

# FFNs uttalelse om finansiell informasjon – 2024

v/ Komité for finansiell informasjon, KFI

25. september 2024

# Om komité for finansiell informasjon (KFI)



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

KFI er satt sammen av 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.

# KFI 2024



- Peter Hermanrud (leder)
- Håkon Astrup, DNB
- Annie Bersagel, Folketrygdfondet
- Geir Bjørlo, Corporate Communications
- Ole Petter Kjerkreit
- Teodor Sveen-Nilsen, SpareBank1 Markets
- Hans Thrane Nielsen, Storebrand
- Tine Fosslund, Folketrygdfondet
- Steinar Sars Kvifte, EY\*
- Kjetil Rimstad, EY\*



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

# Temaer KFI 2024



- Mangelfull info knyttet opp mot M&A

- «Pre-close call update»

- Asymmetri ved rettet emisjon

- Transisjonsplan mot net zero i 2050

- Obligasjonsfinansiering og risiko

- Justerte resultater, EBITDA og EPS

# Informasjon vi forventer etter annonsering av oppkjøp

Håkon Astrup

Teodor Sveen-Nilsen

25. september 2024



Forening  
for finansfag

# Fusjoner og oppkjøp fortsette å prege nyhetsbildet i Norge



## Utvalg oppkjøp i Norge siste tiden

### Konkurransetilsynet sier ja til

#### Danske Bank-oppkjøp

Nordeas oppkjøp av privatkundedelen i Danske Bank er godkjent



Patientsky selger datterselskaper for 850-900 mill.



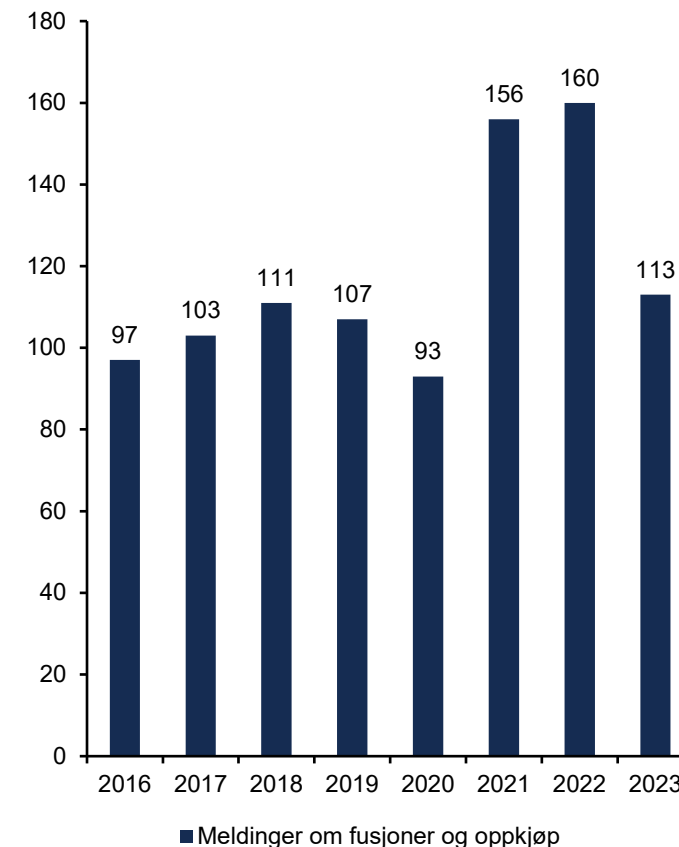
#### Sørkoreanske Hanwha kjøper

#### Røkke-selskapet Philly Shipyard

Får 100 millioner dollar for selskapet, tilsvarende 87,24 kroner per aksje. Aksjen stiger over 100 prosent på Oslo Børs.



## Antall fusjoner og oppkjøp i Norge



# M&A kan både skape og ødelegge store verdier for aksjonærer



## Mindre vellykkede oppkjøp

Januar 2013



Januar 2015

Microsoft writes off \$7.6B, admits failure of Nokia acquisition



# TimeWarner

Januar 2000

**AOL Buys Time Warner for \$162 billion**

Merger will form the largest media and entertainment conglomerate in the world.

Januar 2003

**AOL Posts a \$98.7 Billion Loss On New Goodwill Write-Down**

Annual Loss Is Biggest in History; AOL Says Ted Turner Will Resign

## Mer vellykkede oppkjøp



*Disney Agrees to Acquire Pixar in a \$7.4 Billion Deal*

**Bob Iger says Pixar was 'probably the best' acquisition he made during his tenure with Disney**



Unique acquisition strategy –  
Building a software powerhouse through M&A  
Acquisitions are a central part of Visma's growth strategy.

Visma fortsetter å kjøpe selskaper i et rasende tempo

**Visma verdsettes til over 200 milliarder**



# Umiddelbar positiv kursreaksjon for selger, mer nøytral reaksjon for kjøper

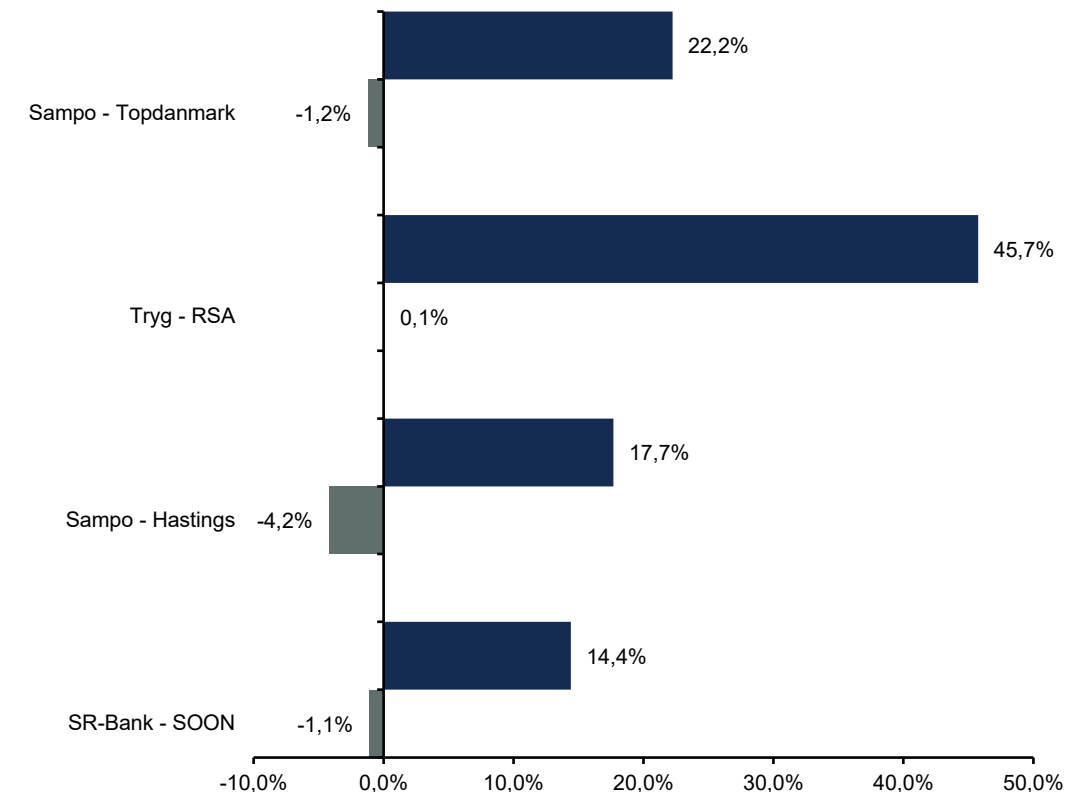


## Forskning støtter genist for selger og nøytral avkastning for selger

- «Target firm shareholders receive on average a statistically significant excess return of 9% in a one-month window centered on the announcement date. Acquirers' excess returns are null on average.»
  - Value creation in European M&As, Campa & Hernando (2002)
- «The mass of research suggests that target shareholders earn sizable positive market-returns, that bidders (with interesting exceptions) earn zero adjusted returns, and that bidders and targets combined earn positive adjusted returns.»
  - Does M&A pay?, Bruner (2004)
- «Like previous studies, we find that the market value of the acquiring bank declines and the market value of the acquired bank increases on the announcement of a merger. For the entire sample of 64 mergers, the combined market value of the bidder and target on average increases slightly on the announcement of the transaction.»
  - Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders, Houston et al. (2001)



## Illustrasjon



# IASBs forslag til nye opplysningskrav for oppkjøp (mars 2024)



## “Vesentlige” oppkjøp

- Strategisk begrunnelse
- Forventede synergier, f eks omsetningsøkning, kostnadsreduksjoner, etc (hvordan og når)

## “Strategiske” oppkjøp

- Målsetninger og “targets”
- Oppfyllelse av “targets” i etterfølgende perioder, så lenge ledelsen følger opp oppkjøpet

Skadeklausul-unntak om *“expected to prejudice seriously the achievement of any of the entity’s acquisition-date key objectives”*

### “Strategiske” oppkjøp:

- Overdragendes salgsinntekt, driftsresultat, eller eiendeler 10% eller mer sammenlignet med overtakende
- Representerer separat og vesentlig virksomhet eller et separat og vesentlig geografisk driftsområde

# Kommunikasjon til investorer rund M&A bør være tydelig



## Våre viktigste fokusområder når en transaksjon offentligjøres

### Resultateffekt

- Aksjonærene bør sitte igjen med et større resultat ved sammenslåing enn for hvert selskap alene.
- Forventet inntjening for begge selskap og estimerte synergier bør gi et høyere resultat per aksje for overtakende selskap.

### Synergier

- Gevinster ved en sammenslåing (synergier) bør begrunnes med tydelig oversikt over eventuelle kostnadsbesparelser og økte inntekter fra større skala.

### Strategisk begrunnelse

- Transaksjonen bør inngå som en naturlig del av selskapets langsiktige strategi.

### Transaksjonskostnader

- Kostnader forbundet med selve gjennomføringen av transaksjonen (rådgivere osv.) bør kommuniseres tydelig.
- Størrelsen på eventuelle integrasjonskostnader og hvor lenge disse forventes å løpe.

### Tidslinje

- Når forventer selskapene å kunne gjennomføre transaksjonen?
- Hvilke myndighetsgodkjennelser kreves for å gjennomføre?
- Hvor lang tid trenger eventuelle konkurransemyndigheter?
- Når kan man forvente at transaksjonen er lønnsom?
- Når kan man forvente at synergier og transaksjonskostnader kommer?

### Finansiering

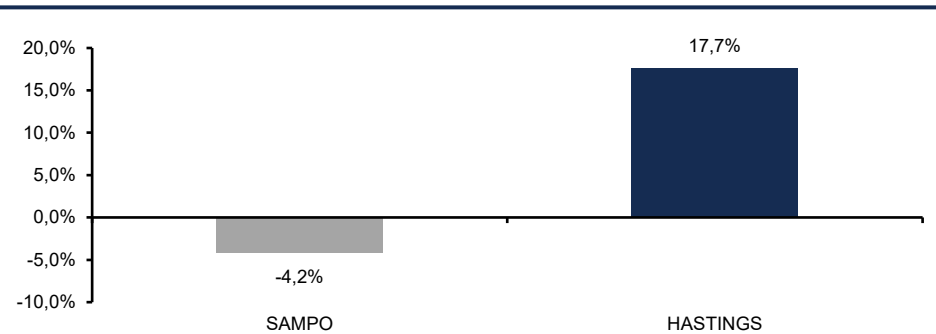
- Skal transaksjonen gjennomføres ved å bytte aksjer, betale kontant, eller en kombinasjon?
- Skal det utstedes nye aksjer, tas opp ny gjeld, eller har selskapet kontanter på balansen?

