

Forutsetninger i estimater i et usikkert og volatilt makrobilde

Teodor Sveen-Nilsen, SpareBank1 Markets

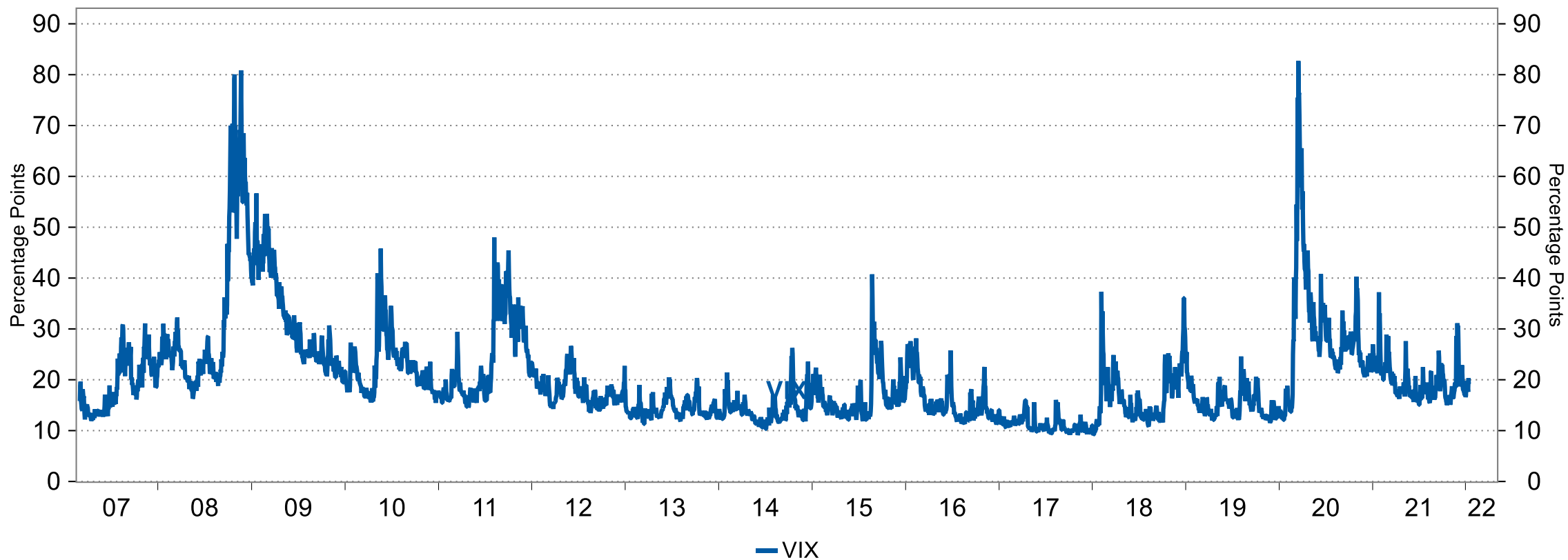
Ole Petter Kjerkreit

■ ■ NORSKE
■ ■ FINANSANALYTIKERES
■ ■ FORENING

Usikkerhet kommer og når



VIX indeks: Mål for volatilitet og usikkerhet i finansmarkedene



SB1 Markets/Macrobond

Usikkert for noen formål, sikkert for andre! To grupper:

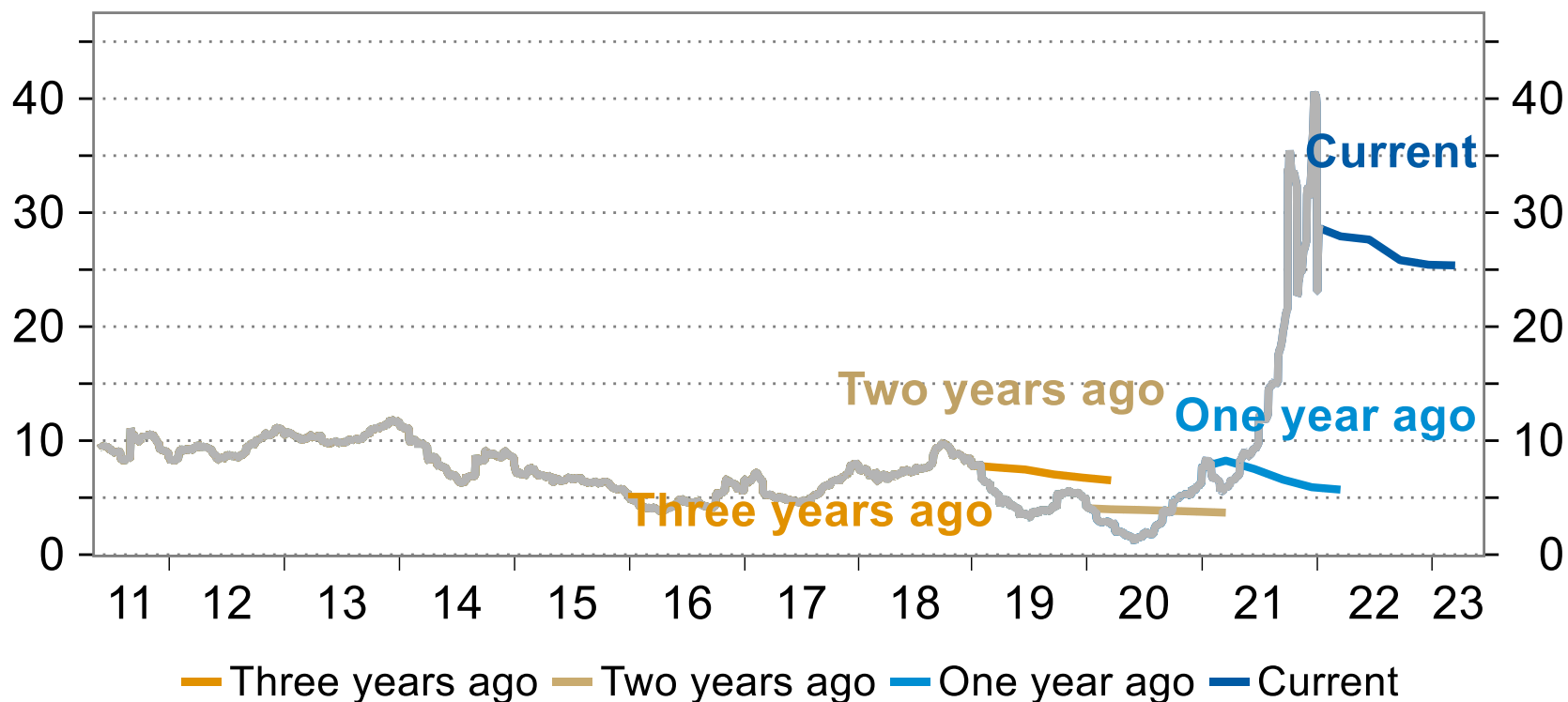


- Sannsynligvis ulike oppfatninger av hva som er usikkerhet for en regnskapsbruker og en regnskapsprodusent
- Regnskapsprodusent:
 - Prisen på strøm, gass, olje og andre råvarer er ofte volatile, men det finnes markedspriser både spot og i fremtiden → fra et regnskapsmessig ståsted har man observerbare priser.
- Regnskapsbruker:
 - Fremtidspriser alene er sjelden et godt anslag på fremtidige priser (dessverre)
 - Markeder er dynamisk. Forventninger og priser endrer seg kontinuerlig og dermed verdier.

