136
EBITDA etter leasingskostnader	42,7	58,0	93,5	122,2	189,0
<i>Margin</i>	10,1 %	8,1 %	8,8 %	9,1 %	10,3 %

- Vi ser at men balanseføring av leasingforpliktelser fra 2019 løfter EBITDA-marginen 3-4pp, og en tallrekke med konsistent behandling av leasingforpliktelser ville illustrert en noe annen marginutvikling enn det selskapet viste (ref. også forrige side).
- Ved overgang fra NGAAP til IFRS kan EBITDA og tilhørende marginer, påvirkes vesentlig.
- Endret omfang av kapitalisering av utviklingskostnader kan også påvirke rapportert EBITDA.
- Lønnsomhetsmål basert på EBITDA, uten informasjon om forventet investeringsbehov/kapitalslit, sier lite om reell forventet lønnsomhet.

Eksempel 4: Mercell

Profit & Loss



Profit & Loss Account (unaudited)

NOKm	Q2 2020	Q2 2021	% growth
Total revenue	68 471	170 300	149 %
Operating costs	-49 335	-122 597	148 %
M&A cost	-3 317	-25 092	
Other special items	-6 836	-24 756	
EBITDA	8 982	-2 145	
EBITDA-margin	13 %	-1 %	
Adjusted EBITDA	19 135	47 703	149 %
Adj. EBITDA-margin	28 %	28 %	
Depreciation & Amort.	-10 710	-43 686	
Impairment	-	-14 814	
EBIT	-1 728	-60 645	
Net financial items	-3 784	-64 449	
Profit/loss before tax	-5 512	-125 049	

- Year on year revenue growth and operating costs supported by six acquisitions
- M&A cost and special items NOK 49.8m
- Higher depreciation & amortization reflecting acquisitions and higher R&D
- Impairment reflecting platform consolidation
- Net financial items significantly impacted by foreign exchange losses

- Mercell har som langsiktig mål å oppnå en EBITDA-margin på 40%+.
- Selskapet rapporterte en justert EBITDA på NOK 47,7 millioner, hvilket tilsvarer 28% margin i Q2.
 - Justert EBITDA i Q2 2021 ekskluderer kostnader av ulike karakter tilsvarende NOK 49,8 millioner. Rapportert EBITDA var følgelig NOK -2,1 millioner.
 - Selskapet har kapitalisert egne utviklingskostnader på NOK 47,2 millioner i Q2 2021 (mot NOK 11 m i Q2 2020), hvilket er relativt mye, sammenlignet med en topplinje på NOK 170,3 millioner, men kan være skjønnsmessig fair vurdert.
- Justeringer og kapitalisering, som begge framkommer basert på skjønnsmessige vurderinger, utgjorde altså NOK 97 millioner i Q2 2021.
- Det er vanskelig å vurdere hvor relevant mål på lønnsomhet «justert EBITDA-margin» her er, og følgelig er det også utfordrende å vurdere om selskapet med rapporten viser om de er på «track» til å greie målet 40%+ EBITDA-margin.

Oppsummerende observasjoner fra KFI



- En god del tilfeller av mangelfull regnskapsrapportering for mange nylig listede selskaper. Positiv utvikling som følge av overgang til IFRS-rapportering og uplisting til Oslo Børs.
- Dog et veldig sprik i kvaliteten på rapporteringen.
- Vær oppmerksom på at R&D-kapitalisering og justering av kostnader innebærer elementer av skjønn.
- Justert EBITDA kan i mange tilfeller isolert sett hverken sies å være et godt mål for lønnsomheten, eller for å vise utviklingen i selskapet.

Blir det bærekraft i finansiell rapportering?

Annie Bersagel, Folketrygdfondet

Teodor Sveen-Nilsen, SpareBank 1 Markets

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING



KFIs anbefaling fra 2019 og utvikling siden sist

Fra strategi til tall

Hva sa IEA?

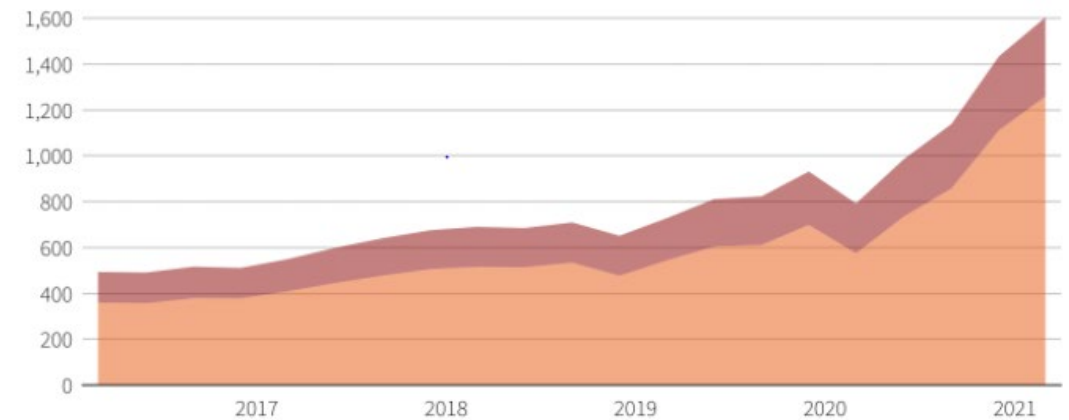
Hvordan kan/bør IEAs rapport påvirke finansiell rapportering?