# Investorinformasjon viktig for å bedømme kvalitet på transaksjon



## Sampo kjøper 70% av Hastings (Aug. 2020)

Kursendring ved annonsering

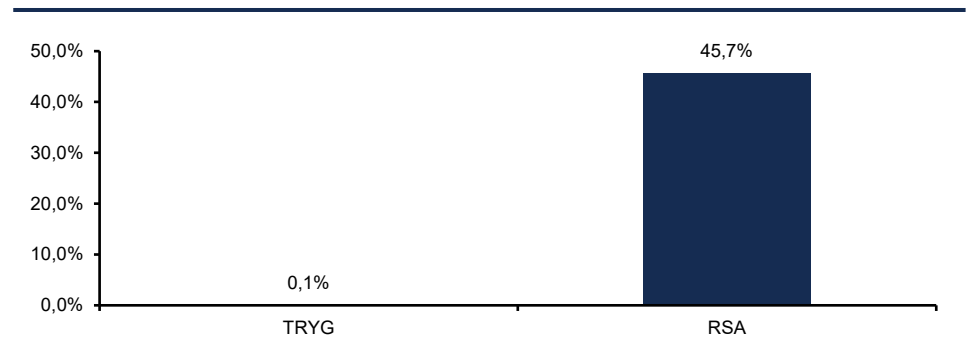


### Informasjon til investorer i børs melding

<b>Resultateffekt:</b>	«Accretive to earnings per share and RoE from [Year 1]»
<b>Strategisk bakgrunn:</b>	Litt uklar bakgrunn. Ulik geografi og marked.
<b>Synergier:</b>	Ikke spesifisert.
<b>Transaksjonskostnader:</b>	Ikke spesifisert
<b>Tidslinje:</b>	Ikke inkludert
<b>Investorpresentasjon:</b>	Ikke utarbeidet presentasjon

## Tryg kjøper RSA Scandinavia (Nov. 2020)

Kursendring ved annonsering



### Informasjon til investorer i børs melding

<b>Resultateffekt:</b>	«High teens EPS accretion expected from 2023»
<b>Strategisk bakgrunn:</b>	Tydlig: Økt markedsposisjon i alle tre kjernemarkeder
<b>Synergier:</b>	Spesifisert med kilde, geografi, og årlig utvikling
<b>Transaksjonskostnader:</b>	Oversikt over årlig fordeling av totale kostnader
<b>Tidslinje:</b>	Detaljert
<b>Investorpresentasjon:</b>	Egen presentasjon og nettside som vedlegg til børs melding

# Case: Tryg kjøper RSA Scandinavia



## Tydlig strategisk begrunnelse

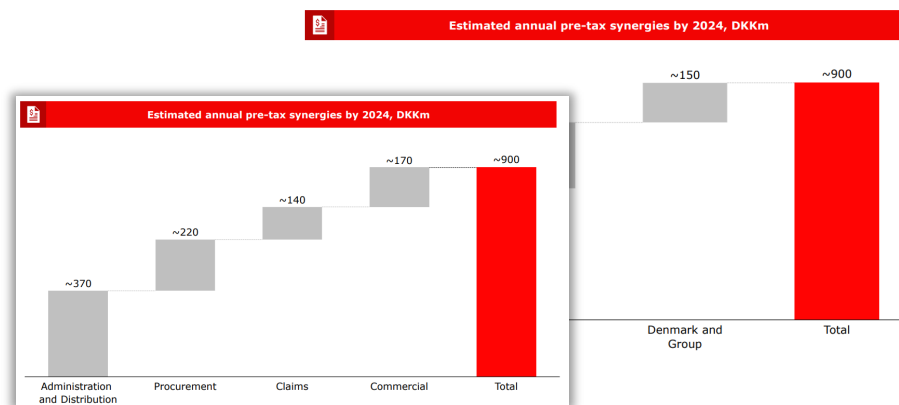
**A**

**Establish the largest non-life insurer in Scandinavia<sup>1</sup>**

## Lønnsom transaksjon for aksjonærer

- Expected **ROI** at **~7%**
- **High teens EPS accretion<sup>1</sup>** expected by 2023
- **Solvency II ratio expected to remain above 170%** at the end of 2021

## Detaljert oversikt over syngergier

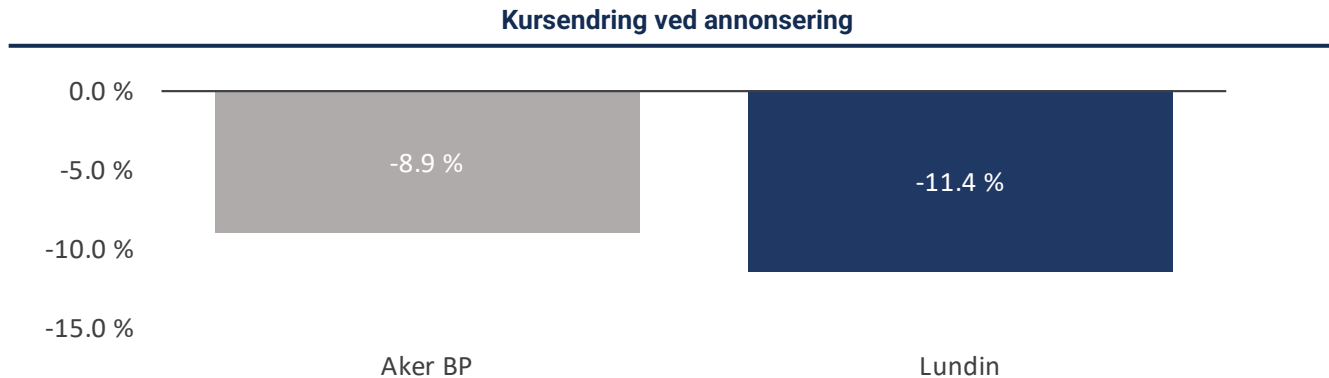


## Tidslinje for kostnader og godkjenning

	Up to and including Closing (Expected 1H 2021)	Post closing, pre SE+NO de-merger out of RSA Scandinavia (Expected 2H 2021)	Post SE+NO de-merger (Expected from 2022)
Accounting of RSA SE/NO		Equity accounted, i.e. premiums not reflected in top-line yet	Full consolidation
Accounting of RSA DK		Equity accounted	
Integration and Separation Costs	Integration and separation costs to be booked largely in 2021		
Transaction Costs	All to be incurred ahead of or at closing		



# M&A case: Aker BP og Lundin (NOK 125 mrd deal) – OK info



**Informasjon til investorer i børsmelding**

<b>Resultateffekt:</b>	Nei. Men mulig å gjette kvalifisert, gitt en viss bransjekunnskap
<b>Strategisk bakgrunn:</b>	Ja. Operasjonell synergier, produksjonsvekst, lav break-even, mulighet til å bruke teknologi, lave utslipp
<b>Synergier:</b>	Ja. Men delvis drevet av lavere aktivitet enkelte områder (vår tolkning)
<b>Transaksjonskostnader:</b>	Nei
<b>Tidslinje:</b>	Ja, innen Q2 2022
<b>Investorpresentasjon:</b>	Ja

## The E&P company of the future

Aker BP acquiring Lundin Energy

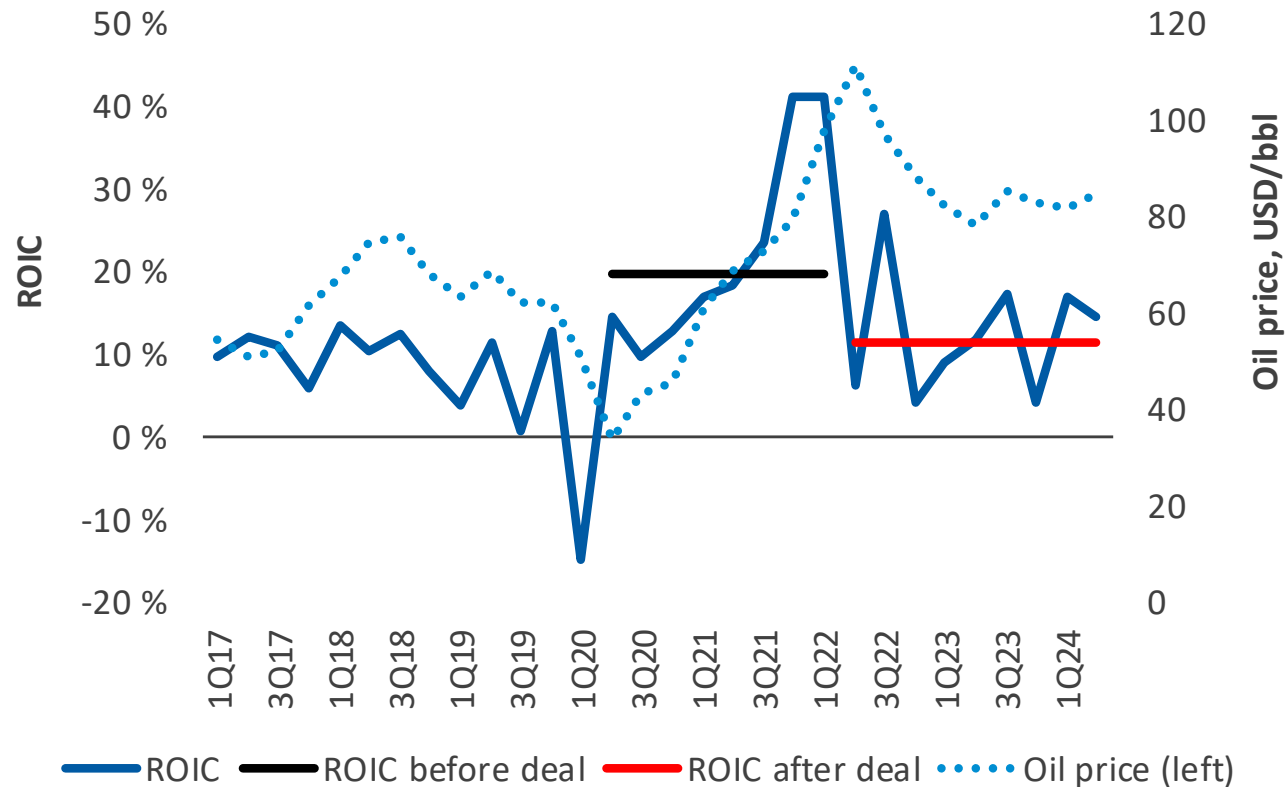
21 December 2021

Kilde: Selskapet, SB1M

# Var oppkjøpet lønnsomt?



Aker BP: Avkastning på kapitalen (ROIC) og oljepris



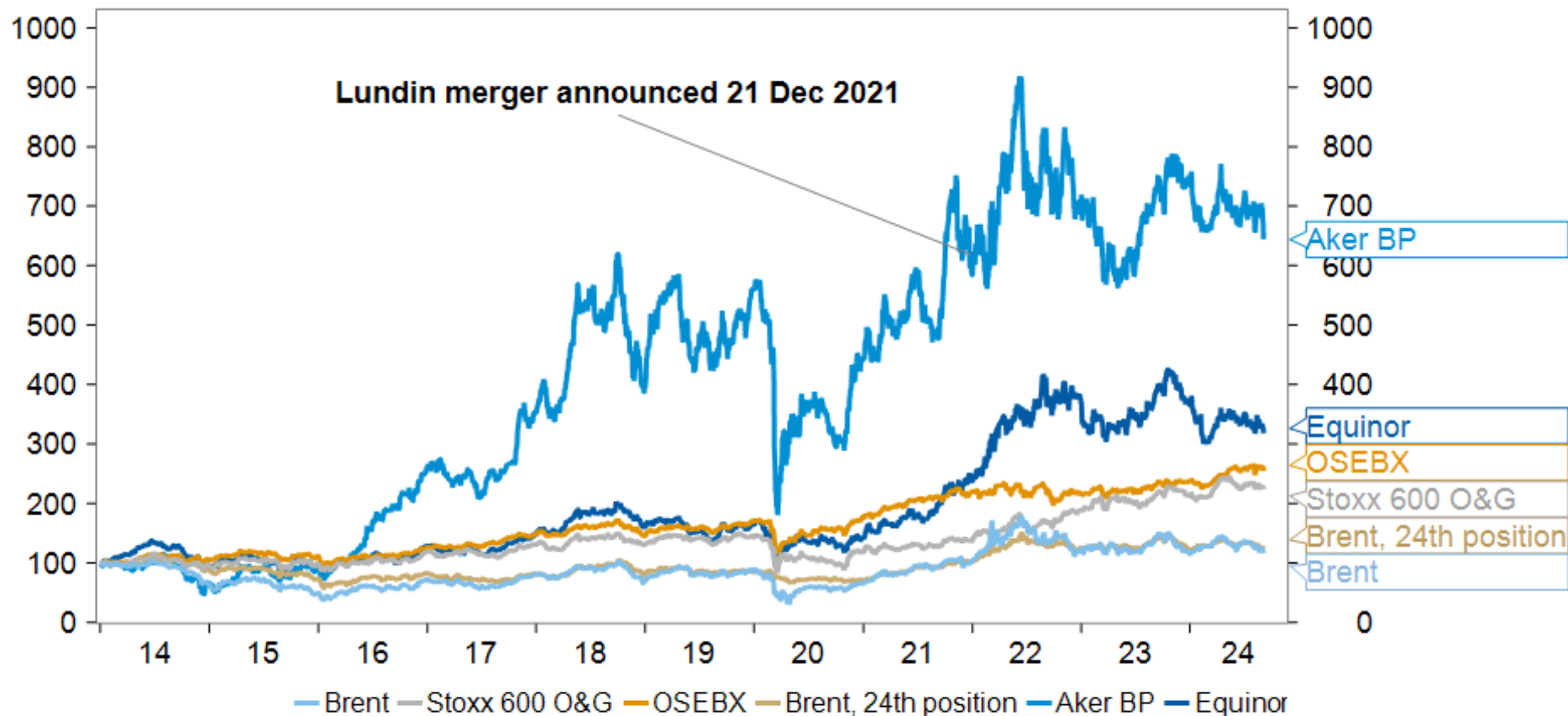
- ROIC falt, til tross for høyere oljepris i perioden etter oppkjøpet.
- Andre vurderinger kan gi annet svar rundt lønnsomhet av oppkjøp
- Viser uansett en generell utfordringen med store oppkjøp av likvide eiendeler til markedspris: ROIC vil sannsynligvis bevege seg mot WACC etter et oppkjøp

Q1 22: Ekskludert pga effekter rundt closing

# Aksjekurs indikerer: 1) Aker BP har skapt verdier gjennom M&A, 2) Lundin deal isolert var ikke spektakulært verdiskapende