Fremtidsprisene sa INGENTING om eksplosiv gassprisutvikling



Fremtidspriser for europeisk gass*



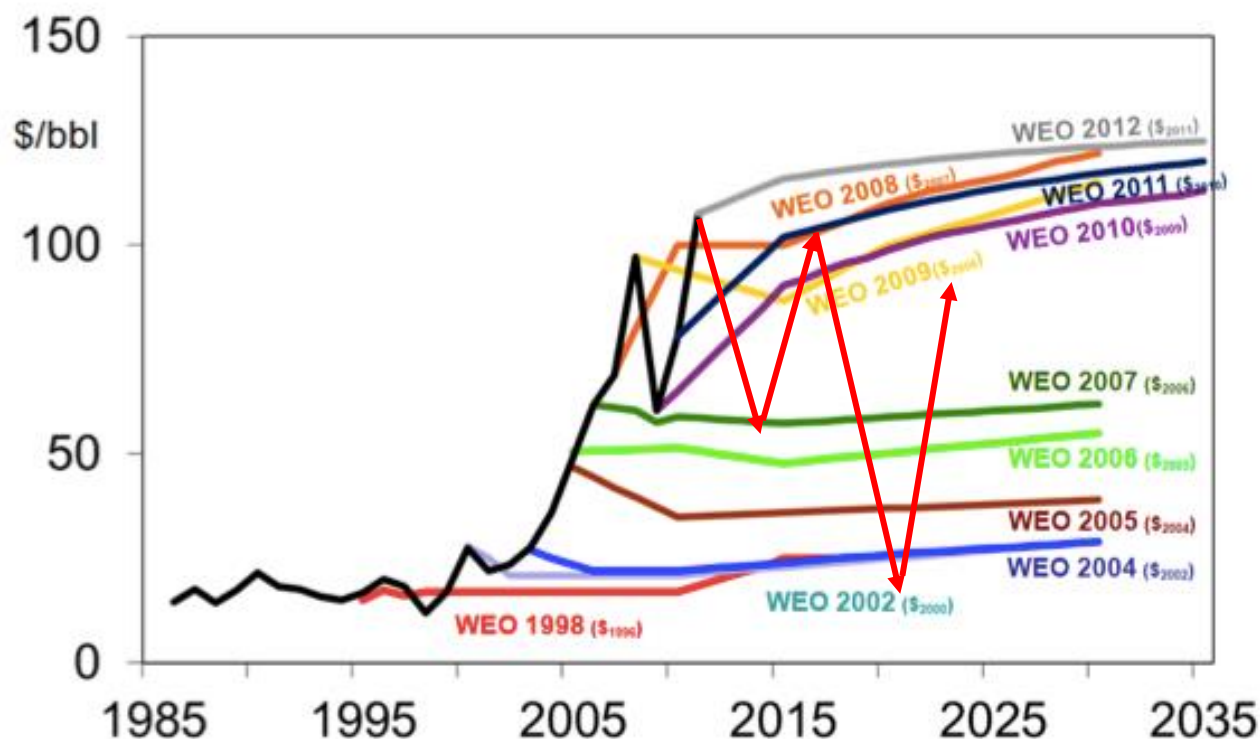
SB1 Markets/Macrobond

NBP day ahead of forward krue

IEA (verdens ledende prognosemaker for energi) bommer også kraftig



IEA's oljeprisprognoser

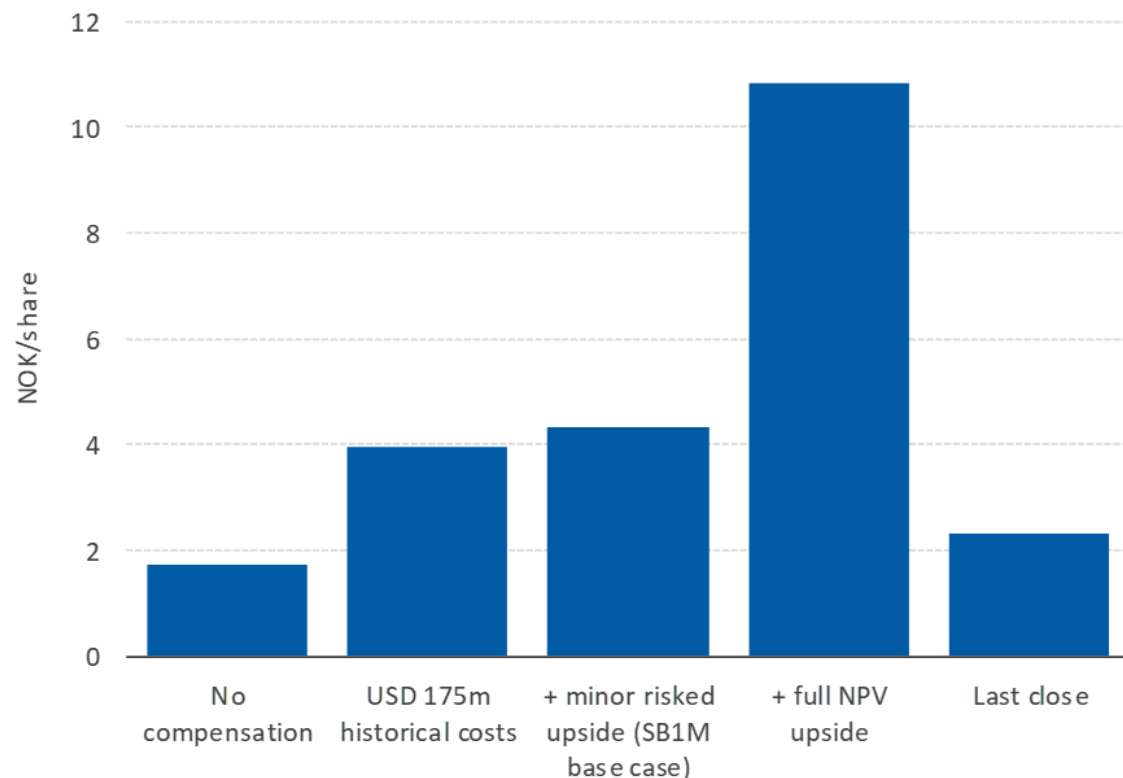


- Grafen viser IEA sine oljeprisprognoser tilbake i tid
- F eks i 2012 trodde IEA på jevne priser på over USD 100/fat
- Realiteten ble veldig annerledes (røde piler) og veldig volatil

Scenario-analyse er viktig! Når realistisk utfallsrom er 2 til 10 eller mer, kan man ikke se seg blind på en verdi



Scenarier for verdier



Ofte umulig å sette en verdi!

- Scenario-analyse viktigere nå usikkerheten øker.
- Noen nøkkelspørsmål:
 - Hvordan endres sannsynligheten for de ulike scenarioene?
 - Endres topp/bunn?
 - Hva skal til for at selskapet er verd null? (kanskje viktigere analyse for kreditorer enn aksjonærer?)

Usikkerhet i teller og nevner, men teller «alltid» viktigst



Scenario-
analyse viktig
(inkl vekst)