Bakteppe: rivende utvikling innenfor bærekraftig finans - både regulatorisk og i kapital under forvaltning



Sustainable funds' assets touched a record high in Q1

■ Sustainable equity funds ■ Sustainable fixed-income funds



Note: Total net assets in \$ billions

Source: Morningstar data

KFI mener (2019): Minimumskrav til ESG informasjon



- ESG rapportering bør være
 - Enkel å forstå
 - Sammenlignbar mellom selskaper
 - Sammenlignbar over tid – konsistente KPler
 - Ønskelig med tabellarisk format
 - Etter hvert som de etableres blir det en fordel å følge etablerte standarder
- Governance
 - NFF ønsker at selskapene følger NUES
 - Vi ønsker en klar angivelse av unntak fra NUES

Utviklingen siden sist...

- KFI så på årsrapporter for 2018
- Den gang noterte vi at ESG står for 2/3 av økningen i sidetallet i årsrapportene siden 2008! (Sider som helt eller delvis dekker ESG temaer, inkludert styrets rapport)
- Hva har skjedd etter dette?

Antall sider i årsrapporten							
	2018				2008		
	Totalt	ESG	Resten		Totalt	ESG	Resten
Norsk Hydro	302	72	230		189	32	157
PGS	133	47	86		84	12	72
Orkla	265	98	167		138	23	115
Equinor	294	126	168		151	32	119
Schibsted	108	38	70		138	29	109
Storebrand	220	47	173		150	23	127
Gjensidige	190	63	127		191	38	153
Gjennomsnitt	216	70	146		149	27	122
Vekst, antall sider	67	43	24				
Vekst i %	45 %	160 %	20 %				

Utviklingen siden sist...

- Mer omfang av ESG informasjon
 - Men vi noterer
 - Tidsserier
 - Konsistens over tid
 - Mer attestasjon av uavhengig part

	2020				ESG		ESG				
	Total	ESG	Corp Gov	BoD	TOT	Økn 2018	Økn 2008	Attest	GRI	Scope 3	Tidsserie
Norsk Hydro	313	74	10	28	112	32	48	Ja	Ja	Nei	Ja
PGS	160	41	7	12	60	14	41	Nei	Ja	Nei	Ja
Orkla	302	103	11	21	135	38	99	Ja	Ja	Ja	Ja
Equinor	385	66	37	187	290	6	61	Ja	Ja	Ja	Ja
Schibsted	114	30	8	6	44	8	24	Nei	Ja	Ja	Ja
Storebrand	227	35	9	35	79	17	31	Ja	Ja	Ja	Ja
Gjensidige	311	NA	6	NA	NA	NA	NA	Ja	Ja	Ja	Ja
Snitt	259	58	13	48	120	19	51				

Innhold



KFIs anbefaling fra 2019 og utvikling siden sist

Fra strategi til tall

Hva sa IEA?

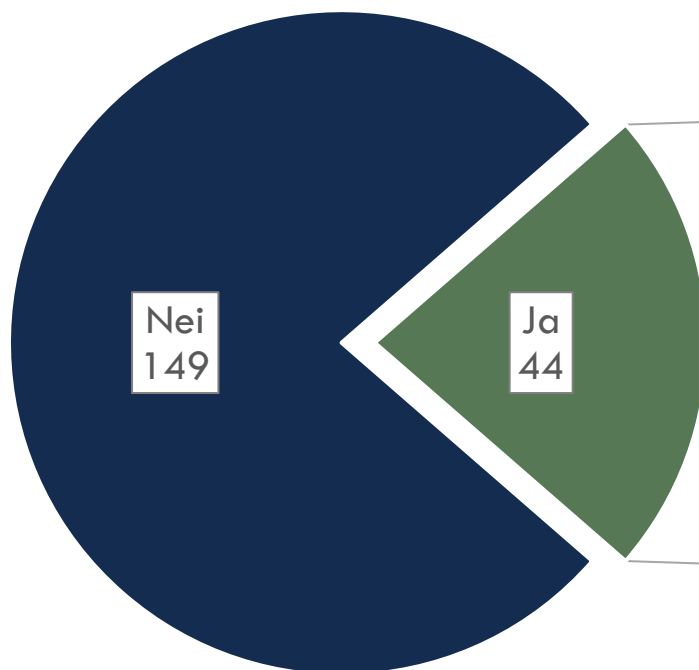
Hvordan kan/bør IEAs rapport påvirke finansiell rapportering?

Finanstilsynets kartlegging:

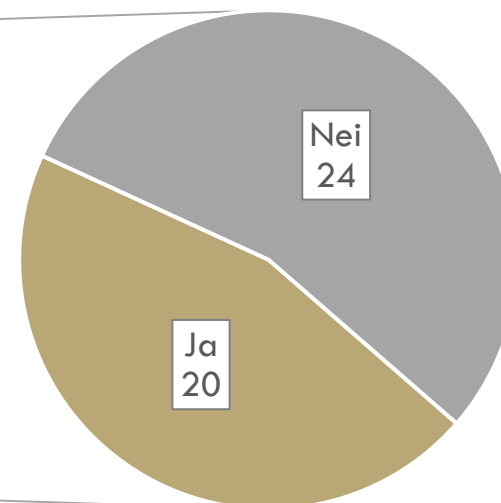
Klimarisiko sjelden hensyntatt i verdsettelse av eiendeler



Har foretaket eiendeler som er eksponert for vesentlig miljømessig risiko eller klimarisiko ("stranded assets"), som ville kunne påvirke verdien av eiendelene?



Har foretaket hensyntatt klimarisiko i verdsettelsen av eiendelene?



Kilde: Finanstilsynet: "Kartlegging av foretakenes bærekraftsrapportering" (2020)

Er klimastrategien reflektert i finansiell rapportering?



- Nødvendige tiltak for å etterleve strategien:
 - Salg/kjøp av eiendeler
 - Utvikling av nye forretningsområder
 - Provisjoner knyttet til nedstengninger
- Forutsetninger for balanseverdier:
 - Fremtidig karbonpris/annen råvarepris?
 - Eiendelenes levetid?
 - Eiendelenes restverdi?