Aker BP, Equinor og olje: Totalavkastning rebasert til 100



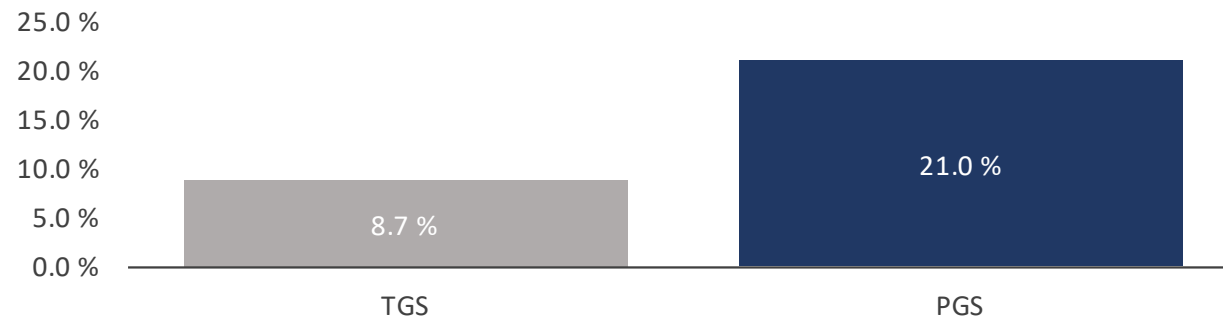
SB1 Markets/Macrobond





# M&A case: TGS og PGS (NOK ~10 mrd deal) – OK info

Kursendring ved annonsering



Informasjon til investorer i børsmelding

<b>Resultateffekt:</b>	Nei
<b>Strategisk bakgrunn:</b>	Ja. Produktspekter, geografi, skala, kostnadssynergier, størrelse
<b>Synergier:</b>	Ja, USD 50m per år: Teknologi, drift, ledelse/overhead. Anslag for synergier er økt til 110-130m i senere tid
<b>Transaksjonskostnader:</b>	Nei
<b>Tidslinje:</b>	Ja, forventet 1H 2024
<b>Investorpresentasjon:</b>	Ja

- Begge selskapene steg i verdi på annonseringsdagen, 12-13% til sammen, eller ca USD 300m
- TGS starte å falle i verdi, men aksjekursen økte gjennom dagen
- Markedet trodde på anslag synergier



# KFI-anbefaling

- Ved vesentlige oppkjøp (10-20%): Annonsering bør gi informasjon om finansiering, omtrentlig resultateffekt/lønnsomhet, strategisk bakgrunn, synergier, kostnader og tidslinje
- Bør gi løypemeldinger rundt synergier
- Trygs oppkjøp av RSA: Bra informasjon
- Aker BP/Lundin og TGS/PGS: OK informasjon, lite info om resultateffekt
- Ny standard (oppdatering IFRS 3) vil kunne øke informasjonsplikten ved oppkjøp

# Pre-close calls

Analytikermassasje i gråsonen eller ryddig forventningsstyring?

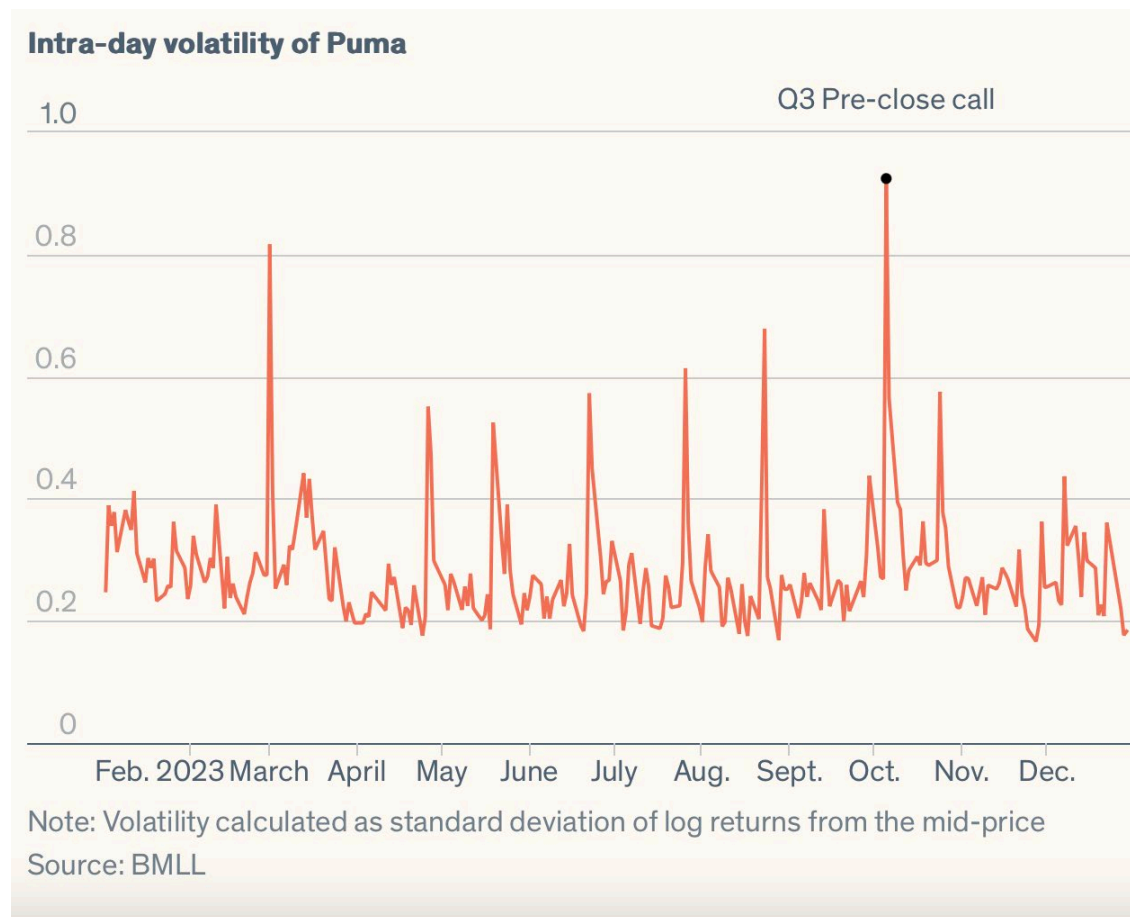
Peter Hermanrud

# ESMA har kommet med en uttalelse om pre-close calls



- Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndigheten (ESMA) minner noterte utstedere om regler som gjelder for spredning av insideinformasjon i kontakt med analytikere.
- Bakgrunnen for uttalelsen er flere eksempler fra ulike EU-land med markant kursutvikling i etterkant av at utstedere har hatt samtaler med analytikere i forkant av kvartalsrapportering ("pre-close calls").
- ESMA oppfordrer utstedere til å gjennomføre tiltak for å redusere risikoen for ulovlig spredning av insideinformasjon, blant annet omfatter disse tiltakene:
  - I forkant av en samtale bør utsteder vurdere om opplysninger som er tenkt delt kan utgjøre insideinformasjon, og påse at insideinformasjon ikke deles;
  - Informere offentligheten om de kommende samtaler på utstederens nettsted, og fremheve relevante detaljer (dato, sted, emner og deltakere)
  - Gjøre materialet og dokumentene som brukes samtidig tilgjengelig på utstaders nettsted.

# Mange opplever økt volatilitet ifm pre-close

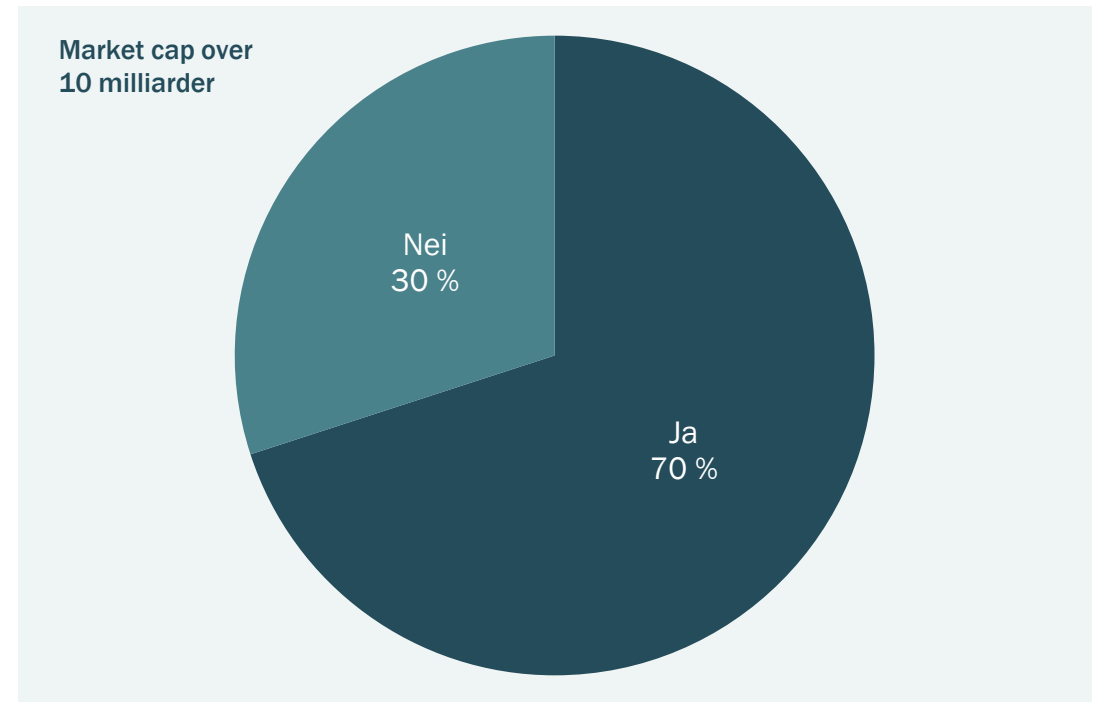
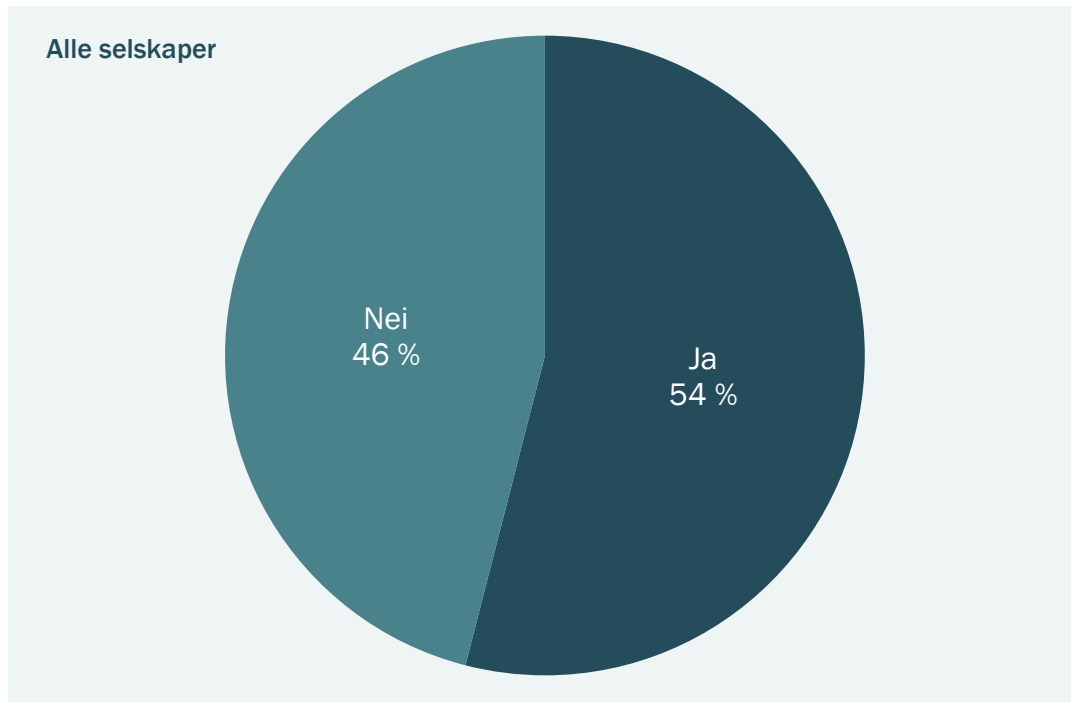




# De fleste gjennomfører pre-close calls

... og det er enda mer vanlig blant store selskaper

Spørsmål: Gjennomfører ditt selskap strukturerte pre-close calls med analytikere?