$$P = \frac{D_1}{r - g}$$

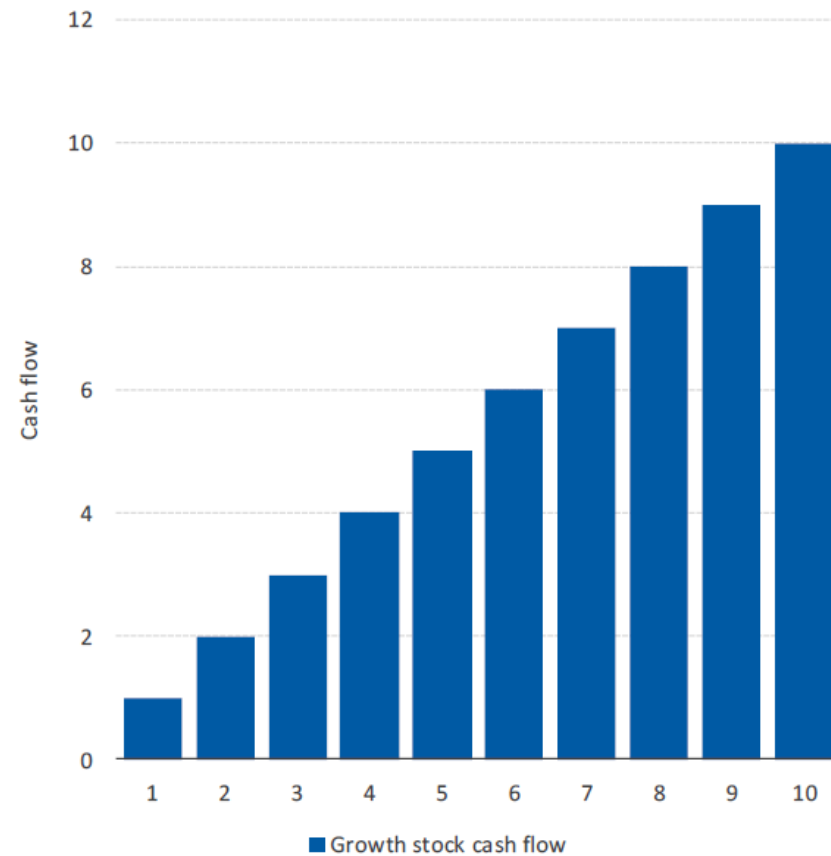
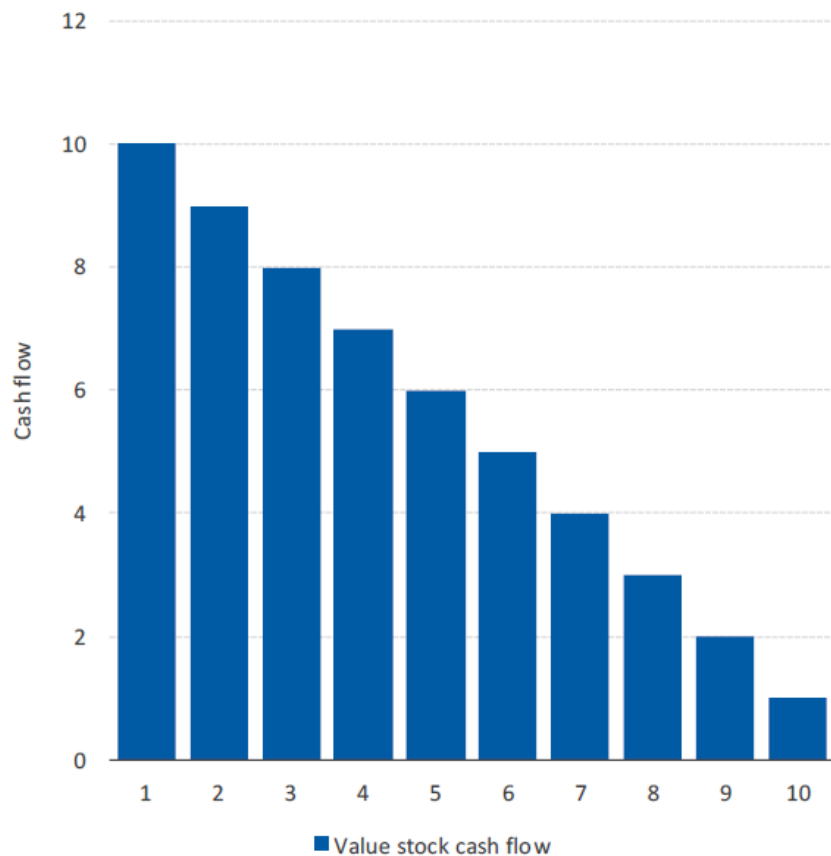
Scenario-
analyse
mindre viktig

- Verdi = NPV av inntjening med x% avkastningskrav.
- Eller NPV av utbytte med y% avkastningskrav