Eksempel: RWE AG forplikter seg til 1.5 gradersmålet



- RWEs klimamål godkjent av Science-Based Targets Initiative i 2020
- Intern karbonpris brukt i 2020 på 32 EUR/tonn
- Full utfasing av kull i 2038 (v. 2030 i IEA Net Zero)
- Forpliktelsen omtalt kun i styrets/ledelsens brev i 2020 årsrapport
 - → Ingen finansielle konsekvenser?
 - → Hvor ambisiøs kan planen egentlig være?



Innhold



KFIs anbefaling fra 2019 og utvikling siden sist

Fra strategi til tall

Hva sa IEA?

Hvordan kan/bør IEAs rapport påvirke finansiell rapportering?

Hva sa IEA i sin rapport «Net Zero by 2050?»



I mai publiserte IEA (det internasjonale energibyrået) sin flaggskiprapport “Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector”. Rapporten ble laget som en forberedelse til klimatoppmøtet i Glasgow i november med en intensjon om å vise hva som må til for å nå 1,5-gradersmålet definert i Paris-avtalen fra 2015. De viktigste konklusjonen fra rapporten var:

- Netto nullutslipp av CO2 er nødvendig for å nå målet om maksimalt 1,5 grader global temperaturøkning innen 2050
- Netto nullutslipp av CO2 innen 2050 er mulig: “...opportunity of net zero by 2050 – narrow but still achievable – is not lost”
- Råoljeforbruk må reduseres med ~75% (til 24 fat/dag) innen 2050. OPECs markedsandel kommer til å gå fra 34% til 52%.
- Gassforbruk må reduseres med 55% innen 2050
- Kulletterpørsel må reduseres med 90% innen 2050
- Salg av elektriske biler må øke fra 5% i dag til 60% innen 2030 (er allerede rundt 50% i Norge).
- Installert vind- og solkapasitet må øke 4x fra 2020 til 2030.
- Globalt BNP's energiintensitet må reduseres med 4% fra 2020 til 2030. Global energietterspørsel må være 8% lavere i 2050 vs 2020, selv med 2 milliarder flere mennesker på kloden
- Netto 9 millioner jobber blir generert (14 nye, 5 borte)
- Ikke behov for nye oljeinvesteringer utover det som allerede er vedtatt per 2021

Hva sa IEA i sin rapport «Net Zero by 2050?»



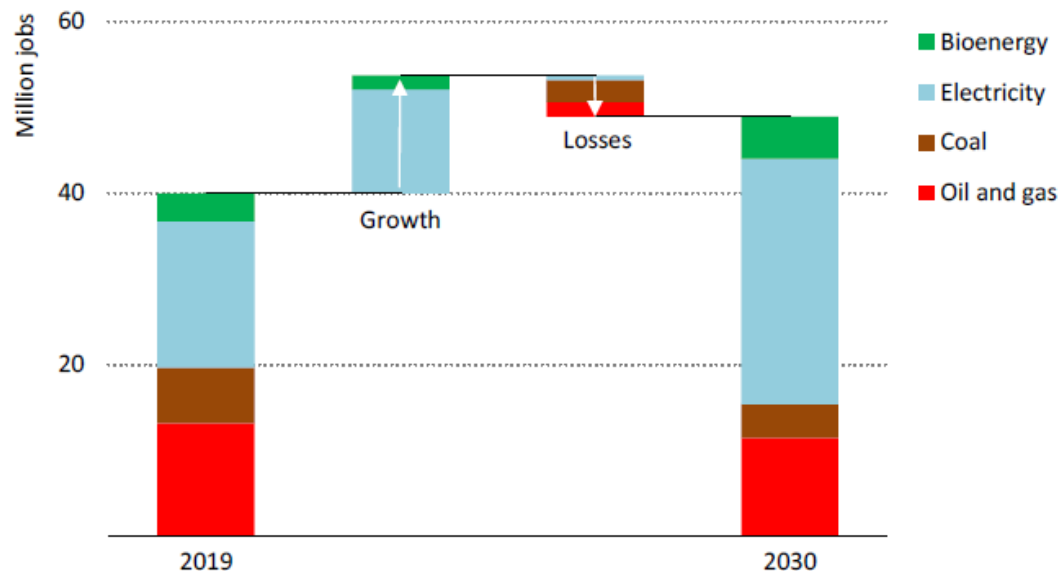
I mai publiserte IEA (det internasjonale energibyrået) sin flaggskiprapport “Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector”. Rapporten ble laget som en forberedelse til klimatoppmøtet i Glasgow i november med en intensjon om å vise hva som må til for å nå 1,5-gradersmålet definert i Paris-avtalen fra 2015. De viktigste konklusjonen fra rapporten var:

- Netto nullutslipp av CO2 er nødvendig for å nå målet om maksimalt 1,5 grader global temperaturøkning innen 2050
- Netto nullutslipp av CO2 innen 2050 er mulig: “...opportunity of net zero by 2050 – narrow but still achievable – is not lost”
- Råoljeforbruk må reduseres med ~75% (til 24 fat/dag) innen 2050. OPECs markedsandel kommer til å gå fra 34% til 52%.
- Gassforbruk må reduseres med 55% innen 2050
- Kulletterpørsel må reduseres med 90% innen 2050
- Salg av elektriske biler må øke fra 5% i dag til 60% innen 2030 (er allerede rundt 50% i Norge).
- Installert vind- og solkapasitet må øke 4x fra 2020 til 2030.
- Globalt BNP's energiintensitet må reduseres med 4% fra 2020 til 2030. Global energietterspørsel må være 8% lavere i 2050 vs 2020, selv med 2 milliarder flere mennesker på kloden
- Netto 9 millioner jobber blir generert (14 nye, 5 borte)
- Ikke behov for nye oljeinvesteringer utover det som allerede er vedtatt per 2021