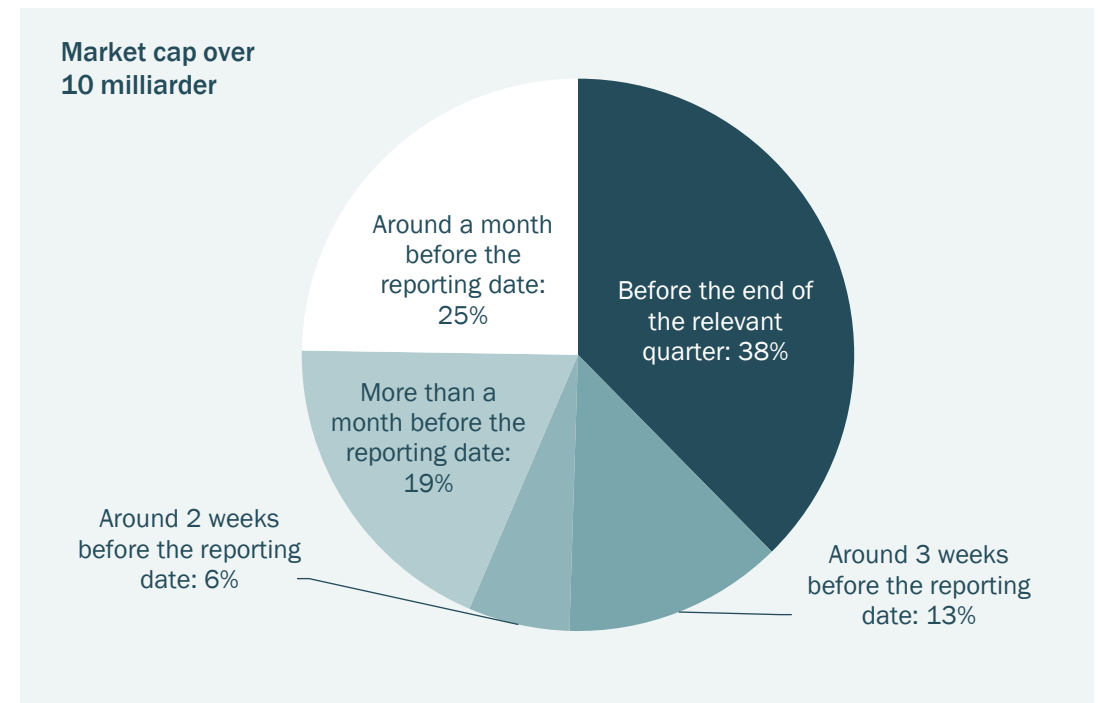
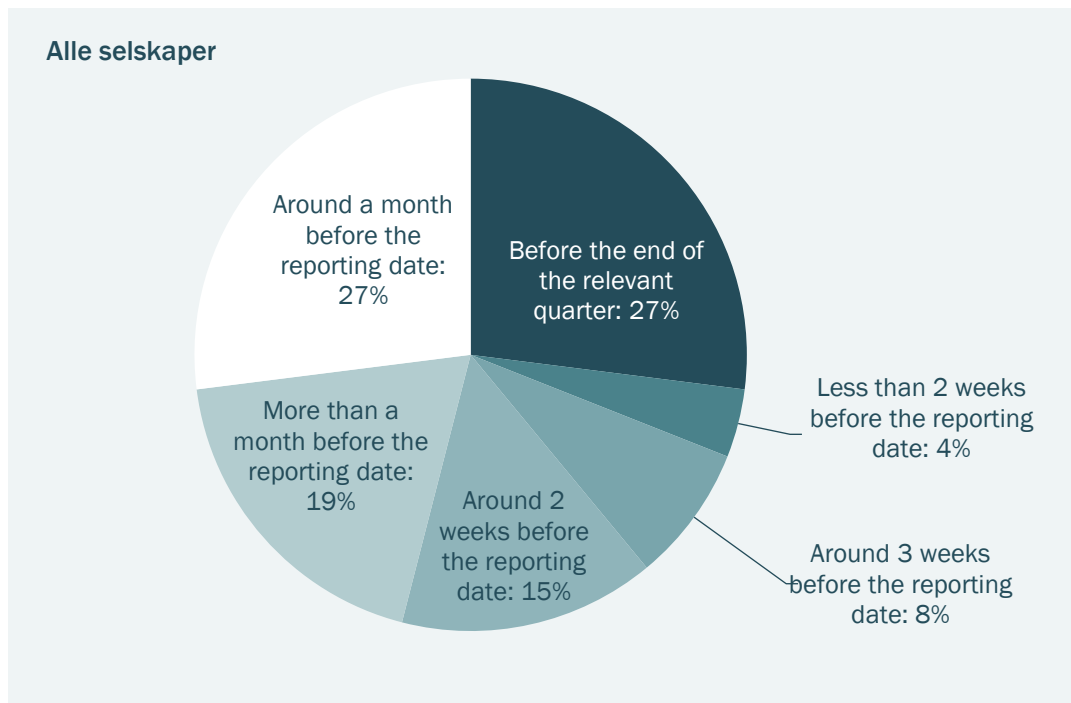
Kilde: Corporate Communications AS



# Pre-close calls forekommer helt opp mot rapporten

...men de fleste finner sted en måned eller mer før rapporten

## Spørsmål: Når gjennomfører du pre-close calls?

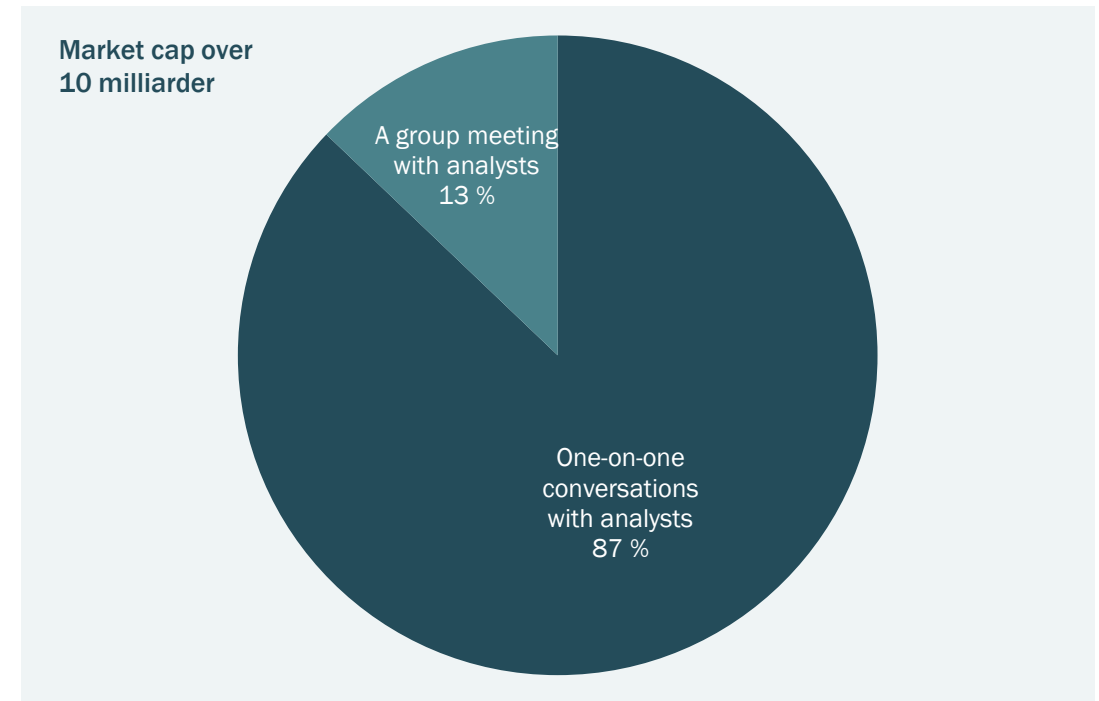
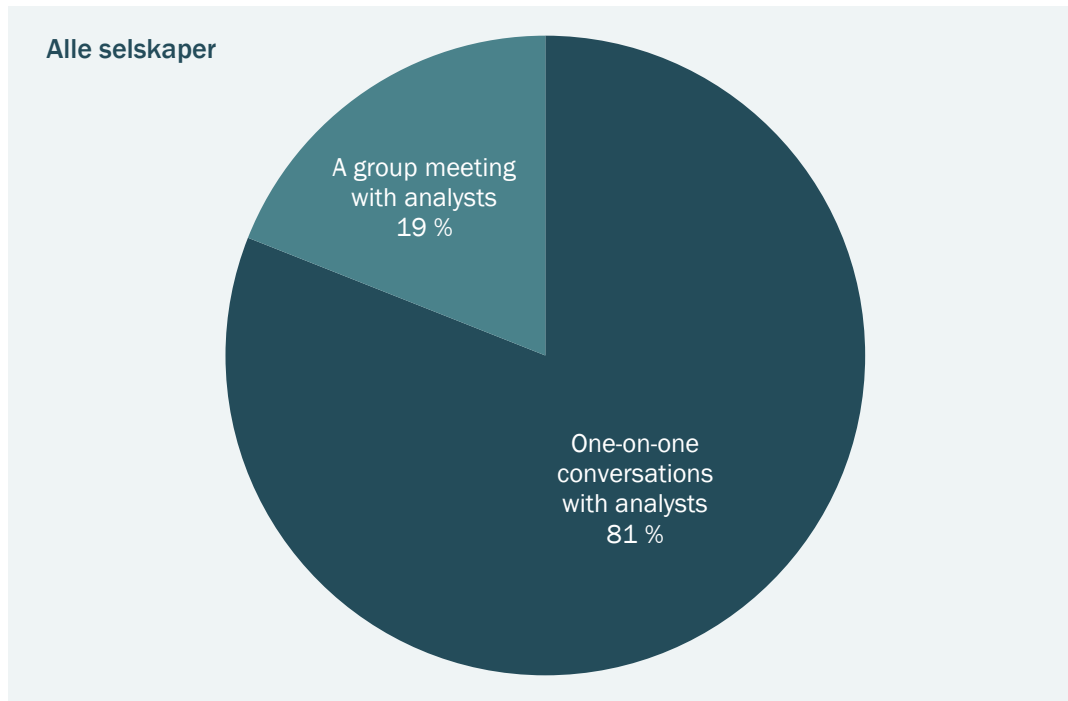


Kilde: Corporate Communications AS



# 1-1-samtaler er vanligst

Spørsmål: Hvordan gjennomføres pre-close calls?



Kilde: Corporate Communications AS

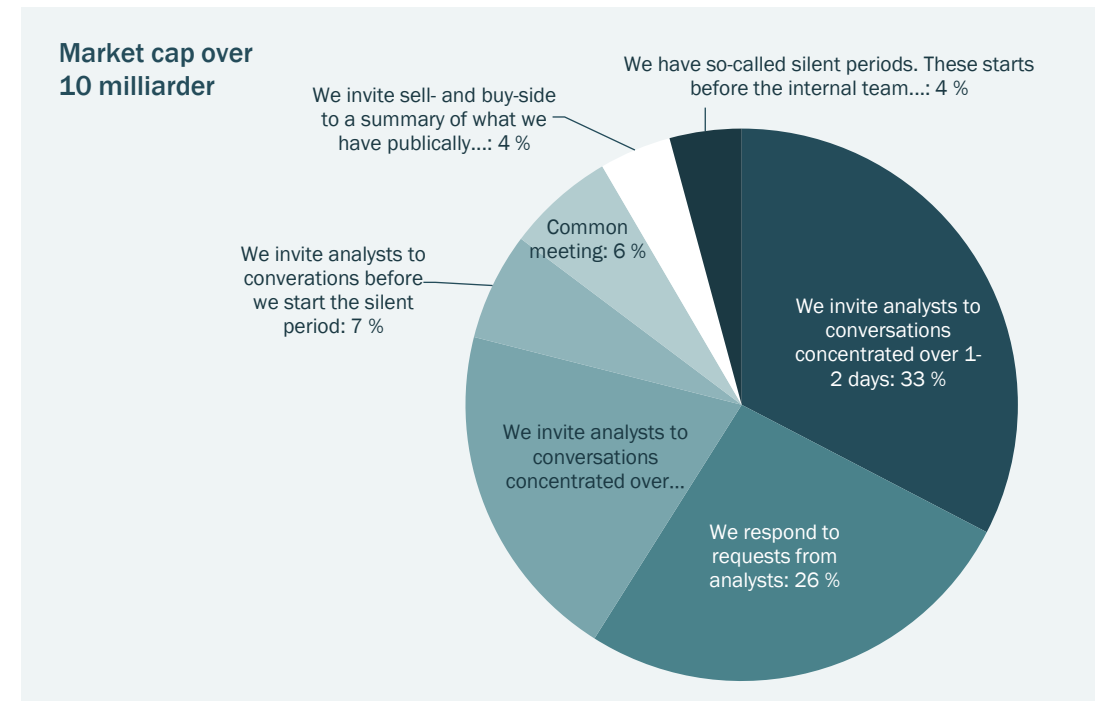
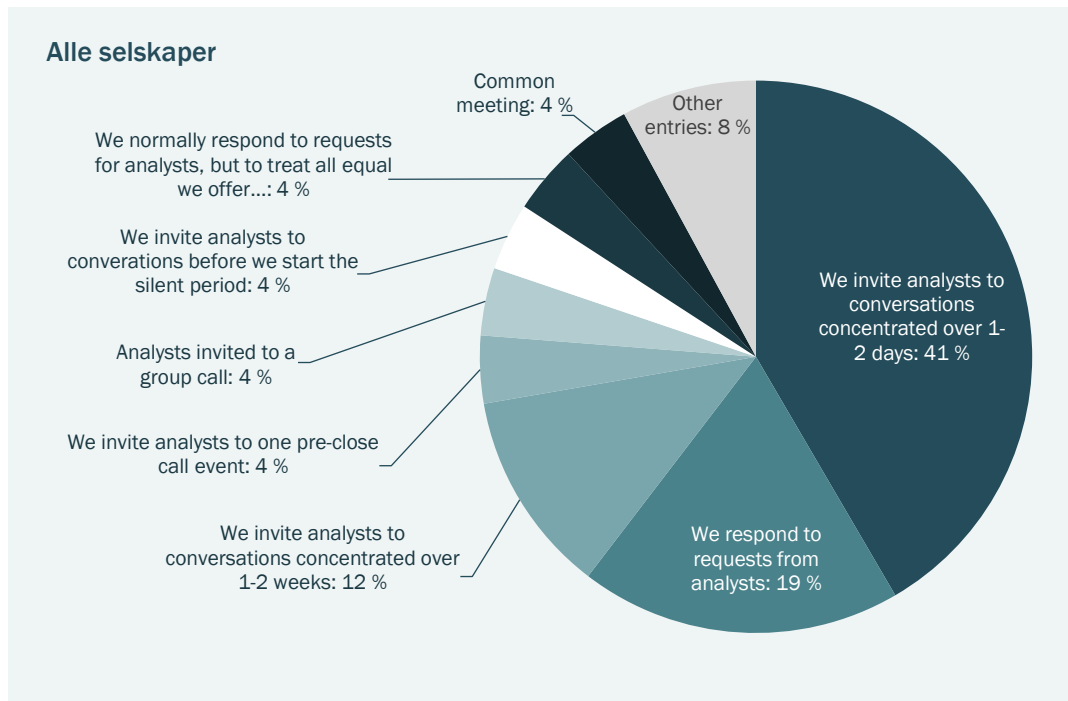