...selv for vekstaksjer med inntjening langt frem i tid



Illustrasjon verdiselskap vs. vekstselskap



Verdifall for ikke-lønnsomme teknologiselskaper, betydelige estimatnedjusteringer på Euronext Growth



- Siden toppen for om lag ett år siden så har Goldman Sachs' index over ikke-lønnsomme tech-selskaper nesten halvert seg. Den er fortsatt opp om lag 300% fra nivået den lå på like før pandemien intraff. På «like-for-like-basis» er verdiene på Euronext Growth ned nærmere 40% det siste året.
- Konsensus EBITDA-estimer for 2022 på Euronext Growth er nær halvert siste halvår på aggregerte tall (ex. Bewi).

Goldman Sachs non-profitable tech index

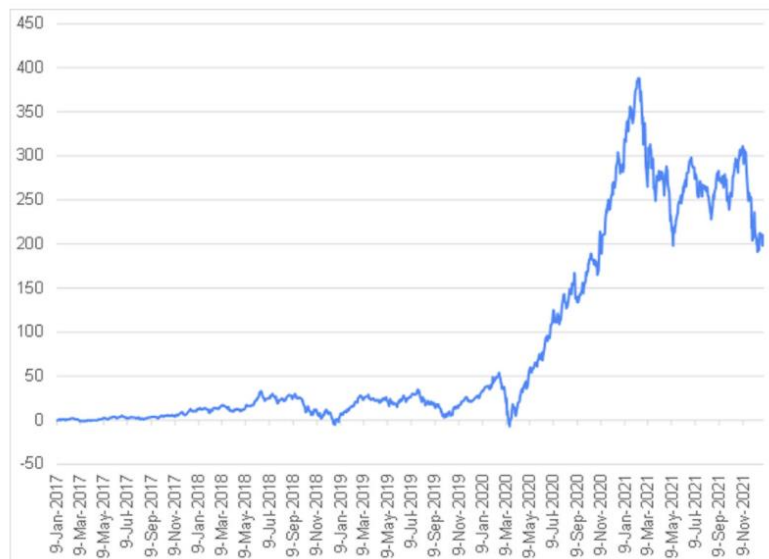
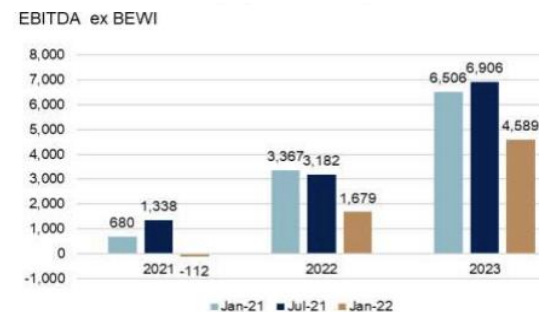
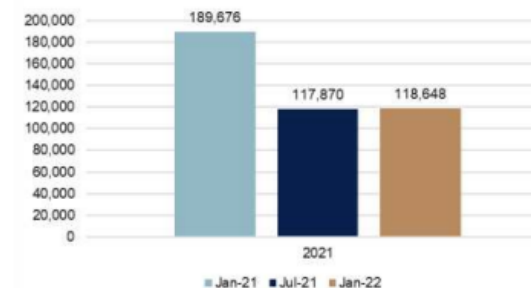


Figure 2: Goldman Sachs Non-Profitable Technology Index. Source: Bloomberg, Goldman Sachs, Anchor

Konsensus EBITDA-estimer og aggregert market cap, Euronext Growth



Euronext Growth market cap - like for like



Kilder: Factset, ABG SC. Bewi luket av konsensus EBITDA ut grunnet oppkjøp som påvirker estimatene.