To sentrale grafer fra IEAs rapport

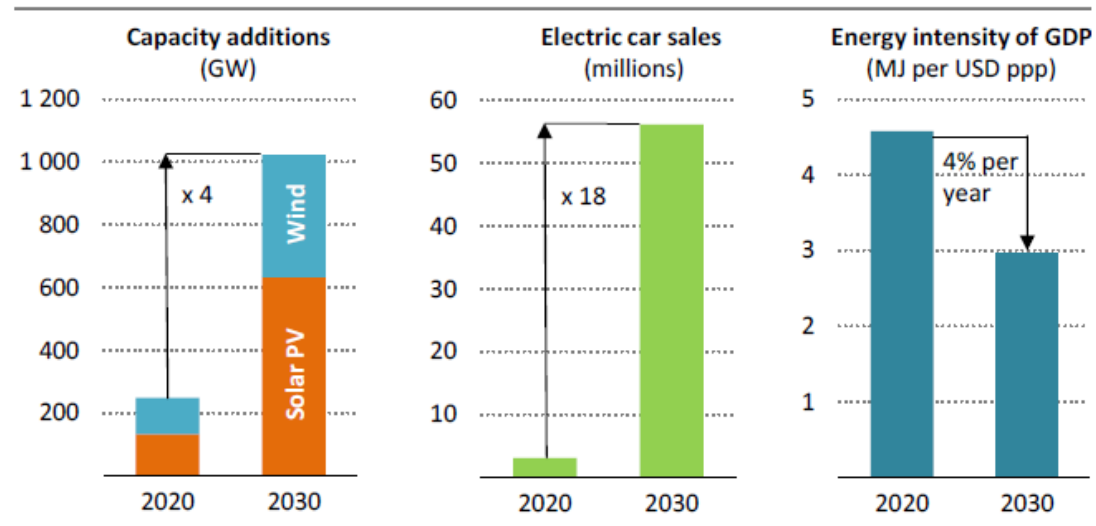
14 millioner nye jobber (netto 9)

Global employment in energy supply in the net zero pathway, 2019-2030



Økning i investeringer i ren energi

Key clean technologies ramp up by 2030 in the net zero pathway



Note: MJ = megajoules; GDP = gross domestic product in purchasing power parity.

Noen mulig implikasjoner av IEAs rapport “Net Zero by 2050”



1. Redusert investorappetitt for nye investeringer innen olje, gass og kull, spesielt for eiendeler med lang levetid
 - Relativt økt preferanse for eiendeler med kort kontantstrøm (skifer, landproduksjon) sammenlignet med eiendeler med lang kontantstrøm
2. Redusert interesse for selskaper med stor andel leting og utbygging (olje, gass, kull)
3. Reduserte oljeinvesteringer, økte energiinvesteringer
 - Oljeserviceselskaper blir energiserviceselskaper
4. Redusert oljetilbud og fall i eksisterende produksjon
 - Tilbudssiden er mer responsiv enn etterspørselsside? Kan bety by og siste supersyklus for olje og gass?
5. Økte investeringer i fornybart for selskaper som i dag har sin inntjening fra olje og gass (store oljeselskaper konkurrerer om å være mest ambisiøse)
6. Oljeintensiteten i forhold til verden BNP reduseres

En delvis misforstått rapport?



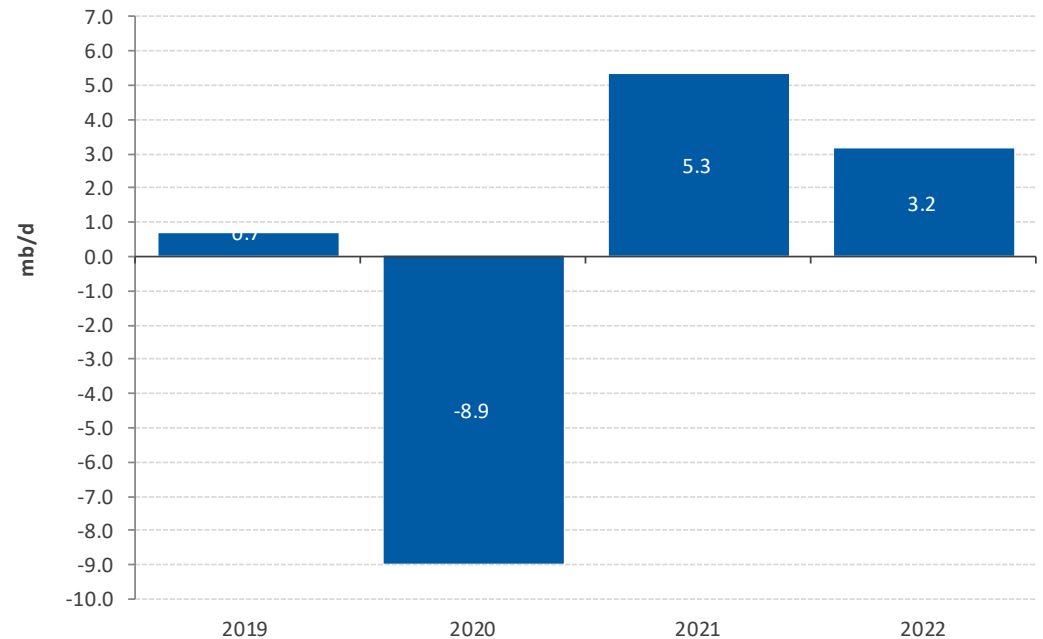
- Scenario for å nå nullutslipp, ikke en analyse av hva IEA tror kommer til å skje.
- Rapporten er bestilt til Glasgow-konferansen
- Var det noe nytt i rapporten? Ja og nei.
 - Ikke nytt: Utslipp må mye ned for å nå målene i Paris-avtalen
 - Nytt 1: Tallfestet hva som må til av reduksjon i forbruk og investeringer i ny energiproduksjon
 - Nytt2: Akselerert debatt om norsk oljepolitikk (nye lisenser, skattesystem etc), ytterligere fokus/bevisstgjøring blant investorer
- Enkelte kommentatorer mente rapporten umiddelbart avlyste fremtiden for hydrokarbon-produksjon
- → I sum: Kanskje en misforstått rapport?
- IEA taler delvis med to tunger: Ulike budskap i diverse månedsrapporter og Net Zero-rapporten