# Samtalene foregår ofte på invitasjon fra selskapene...

Gjerne konsentrert på få dager, men dette varierer

## Spørsmål: Hvordan blir pre-close calls arrangert?

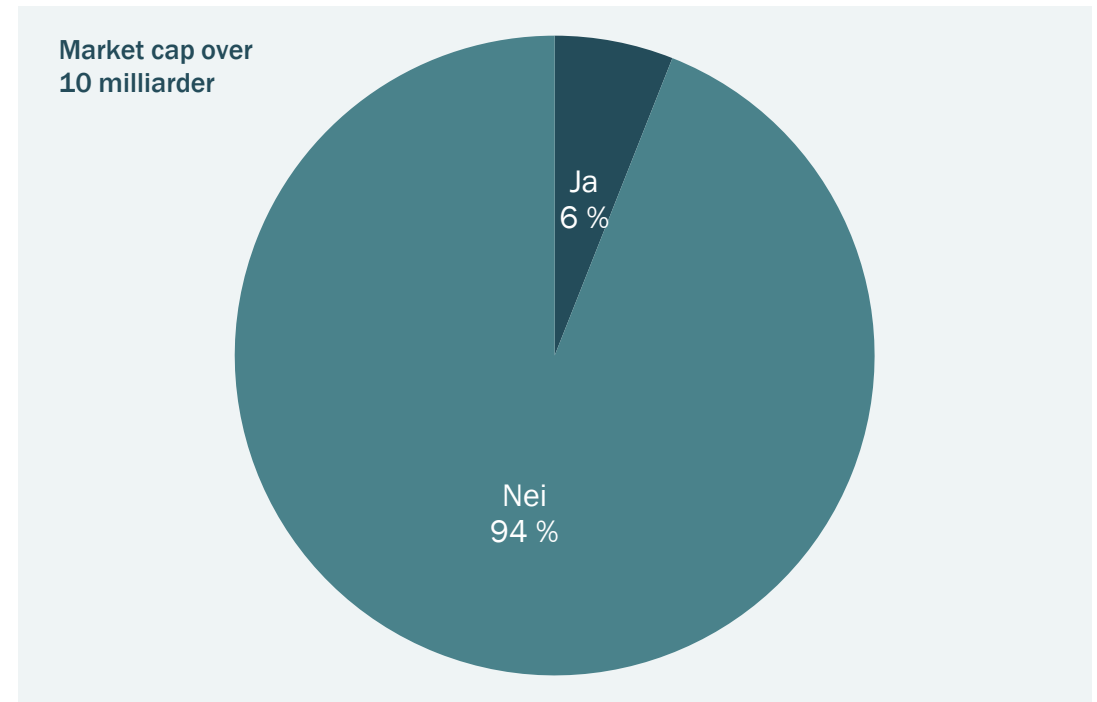
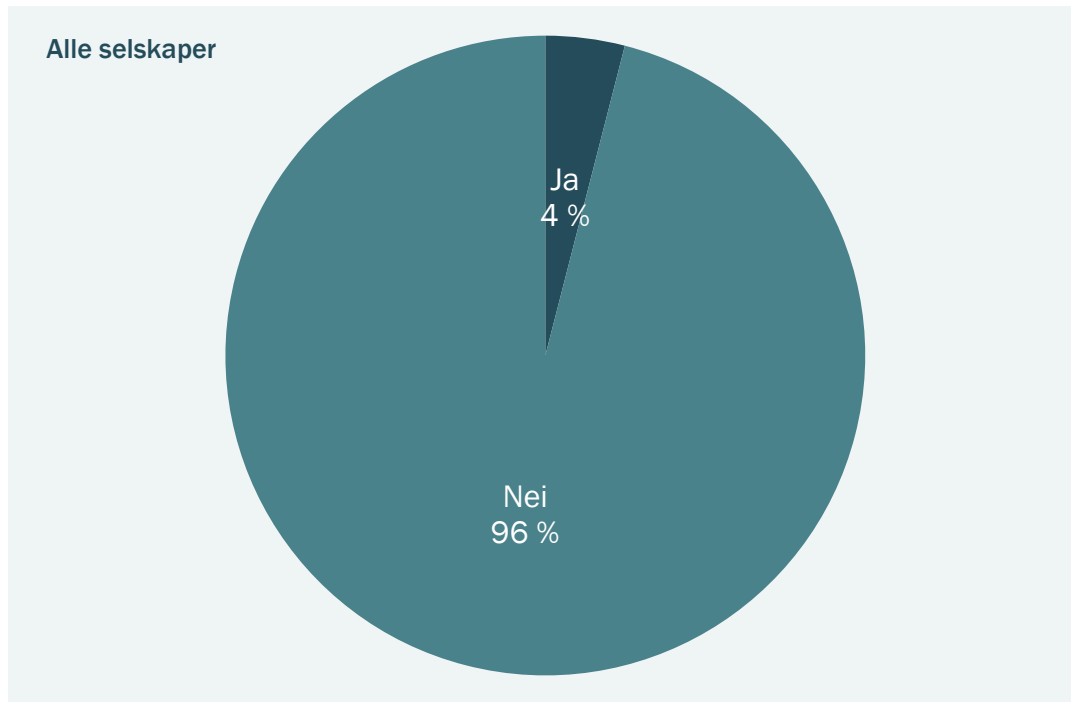


Kilde: Corporate Communications AS

# ... men nesten ingen involverer og informerer offentligheten



Spørsmål: Informerer du offentligheten om timingen på pre-close calls?



Kilde: Corporate Communications AS



# Flere interessante funn

Økt oppmerksomhet rundt teamet høsten 2024 og IR-avdelingene endrer nå praksis

- 23% oppgir at analytikernes estimater er tema for pre-close calls. 18% snakker om konsensusestimater
- 77% av selskapene har en konkret plan for hva som skal kommuniseres under pre-close calls
- 12% av selskapene har opplevd høy kursvolatilitet etter pre-close calls
- 46% av selskapene vurderer å endre praksis
- 71% av selskapene har 3 eller 4 uker stilleperiode, 19% har stilleperiode fra slutten av kvartalet
- 29% av selskapene har null kontakt med aksjemarkedet under stilleperioden



# KFIs anbefaling

- KFI støtter anbefalingene fra ESMA:
  - Offentliggjør tidspunkt og tema for pre-close calls i god tid
  - Gjør materiale som benyttes tilgjengelig på selskapets webside når calls starter
- Når man sitter på innsideinformasjon ved rapporteringen bør man avslutte analytikerdialogen
  
- Fra 2022:
  - Informasjonen som blir gitt enten skriftlig eller muntlig bør være tilgjengelig for alle
  - Trading updates ifm konsensusinnhenting etc bør offentliggjøres ( gjerne utenfor børsens åpningstid)
  - Alle bør få muligheten til en pre-close call
  - Ny informasjon bør bli gitt til alle samtidig selv om det er snakk om mindre engangseffekter

# Emisjonspraksis ved OSE/Euronext Growth

Ole Petter Kjerkreit





# Emisjonspraksis, OSE/Euronext Growth

- De aller fleste emisjonene er rettede emisjoner.
- Emisjoner gjennomføres ofte ved at større investorer tas på «innsiden» og får vurdere relevant informasjon og eventuelt materiale i forkant av emisjoner, gjerne to-tre dager.
- Når tilretteleggerne og selskapene vurderer at en transaksjon lar seg gjennomføre til gitte betingelser, annonseres en transaksjon, hvilket typisk skjer kl. 16.30 en børsdag. Samtidig publiseres informasjon relatert til transaksjonen og eventuelt materiale fra selskapet.
- «Boka» er typisk helt eller delvis fulltegnet ved annonsering, men andre enn de som er «tatt inn på innsiden», gis anledning til å legge inn tegning fra til bøkene stenges. Minstetegning er typisk EUR 100 000.
- Hvor mye aksjer eksisterende aksjonærer som ikke har blitt «løftet over» på innsiden i forkant kan få tildelt, vil typisk variere. Ved stor interesse og rabatterert kurs kan reparasjonsemisjon gjennomføres, slik at investorer som ikke har fått tilbud om å tegne i «første runde» skal få begrenset sin utvanning.
- «Bøkene stenges» typisk to timer (av og til enda kortere tid) etter annonsering av emisjon. Investorer som ikke er tatt over på innsiden i forkant, får typisk svært lite tid til å vurdere relevant informasjon/dokumentasjon.



# Nylige eksempler, emisjoner på OSE/Euronext Growth

<b>Dato</b>	<b>Selskap</b>	<b>Type</b>	<b>Annonisert</b>	<b>Books closed</b>	<b>Kommentar</b>	<b>Listing</b>
02.07.2024	Norbit	Emisjon (private placement)	16.30	18.15	Liten rabatt	OSE
02.07.2024	DOF	Emisjon (private placement)	18.15	20.00	Liten premium, men stor deal annonsert	OSE
27.06.2024	Ventura Offshore Holding	Emisjon (private placement)	16.30	18.00	Liten/ingen rabatt	Euronext Growth
25.06.2024	Edda Wind	Emisjon (private placement)	16.32	18.30	Liten rabatt	OSE
19.06.2024	Northern Ocean	Emisjon (private placement)	16.30	18.00	Høy forhåndstegning	OSE
18.06.2024	Salmon Evolution	Emisjon (private placement)	16.30	18.45	Liten rabatt	OSE



# Bakteppe: Veldig høy andel rettede emisjoner på Oslo Børs

## Rettede emisjoner på Oslo Børs (inkl. ENG)

Verdi (mNOK)	Rettede emisjoner	Reparasjonsemisjoner	Fortrinnsrettsemisjoner
2016	27 280	636	2 448
2017	32 087	817	952
2018	24 127	680	2 802
2019	27 725	1 045	2 572
2020	38 533	777	324
2021	48 219	712	943
2022	47 278	405	1 096
2023	45 758	837	847
2024	16 756	170	106
	<b>307 763</b>	<b>6 080</b>	<b>12 090</b>

Kilde: Dealogic, 31. Mars 2024

«For de noterte selskapene har rettede emisjoner de seneste årene utgjort over 90 prosent av samlet emisjonsvolum».

Kilde: Finanstilsynets brev 8. mars 2024

Vi i KFI tar ikke stilling til hvorvidt emisjonspraksisen som har utviklet seg på Oslo Børs, er hensiktsmessig, men fokuserer på likebehandling av informasjon.

(Antall)	Rettede emisjoner	Reparasjonsemisjoner	Fortrinnsrettsemisjoner
2016	49	13	10
2017	62	25	10
2018	49	16	6
2019	47	16	10
2020	81	17	3
2021	87	17	6
2022	78	14	9
2023	96	35	9
2024	22	8	2
	<b>571</b>	<b>161</b>	<b>65</b>

Kilde: Dealogic, 31. Mars 2024





# Påminnelse: Aksjerettens formelle likhetsprinsipp

- «Alle aksjer gir lik rett i selskapet»
- Aksjelovene § 4-1 (1) 1. pkt.. Aksjelovenes «fanebestemmelse» om likebehandling av aksjer
- «Formelt likhetsprinsipp som må ses i sammenheng med [§ 5-21 og § 6-28] som gir uttrykk for et materielt likhetsprinsipp» (NOU 1992:29 s. 92)
- Like organisatoriske rettigheter (eks. én aksje, én stemme)
- Like økonomiske rettigheter (eks. utbytte skal betales ut pro rata, per aksje)
  
- «Lik behandling av aksjonærer i samme situasjon»
- Pro rata (relativ) likebehandling
- Jf. formuleringen i EU-retten. Eks. direktiv 2017/1132 (EU) (det alminnelige selskapsdirektivet) artikkel 85:
- «Ved gjennomføringen ... skal medlemsstatenes lovgivning sikre likebehandling av aksjeeiere som er i samme situasjon»
- Likhetsprinsippet (likhetsgrunnsetningen) er et generelt krav om lik, formell, behandling av aksjer



## KFI mener:

- Asymmetri av informasjon bør så godt det lar seg gjøre, utlignes før bøkene i emisjoner stenges. Dette inkluderer at markedet bør få littegrann tid til å absorbere ny informasjon, spesielt fordi en emisjon, som er en betydelig selskapshendelse, ofte vil kreve at aksjonærer må ta stilling til om de aktivt vil handle på informasjonen (tegne i emisjonen eller å akseptere utvanning).
- KFI mener at aksjonærer som ikke har tilgang til innsideinformasjon i forkant av emisjoner, bør få mer tid enn det som synes å være praksis i dag, til å vurdere om de ønsker å delta i emisjoner. Tiden fra kunngjøringen av emisjonen (i.e. børsmelding etter børs slutt) til tegningsperioden avsluttes, bør forlenges.
- Det bør gå minimum tre timer fra annonsering av emisjon og publisering av relevant materialet til emisjonen lukkes/bøkene stenges.