Immaterielle eiendeler – usikre verdsettelse, kursfall øker nedskrivningsrisiko



- Immaterielle eiendeler utgjør en stor del av balanseverdiene til mange selskaper. Dette gjelder ikke minst blant IT-selskaper, en kategori selskaper er det har vært mange nysoteringer på Oslo Børs/Euronext Growth det siste halvannet året.
- Verdiutviklingen av immaterielle eiendeler som stammer fra oppkjøp, eller kapitalisering av utviklingskostnader, er eksempler på eiendeler der det kan være vanskelig å vurdere verdiutviklingen over tid, da den typisk er basert på mange usikre forutsetninger.
- I selskaper der oppkjøpsrelaterte immaterielle eiendeler og/eller balanseførte utviklingskostnader utgjør en betydelig del av selskapenes bokførte egenkapital, vil den regnskapsmessige vurderingen av disse eiendelene potensielt har særlig stor betydning.
- Der markedsverdien av egenkapitalen som følge av kursfall har falt til den aggregerte verdien av immaterielle verdier fra oppkjøp eller kapitalisering, eller under denne, så impliserer det typisk at markedets diskonterer lavere økonomisk verdi av de immaterielle eiendelene, og hvilket kan aktualisere behov for nedskrivninger. I motsetning til hva som kan være tilfellet for fysiske eiendeler, vil immaterielle eiendeler ofte ha begrenset alternativ nytteverdi.

Verdsettelse av immaterielle eiendeler på «watch list»



- Tabellen under viser eksempler på selskaper der markante kursfall har gjort at selskapenes egenkapital i dag prises tilsvarende eller under den regnskapsmessige aggregerte verdien av immaterielle verdier fra M&A og balanseførte utviklingskostnader. Markedet diskonteres i disse tilfellene usikkerhet knyttet til om de immaterielle eiendelene har en økonomisk verdi lik den bokførte, eller at den ikke har det.

Selskap	Immaterielle eiendeler fra oppkjøp eller balanseført utvikling, Q3 2021		Net profit Q3 2021		Kurs siste år eller siden IPO (%)	
	Bokført EK	Market cap	(NOKm)			
Patientsky	829	782	673	-28	-78 %	
Link Mobility	8 585	5 050	4700	-78	-69 %	
Mercell	4 179	2 218	3120	-57	-31 %	
Mintra	702	733	705	6	-52 %	
NRC	2 788	2668	1650	58	-22 %	

Link og Merzell: Kolumnen «immaterielle eiendeler fra oppkjøp eller balanseført utvikling» omfatter postene «goodwill + other intangible assets» i balansen. Kursutvikling per 17. januar.

- Et eksempel på et stort oppkjøp innen renewables-sektoren som ble annonsert for ett år siden, er Aker Horizons kjøpt av 75% av Mainstream 19. januar 2021 til en pris som verdsatte egenkapitalen til Mainstream på 100% basis til EUR 900m, eller drøyt NOK 9mrd på kjøpstidspunktet. Aker Horizons skjøt i tillegg inn EUR 109m i ny egenkapital inn i Mainstream i forbindelse med kjøpet. Det er bokført goodwill på NOK 5,14mrd i Aker Horizons balanse relatert til Mainstream.
- RENIXX world (Renewable Energy Industrial Index) er ned om lag 30% i verdi siden oppkjøpstidspunktet. Kursen på Scatec Solar er mer enn halvert i samme periode.

Oppsummering:



- Usikkerhet ikke noe nytt. Regnskapsprodusenter bør være klar over at usikkerhet kan ofte defineres ulikt blant regnskapsbrukere
- Økt usikkerhet gir større utfallsrom → scenarioanalyse viktig
- Immaterielle eiendeler i balansen er det gjerne spesielt vanskelig å vurdere verdiutviklingen for. Flere selskaper som har blitt børsnoterte over det siste året, særlig på Euronext Growth, har en betydelig andel immaterielle eiendeler på balansen.
- Kursene på for en del av de selskapene som har blitt noterte på børsen det siste halvannet året, har falt betydelig i verdi det siste året. Dette kan øke risiko for nedskrivninger av balanseførte immaterielle verdier for disse selskapene.