Taler IEA delvis med to tunger? Ulike budskap i diverse månedsrapporter og Net Zero-rapporten

I Net Zero by 2050-rapport

Råoljeforbruk må reduseres med
~75% (til 24 fat/dag) innen 2050

Fra IEA's månedrapport i etterkant av Net Zero-rapporten



Innhold



KFIs anbefaling fra 2019 og utvikling siden sist

Fra strategi til tall

Hva sa IEA?

Hvordan kan/bør IEAs rapport påvirke finansiell rapportering?

Hvordan kan/bør IEAs rapport påvirke finansiell rapportering?



1. Mer informasjon om nedskrivingsvurderinger for eiendeler som potensielt påvirkes av energiskiftet. Mer informasjon om vurdering «stranded assets»
2. Differensiering av WACC i forhold til levetid for eiendeler?
3. Informasjon om P&L effekter av klimarisiko
4. Informasjon om antatt karbonpris frem i tid

Mer informasjon om nedskrivingsvurderinger



- EYs praksisundersøkelse for 2021* viser at 2% (fire selskaper i utvalget) beskriver konkret hvordan klima er hensyntatt i nedskrivningstestene.
- Disse observasjonene sammenfaller godt med funn i Praksisundersøkelsen 2020, hvor det fremkom at svært få selskaper ga klimarelaterte opplysninger i regnskapet.
- Yara og Equinor var blant de få selskapene som omtalte klimarisiko i forbindelse med nedskrivningsvurderinger.

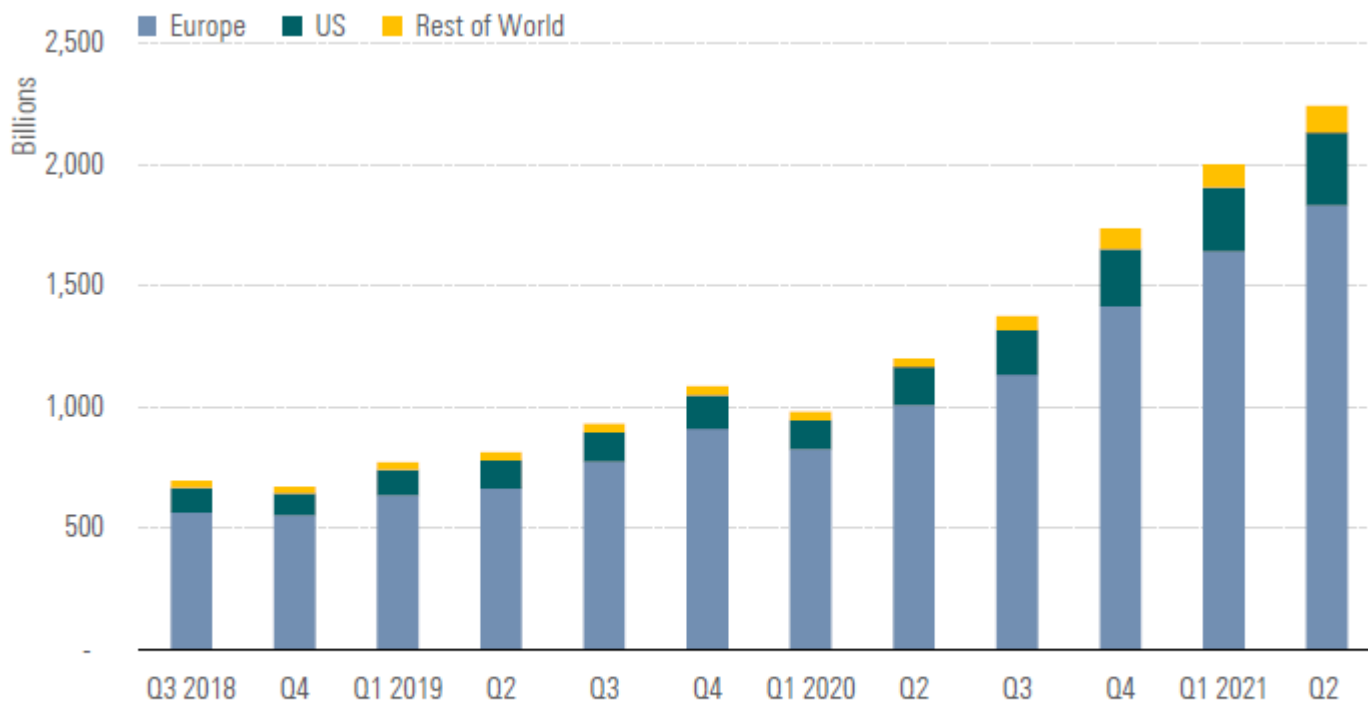
→ Gitt flyt av kapital inn i bærekraftige fond: Kanskje andelen med klimarisikovurderinger kommer til å øke?