# Overgangsplan -mot netto null i 2050

Tine Fossland

Hans Thrane Nielsen

# Agenda



- Regelverk
- Informasjonsbehov blant aktører i finansmarkedet
- Implikasjoner av overgangsplaner – kostnader og aksjonærverdier
- Hva forventer KFI?



# Overgangsplan mot netto null i 2050

- Corporate Sustainability Reporting Standards (CSRD) og European sustainability reporting standards (ESRS) inntatt i norsk lov\*
- Krav om å utarbeide en plan for hvordan selskapet arbeider med omstillingen til netto nullutslipp i 2050 (ESRS E1), inkludert opplysningskrav knyttet til
  - Kvantifisering av investeringer og tilhørende finansiering for å gjennomføre planen
  - Forklaring av mål og planer (CapEX og OpEX) for å forene virksomheten med 1,5 graders målet og Parisavtalen
  - Integrering i strategi, finansiell planlegging og virksomhetsstyring

\*) ikrafttredelsestidspunkt for loven ikke vedtatt

# Finansielle implikasjoner og troverdighet



Er overgangsplanen en forpliktelse som skal innregnes i balansen?

Skal kjøp av CO<sub>2</sub> kvoter kostnadsføres?

Hvordan håndteres kraftkjøpsavtaler (PPA)?

We want to be net zero by 2050

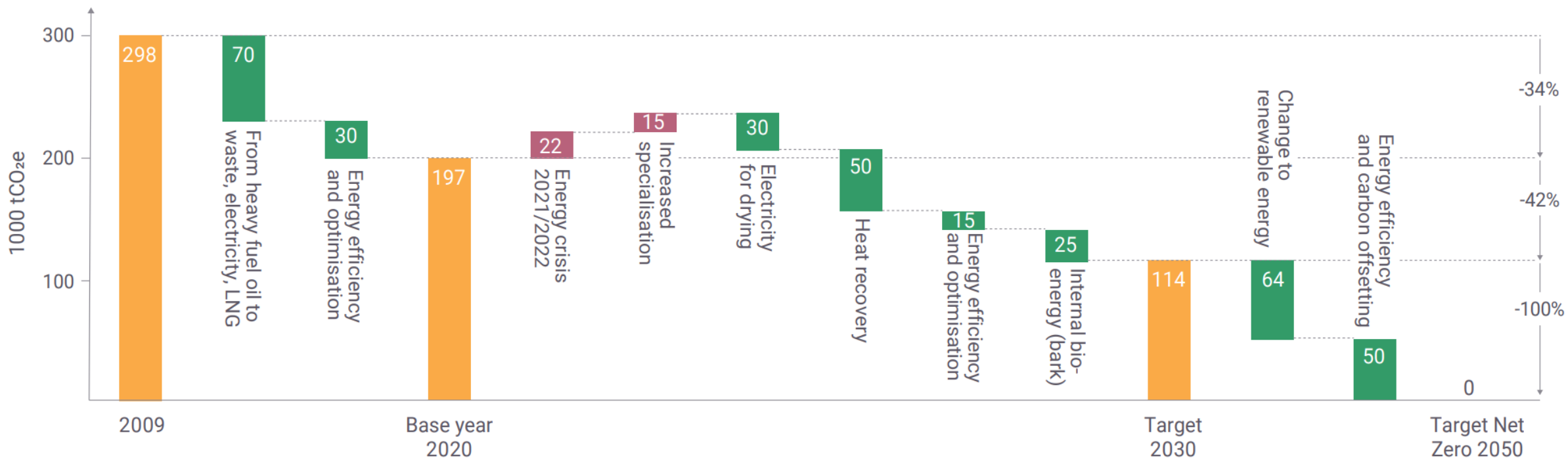
We plan to replace fossil fuels with fuel from renewable sources

Our goal is to reduce carbon emissions by 50% by 2030

# Eksempel på overgangsplan - Borregaard

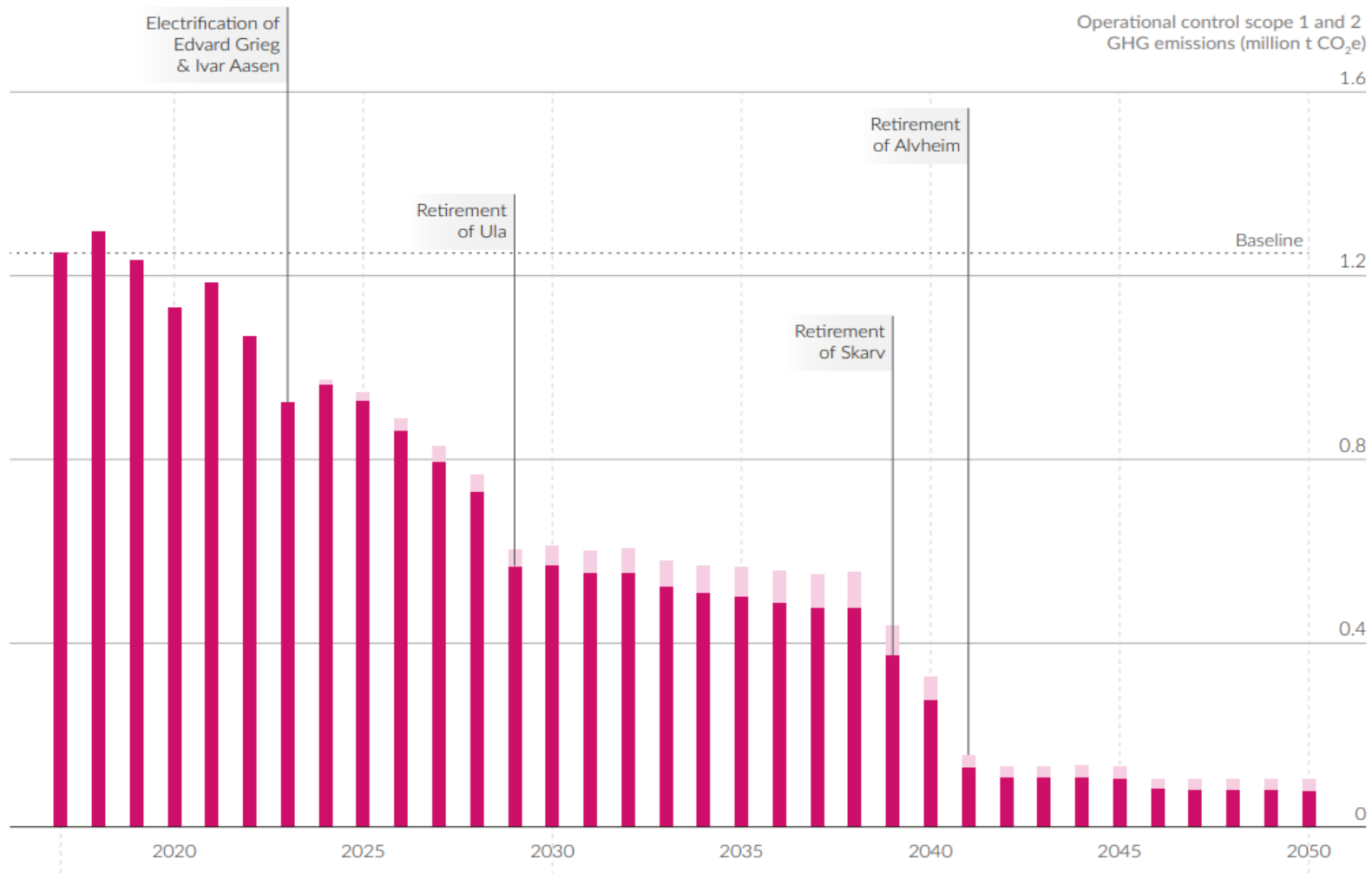


BORREGAARD'S TRANSITION PLAN TO CUT GHG EMISSIONS



Kilde: Boorregaard Green Financing Framework, June 2023; <https://www.borregaard.com/media/q5af4vs0/borregaard-green-financing-framework.pdf>

# Eksempel på overgangsplan - AkerBP



Kilde: AkerBP climate transition plan, June 2022; <https://akerbp.com/wp-content/uploads/2022/06/akerbp-climate-transition-plan-2023.pdf>





# KFI mener:

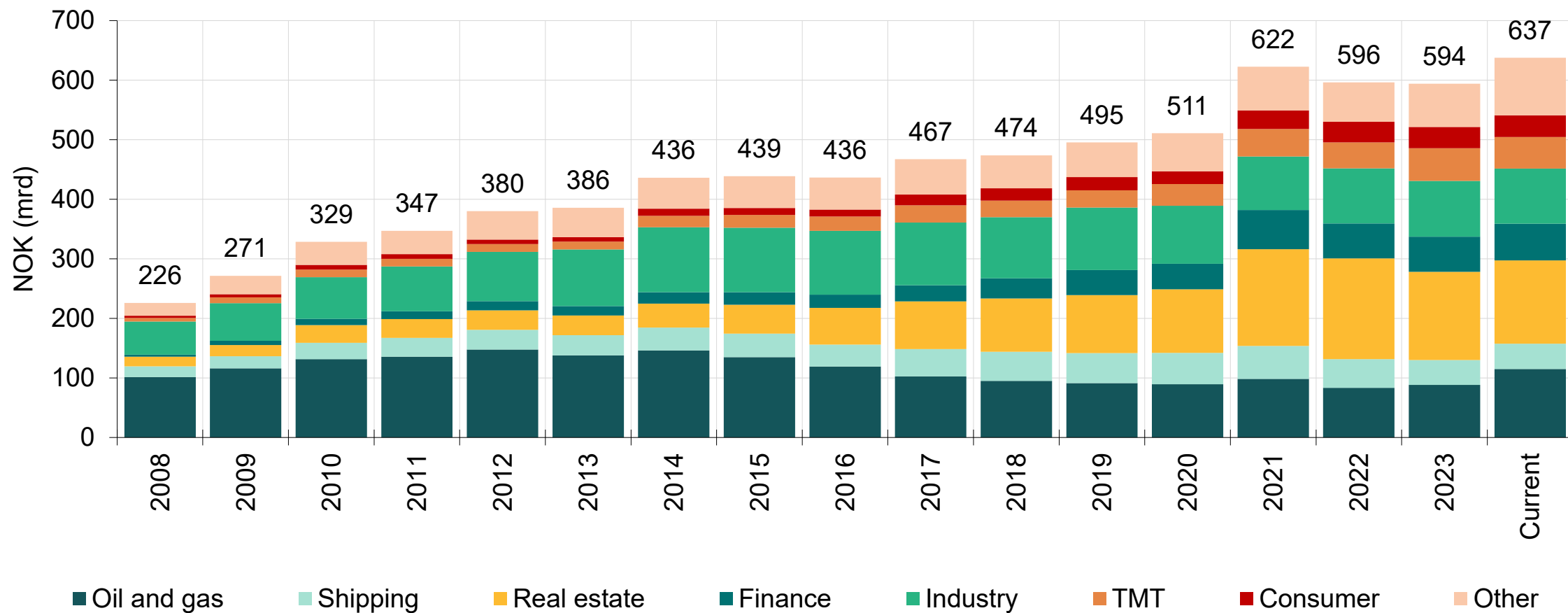
- Børsnoterte selskaper må offentliggjøre sine overgangsplaner så snart som mulig
- Kvantitativ informasjon er nødvendig for å vurdere konsekvens for verdsettelse
- KFI ønsker
  - Kontantstrømsestimater og tidfesting av disse
  - Informasjon om estimatusikkerhet
  - Regnskapsmessige implikasjoner
  - Henvisninger fra overgangsplan til regnskapsmessige vurderinger

# Obligasjonsmarkedet

Philippe Sissener

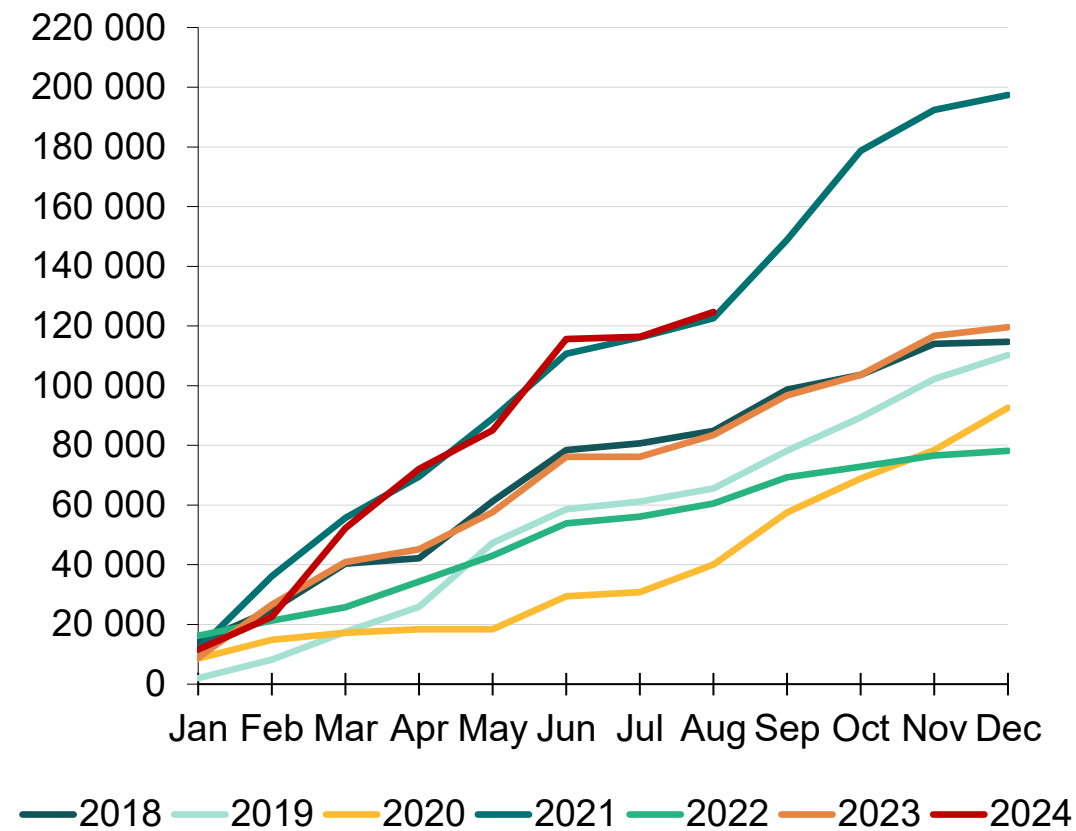
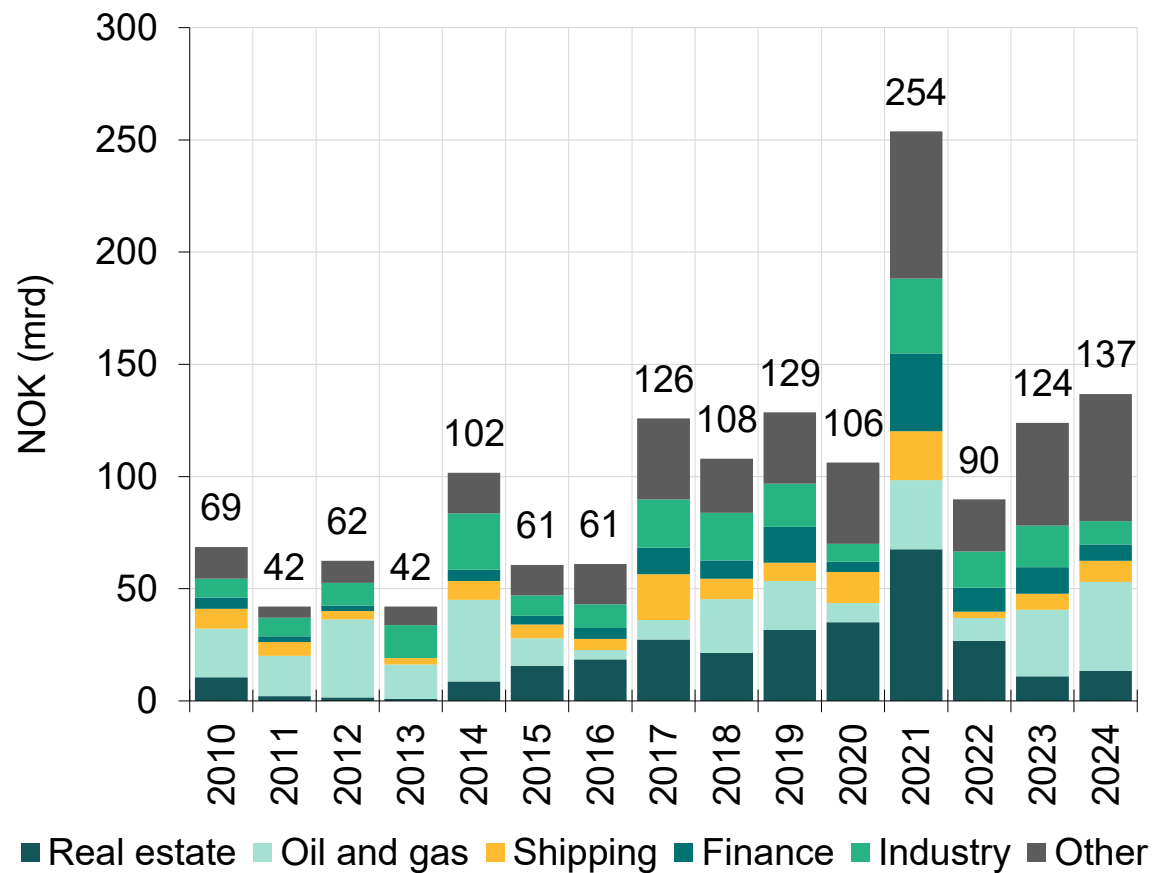
 Forening  
for finansfag

# Det nordiske høyrentemarkedet har opplevd sterk vekst



Kilde: DNB Markets, Nordic Trustee ASA, Sissener AS

# 2024 er så langt like aktivt som rekordåret 2021



Kilde: DNB Markets, Nordic Trustee ASA, Sissener AS

# Kredittmarkedet fokuserer på ulike forholdstall



	OVERORDNET		GJELDSBETJENINGSEVNE		NEDBETALINGSEVNE		
	FFO/DEBT (%)	DEBT/EBITDA (x)	FFO/Cash interest (x)	EBITDA/interest (x)	CFO/debt (%)	FOCF/debt (%)	DCF/debt (%)
Minimal	60+	< 1.5	> 13	> 15	> 50	40+	25+
Modest	45-60	1.5-2	9-13	10-15	35-50	25-40	15-25
Intermediate	30-45	2-3	6-9	6-10	25-35	15-25	10-15
Significant	20-30	3-4	4-6	3-6	15-25	10-15	5-10
Agressive	12-20	4-5	2-4	2-3	10-15	5-10	2-5
Highly Leveraged	< 12	5+	< 2	< 2	< 10	< 5	< 2
	Kontantstrøm etter renter og skatt, før arbeidskapitaljustering		Kontantstrøm etter renter og skatt, før arbeidskapitaljustering		Kontantstrøm etter renter	Kontantstrøm etter investeringer	Kontantstrøm etter utbytte og avdrag

Kilde: S&P, Sissener AS

# Mye rart man kan si om rating og ratingselskaper



- Generaliserer
  - Vanskelig å stadfeste risiko med en bokstav eller tre
  - Produkter pakkes sammen og får plutselig høyere rating
  - Enda større konsekvenser når det er snakk om syntetiske produkter
- MEN tilnærmingen til regnskap og forholdstall er gjennomarbeidet og bra
  - Tilbakejusterer justerte tall



# I et hav av dealer må man holde tungen rett i munnen

- Term Sheet, Investorpresentasjon, «Supporting slides» fra tilretteleggerne
  - Oppfinnsomme slides med selektiv informasjon
  - Optisk villedning
- Selskaper opererer med pro forma justert EBITblah....
  - EBITDA er et forslitt, meningsløst og villedende uttrykk
    - Hensyntar ikke kapitalintensivitet og gjeldsgrad
    - Kapitalisering av vedlikeholdsinvesteringer eller ikke
    - + + +
- Selskapene står fritt til å definere EBITDA selv og justere på ulike måter
- Covenants (løpende forpliktelser) blir stadig svakere i et stadig sterkere kredittmarked





# 1. Optisk villedning

- Utviklingen ser ikke bra ut i 2024 for det siste datterselskapet...
- Kan vi legge til 2025 med noen spreke forutsetninger?

## Evo, Lettbutikk, and PetXL – Strong market fundamentals

Invested - Ownership

	Description	Key highlights	Key financials
 <p>2021</p> <p><b>evo</b></p> <p>40.4%</p>	<p><b>Consumer Industry</b></p> <p>Evo is a fitness club chain operating in the premium compact segment with unmanned training centers with a low to mid range price point</p> <p><b>NOK 126m</b> Net Asset Value<sup>1</sup></p> <p><b>5%</b> Portfolio weight<sup>2</sup></p>	<p> Efficient, streamlined and scalable operating model currently operated by 20 employees, supported by in-house software</p> <p> ~63,000 members in Norway across 71 fitness centres – expected to reach 79 centres by YE'2024</p> <p> Strong growth following Karbon entry in 2021, with expected attractive growth going forward by monetizing on scalability</p>	<p>NOKm</p> <p>■ Revenue ■ EBITDA</p> <p>2021: Revenue 149, EBITDA 12 2022: Revenue 220, EBITDA 53 2023<sup>3</sup>: Revenue 256, EBITDA 62 2024E: Revenue 296, EBITDA 74</p>
 <p>2021</p> <p><b>Lettbutikk</b></p> <p>79.8%</p>	<p><b>Logistics Industry</b></p> <p>Lettbutikk is a 3PL and e-commerce fulfilment company solving key logistical problems in a growing market</p> <p><b>NOK 117m</b> Net Asset Value<sup>1</sup></p> <p><b>5%</b> Portfolio weight<sup>2</sup></p>	<p> #1 specialized e-commerce 3<sup>rd</sup> party logistics in Norway, offering both 3PL operations and 3PL freight (~55% of 2023 revenues)</p> <p> Last-mile freight aggregator with over 450 customers, accounting for ~45% of revenues in 2023</p> <p> EUR +42bn target market supported by strong market fundamentals for e-commerce and last-mile delivery</p>	<p>NOKm</p> <p>■ Revenue ■ EBITDA</p> <p>2021: Revenue 69, EBITDA -12 2022: Revenue 100, EBITDA -39 2023: Revenue 128, EBITDA -16 2024E: Revenue 177, EBITDA 3</p>
 <p>2019</p> <p><b>Pet XL</b></p> <p>53.2%</p>	<p><b>Consumer Industry</b></p> <p>PetXL is a pet concept with physical stores, online stores and veterinarians, offering a superior "one-stop-shop" concept with big-box locations</p> <p><b>NOK 100m</b> Net Asset Value<sup>1</sup></p> <p><b>4%</b> Portfolio weight<sup>2</sup></p>	<p> "One-stop-shop" concept with stores, clinics, grooming, and rehab, addressing a currently inefficient buying pattern for pet products</p> <p> Physical stores supported by a leading e-com platform for full omnichannel experience</p> <p> Growth has been rapid and is expected to continue in a historically countercyclical market with no clear market leader in Norway</p>	<p>NOKm</p> <p>■ Revenue ■ EBITDA</p> <p>2021: Revenue 190, EBITDA -12 2022: Revenue 259, EBITDA -73 2023: Revenue 354, EBITDA -98 2024: Revenue 425, EBITDA -43 2025E: Revenue 545, EBITDA 4</p>



Note: Forecasts are management estimates; 1) Please see page 31 for more information; 2) As a percentage of total gross Karbon portfolio (Karbon Invest and Karbon Equity)