* Analyse av 2020 årsregnskaper på Oslo Børs.

Stor kapitalflyt til bærekraftige fond



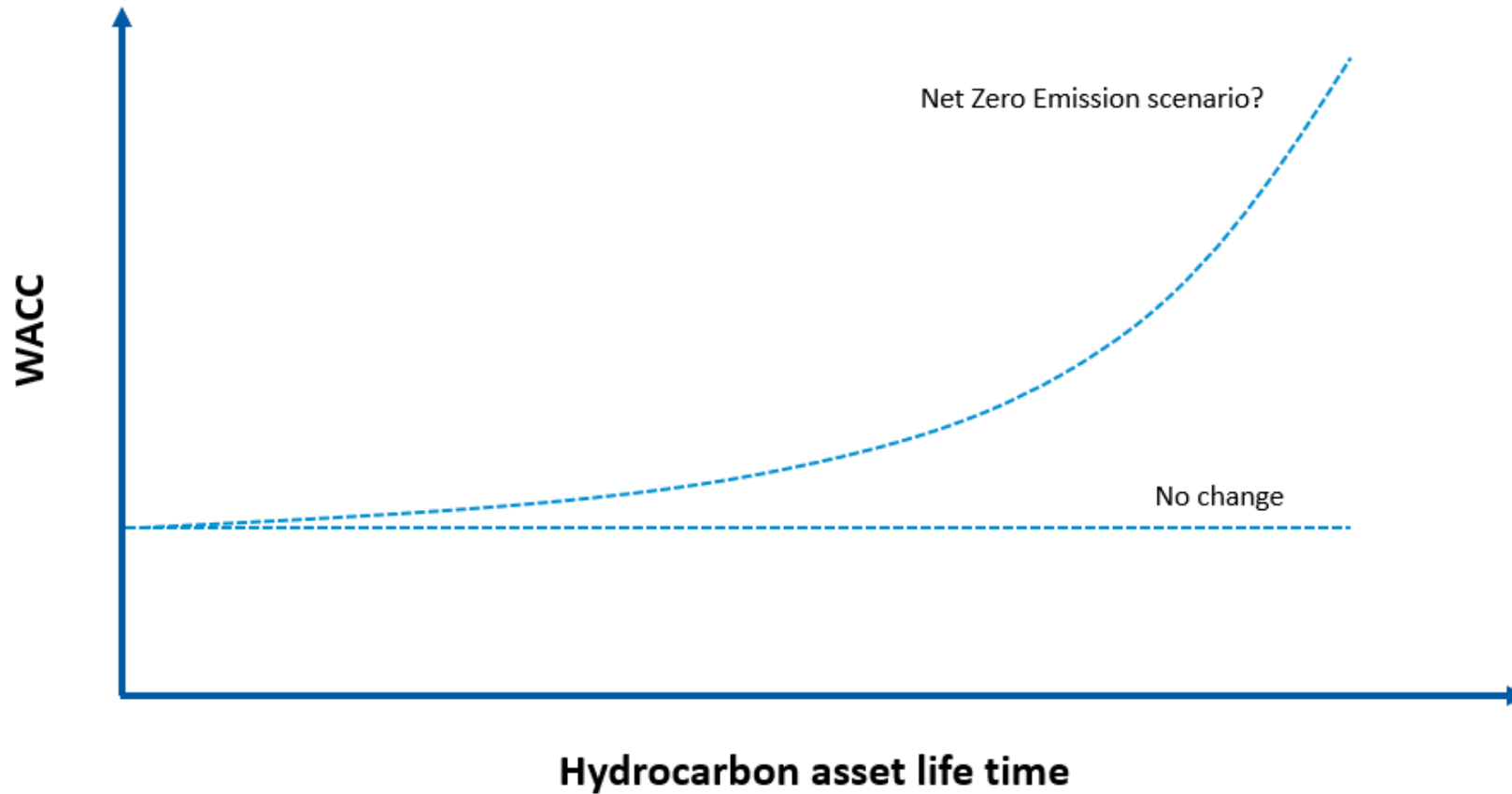
Morningstars oversikt for «sustainable funds»



Source: Morningstar Direct, Manager Research. Data as of June 2021.

- Stor flyt inn i bærekraftige fond (“sustainable funds”), spesielt i Europa
- Vil dette reduserer prising eller øke implisitt avkastningskrav for selskaper som ikke kvalifiserer til bærekraftige fond?
- EU’s taksonomi vil sannsynligvis påvirke aksjekurser

Differensiering av observert WACC i forhold til levetid for eiendeler?



Flere muligheter for hvordan høyere WACC og/eller lavere verdi kan observeres



- 1) Komponentene i WACC endres
- 2) Antatt levetid for eiendelen reduseres

Flere muligheter for hvordan høyere WACC og/eller lavere verdi kan observeres

1) Komponentene i WACC endres

$$WACC = \frac{E}{D + E} (r_e) + \frac{D}{D + E} (r_d)(1 - t)$$

Where:

E = market value of equity

D = market value of debt

r_e = cost of equity

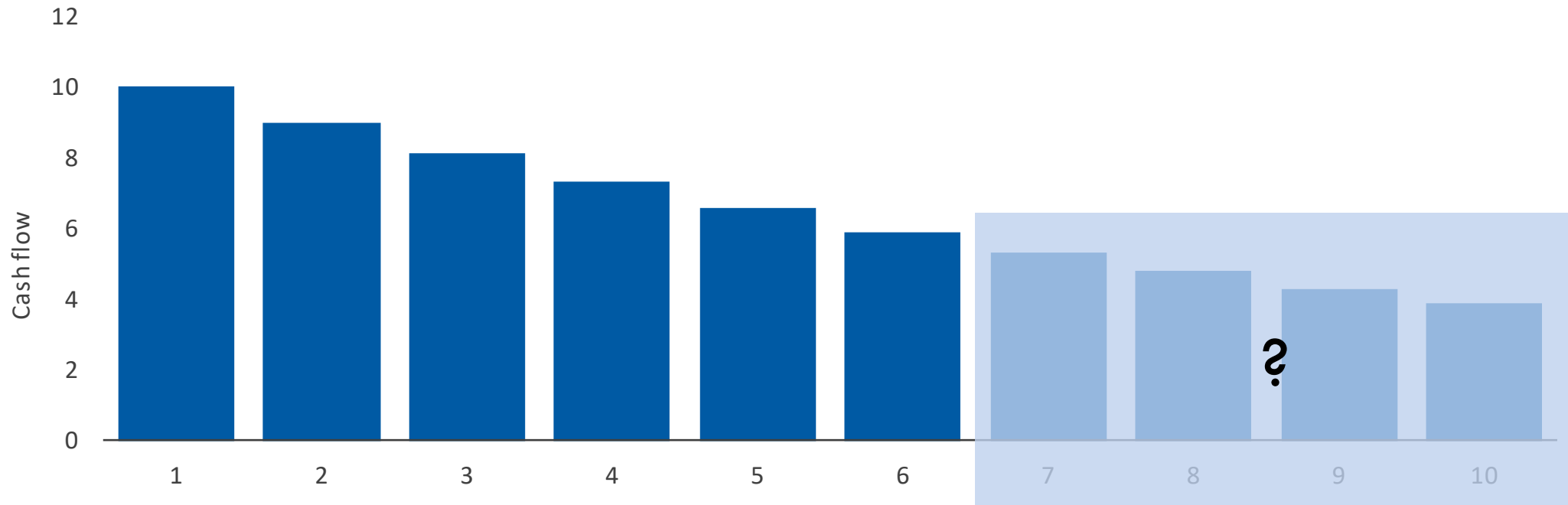
r_d = cost of debt

t = corporate tax rate

- **Gjeldskostnad noe opp?** Færre banker i syndikater og innskrenket noe mandat for obligasjonsforvaltere? Lundin Energy brukte i 2021 obligasjonsmarkedet for første gang.
- **Tilsvarende for egenkapital?**
- **Skatt opp?** Hvis ja → bidrar isolert sett til lavere WACC
- **Forventet beta endres?** EK-kravet for en sektor avgjøres ofte av historisk beta/volatilitet, men skal brukes til å diskontere på fremtidige kontantstrømmer.
 - » Avvik mellom historisk og forventet beta på sektornivå?

Flere muligheter for hvordan høyere WACC og/eller lavere verdi kan observeres

2) Antatt levetid for eiendelen reduseres



- Teknisk sett ikke knyttet til WACC, men vil kunne påvirke verdsettelse på samme måte.

Redusert antatt levetid vil også påvirke P&L, ikke kun NPV! P/E plutselig 30% høyere?

Eksempel Aker BP: Antatt halvert levetid (doblet enhetskost)		
USDm	2022e	2022e asset life time down 50%
Total revenues	5 335	5 335
EBITDA	4 575	4 575
D&A	-1 038	-2 075
EBIT	3 537	2 500
Net income	991	763
Rec. EPS	2.75	2.12
P/E on 2022e	9.6x	12.5x
Depreciation USD/boe	13.2	26.4
Helplines		
Share price	230	230
USD/NOK	8.7	8.7
D&A	-1 038	-2 075
#shares	360	360

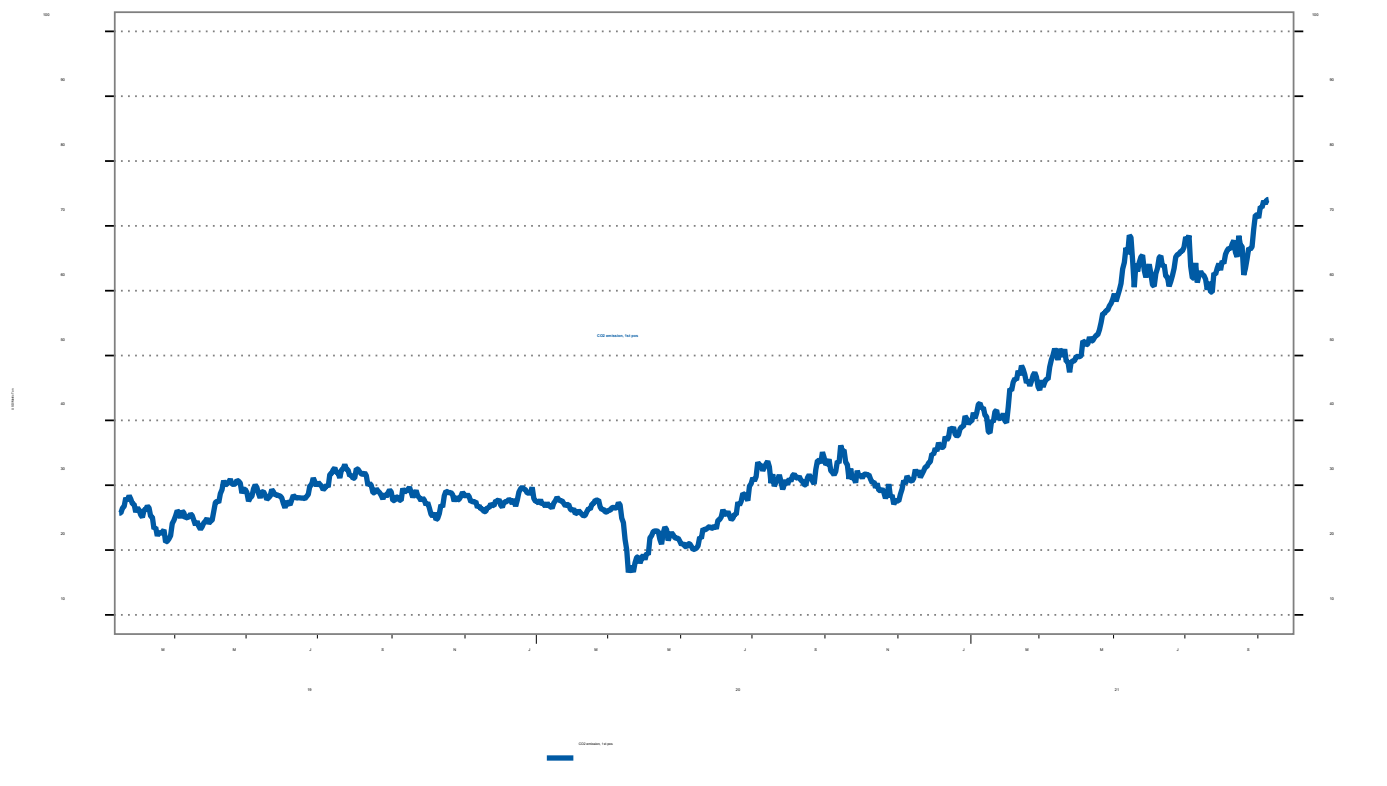
- Er produksjonsenhetsmetoden rett avskrivningsmåte?
- Eller skal de gjøres på en annen måte?
- Er reserver for høye og/eller antatt levetid for lang?
- Hypotetisk eksempel Aker BP:
 - » Vi har estimerer på inntjening som antar en viss levetid på reservene (impliserer ca USD 13/fat avskrivning)
 - » Antar så halverte reserver og doblet avskrivningstid basert på produksjonsenhetsmetoden. Gjør ingen nedskrivning.
 - » P/E øker da med 30%, kun basert på endret antagelse om reserver

→ **Redusert antatt levetid vil også påvirke P&L, ikke kun teoretiske NPV beregninger**

Økt behov for informasjon om antatt karbonpris



EU karbonpris, EUR/tonn



- Fremtidig karbonpris vil sannsynligvis påvirke verdien av eiendeler.
- Karbonprisen har økt betydelig
- Forutsetninger om karbonpris er dersom mer aktuelt enn tidligere.

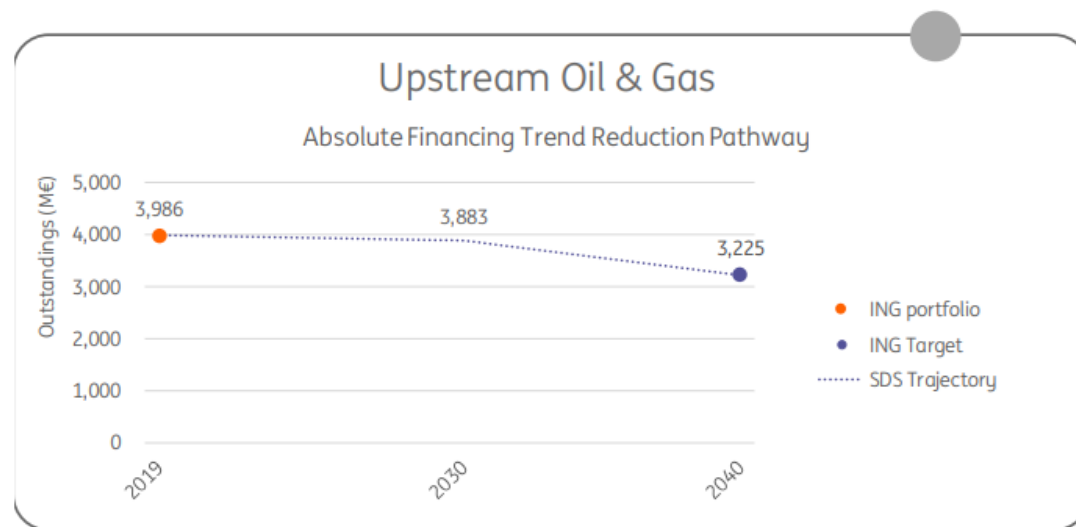
Banker vil kunne påvirkes – Informasjon om eksponering viktig



- Banker med hydrokarbon-eksponering kan påvirke kapitalkostnad = WACC-økning?
- Flere banker har ambisjoner om netto null CO2 intensitet
- Kan bankers strategi for utlånsportefølje indirekte påvirkes av EUs taksonomi?

Fra ING's bærekraftsrapport

Indicators	Alignment drivers
Portfolio financing trend	Absolute reduction in fossil fuel financing
Energy financing mix	Relative transition of the energy financing mix from high-carbon to low-carbon and renewable energy production, aligned with the IEA SDS transition pathway
Emissions intensity	Shift towards companies which produce at the lowest emissions intensity



KFI mener: ESG-informasjon i finansiell rapportering



- Kommunikasjon bør være konsistent: Rapporteringsansvarlige må snakke sammen med sine kollegaer i bærekraftsavdelingen
- Om selskapets bærekraftsforpliktelser endrer forutsetningene for selskapets balanseverdier og/eller fremtidig inntjening bør dette reflekteres i den finansielle rapporteringen
- IEA rapport bør tolkes som et scenario for å nå nullutslipp, ikke en analyse av hva IEA tror kommer til å skje.
- Finansiell rapportering bør sannsynligvis justeres og tilpasses økt fokus på klimarisiko. Vi har vist fire aktuelle temaer (ikke en uttømmende liste).