June 5, 2024 | 26

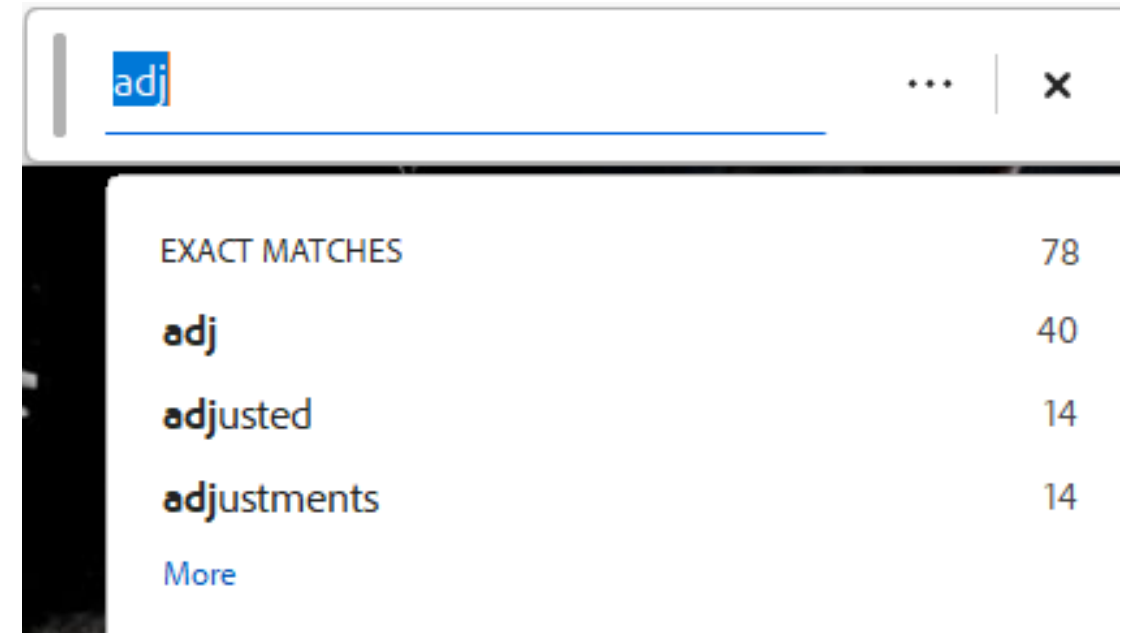
Kilde: Karbon Equity





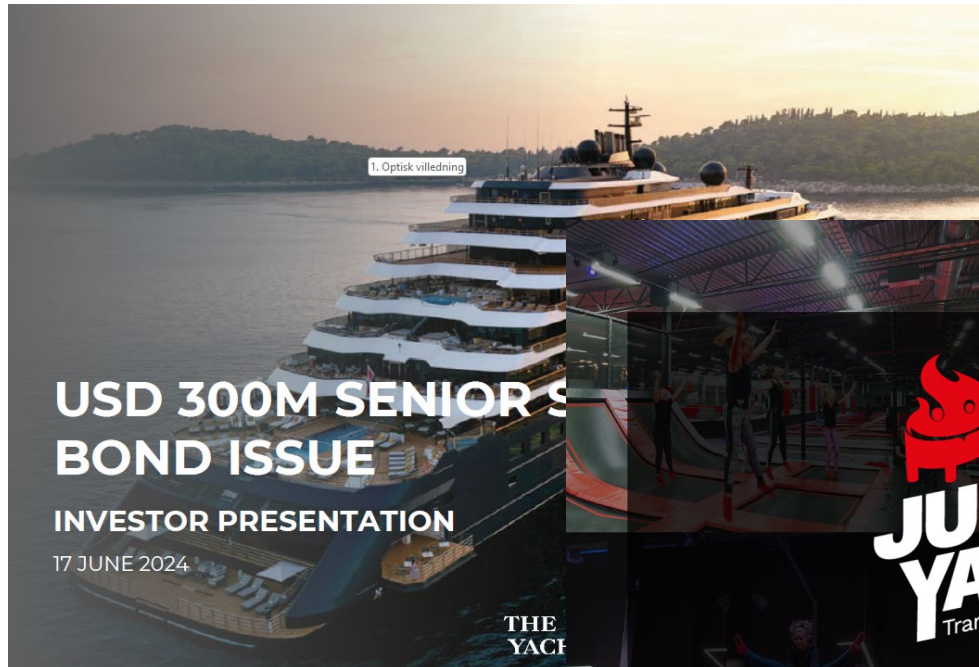
## 2. Utstrakt bruk av regnskapsjusteringer

- Det ser fortsatt ikke helt greit ut... Vi må justere litt til!!
  - CTRL+F: «Adj» fra noen av de seneste dealene
    - AIDER 18x
    - KARBON EQUITY 45x
    - MUTARES 28x
    - LIFEFIT 78x





### 3. Flotte produkter er ikke nødvendigvis kredittverdige



Kilde: Investorpresentasjoner



# Hvordan er dette mulig?

- DE SYV DØDSSYNDENE
  - Hovmod (inanis gloria eller superbia) – **Tidevannet løfter alle båter, mye medvind for høyrentefond**
  - Grådighet (avaritia) – **Jaget etter stadig høyere yield (og dermed lavere kvalitet)**
  - Utukt (luxuria) – **Investorer avviker fra strategi i gode tider**
  - Misunnelse (invidia) – **Sammenligner med andre fond som har oppnådd høyere avkastning**
  - Fråtseri (ventris ingluvies eller gula) – **For mye cash i fondene**
  - Vrede (ira) – **Styreledere som blir sinte på kritikerne**
  - Latskap (tristitia eller acedia) – **Mange dealer i markedet på en gang, investorer nedprioriterer dybdeanalyse**



# Selv om det er lett i dag, kan det snu i morgen

- Markedet er attraktivt for utsteder, men ikke ta noen snarveier når penger er lett tilgjengelig
- Vær tydelig, transparent og ærlig i forhold til
  - hva dere skal bruke pengene på
  - hvilke justeringer som er gjort i regnskapet og hvorfor
  - presentasjonsmaterialet forøvrig
- Husk at verden er i konstant endring
  - I dag kommer man unna med en del ting
  - Om 3-5 år skal lånene refinansieres og verden kan se annerledes ut

# Justerte resultater - en praktisk tilnærming

Peter Hermanrud

Onsdag 25. september 2024

# Justert resultat: Hva er innenfor, hva er ikke? Skal her vise hva jeg justerer for, og hvorfor



## FINANSIELL RAPPORTERING

# Får professorslakt etter resultatpynting

**ENERGI:** Siden 2018 har Elmera jekket opp resultatet i 22 av 25 kvartaler: – Påfallende, sier NHH-professor Finn Kinserdal.

■ **MAGNUS FJELLDAAL**

– Hvis det skjer i neste kvart, er det kanskje ikke en engangsfaktor, sier NHH-professor Finn Kinserdal i et intervju.

Det er populært for berømte selskaper å justere regnskapstall med alternative måttall høyt opp i kvartalsrapportene. Begrunnelsen er at de skal representere den underliggende driften på en mer korrekt måte, men høydejusteringer har vært et selskapes pyntetallene alle at de fremstår bedre enn de egentlig er.

Stremøkket Elmera, som tidligere het Fjernkraft, var bruk av slike grep.

– Elmera har i alle sine regnskaprapporter med en gangen faktor de mener ikke er en del av ordinær drift, sier Kinserdal.

**Pynter regnskapet**  
En gjennomgang Finansavisen har gjort viser at Elmera konsekvent har justert den underliggende driften.

**De har justert sitt driftsresultat for renter og skatt (EBIT) 22 av 25 ganger til det bedre siden de ble børsnotert i 2018.**

Selskapet, som byttet navn i april 2022, har fått kraft på børs siden toppnoteringen i 2020 og var lenge sterkt liket blant norske investorer og anleggsgivere. I 2020 toppet aksjen på 86,20 kroner, mens kursen nå står i 32,50 kroner.

I tredje kvartal 2021 hadde de en EBIT på 174 millioner kroner, men justerte opp hele 88,8 millioner. I andre kvartal i fjor på 106,5 millioner kroner, men en deling av det opprinnelige tallet begynte tallet.

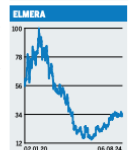
**Justerer vekk oppkjøp**  
Til sammen har selskapet justert seg til et forbedret resultat på 138 millioner kroner siden børsnoteringen, en differanse på over 18 prosent fra den faktiske EBIT.

Men det virker også som det er en inflasjon i justeringer mer i selskapet. Differansen har bare økt de senere årene. Siden 2022 har selskapet justert seg til en samlet EBIT på 118 millioner kroner mot 80 millioner, en økning på over 30 prosent.

Elmera holder også anerkjenninger av oppkjøp og kostnader, men i rekke selskaper gjør også det samme som dem, men kalles det

### OVERSIKT OVER JUSTERINGER

QNR by	Justert EBIT	EBIT
1 kvartal 2024	229,8	191,4
2 kvartal 2024	156,8	146,6
3 kvartal 2024	53,1	25,8
4 kvartal 2023	195,5	44,1
1 kvartal 2023	329,8	142,7
2 kvartal 2023	275	18,1
3 kvartal 2023	121,0	71,7
4 kvartal 2022	121,1	81,4
1 kvartal 2022	166,4	154,5
2 kvartal 2022	140,8	146,2
3 kvartal 2022	88,8	37,4
4 kvartal 2021	141	128,1
1 kvartal 2021	215,3	111,6
2 kvartal 2021	357	105,1
3 kvartal 2021	79,8	56,6
4 kvartal 2020	149,7	11,1
1 kvartal 2020	237,6	231,4
2 kvartal 2020	147	126,5
3 kvartal 2020	43,0	42,5
4 kvartal 2019	98,4	34,7
1 kvartal 2019	191,9	119,9
2 kvartal 2019	371	91,7
3 kvartal 2018	58,3	34,5
4 kvartal 2018	78,0	71,1
1 kvartal 2018	145,6	129,6
<b>Sum</b>	<b>3243,3</b>	<b>271,4</b>



**ELMERA**

intendører for driftsresultatet for renter, skatt og amortiseringer (EBITDA).

**Det neste året har selskapet beholdt over 120 millioner kroner utenfor justert EBIT når de gjør anerkjenninger av oppkjøp, sier NHH-professor Finn Kinserdal systemet er veldig spekulativt.**

– Jeg har aldri sett før at avskrivninger fra oppkjøp av immaterielle eiendommer trekkes og bedrer det justerte resultatet, sier han.

**Slaktes av professor**  
– Utgangspunktet er jeg positiv til at selskapene gjør et rettet og edruelig forsøk på å vise resultatet rentet for usannsynlige og spesielle inntekter og kostnader, men Elmera sitt tilfelle er det mer vilberede enn vilberede.



Har jekket opp resultatet med 538 millioner

– Dessverre har det nemlig blitt så å si justert resultatet har blitt EBITDA. – Forrige before the bad stuff. Elmera er heller ikke et unntak. Det er påfallende at de justerte resultatene til Elmera nesten alltid har vært bedre enn det offisielle resultatet.

Kinserdal påpeker også at selskapet ikke er lenge om å justere, og at praksisen fikk til å være etter reglene i regnskaprapporteringen.

– Elmera er ikke alene om å justere regnskapstall. Det ekolo-derte eller er IPIS (Internasjonalt regnskapstall) for feil bruk av ekstranordiske poster, fordi selskapene mikrobruk den klassifiseringen. Både vanlige og unvanlige poster ble dermed tatt med i driftsresultatet.

– Da begynte det å dukke opp spesielle poster: engangsposter eller lignende som en egen linje i drift, selv om det egentlig ikke er tilfelle. Mange selskaper rapporterer også justert resultat utenfor det offisielle regnskapet sånn at de slipper å rangle med revisor.

**Overhode ikke enig**  
Selskapet selv mener de har rett på sin side og finansdirektør Henning Nordalun er overhode ikke enig med NHH-professorens uttalelser.

– Vi justerer for å gi investo-



– De inkluderer justert og ikke justert EBIT og EBITDA (driftsresultat for av- og nedskrivninger, renter og skatt). De brukes i ikke EBITA. Elmera legger frem sine andre kvartalsrapporter 14. august.

**FÅ SA ØRNE FLAGGER:** Finn, dr. Henning Nordalun er NHH-professor for deres uttalelser om justeringer og pynting av regnskapet.



**SLUTTER:** Elbilslaget på børs er markert med fall og det har kommet flere priskutt på de siste månedene.

## Salgsstup av elbiler etter subsidieutt

**BIL:** Det største bilmarkedet i Europa opplever et stort fall i salget av elbiler etter at myndighetene stoppet subsidier i slutten av 2023.

**JANSEN HANSEN/REX USA/SHUTTERSTOCK**  
I slutten av 2023 måtte Tyskland kutte sine subsidier til elbiler for å unngå for store underskudd i statsbudsjettet. I juli falt salget av elbiler med 36,8 prosent mot samme måned i fjor. Juli-fallet er det største årlige fallet siden subsidier ble fjernet.

Til sammenlikning steg salget av biler med bensinmotorer med 0,1 prosent og salget av biler med dieselmotorer steg med 1,4 prosent mot fjoråret samme måned. Ifølge tall fra Tysklands fedrale transportmyndigheter økte det gjennomsnittlige CO2-utslippet ved nyregistrerte biler med 7,2 prosent.

**Tesla fall**  
I juli solgte Tesla nesten 2.500 biler i Tyskland, noe som tilsvarte en nedgang på 30,7 prosent målt mot juli i fjor. Antall solgte biler fra januar til juli i år viser et fall i salget på hele 41,1 prosent mot den samme perioden i 2023, dette kommer tross priskutt på flere av modellene.

Sil langti år har salget av Audi-biler falt med 15 prosent.

## Musk med nytt OpenAI-søksmål

**TEKNOLOGI:** Elon Musk har sendt inn et nytt søksmål mot OpenAI, selskapet bak ChatGPT, to måneder etter at han trakk tilbake et tidligere søksmål.

**Var med i 2015**  
Tesla og Elon Musk var med på å starte OpenAI i 2015, sammen med Altman, Greg Brockman og flere andre investorer, men falt



**SLUTTER:** Elbilslaget på børs er markert med fall og det har kommet flere priskutt på de siste månedene.

## Salgsstup av elbiler etter subsidieutt

**BIL:** Det største bilmarkedet i Europa opplever et stort fall i salget av elbiler etter at myndighetene stoppet subsidier i slutten av 2023.

**JANSEN HANSEN/REX USA/SHUTTERSTOCK**  
I slutten av 2023 måtte Tyskland kutte sine subsidier til elbiler for å unngå for store underskudd i statsbudsjettet. I juli falt salget av elbiler med 36,8 prosent mot samme måned i fjor. Juli-fallet er det største årlige fallet siden subsidier ble fjernet.

Til sammenlikning steg salget av biler med bensinmotorer med 0,1 prosent og salget av biler med dieselmotorer steg med 1,4 prosent mot fjoråret samme måned. Ifølge tall fra Tysklands fedrale transportmyndigheter økte det gjennomsnittlige CO2-utslippet ved nyregistrerte biler med 7,2 prosent.

**Tesla fall**  
I juli solgte Tesla nesten 2.500 biler i Tyskland, noe som tilsvarte en nedgang på 30,7 prosent målt mot juli i fjor. Antall solgte biler fra januar til juli i år viser et fall i salget på hele 41,1 prosent mot den samme perioden i 2023, dette kommer tross priskutt på flere av modellene.

Sil langti år har salget av Audi-biler falt med 15 prosent.

## Musk med nytt OpenAI-søksmål

**TEKNOLOGI:** Elon Musk har sendt inn et nytt søksmål mot OpenAI, selskapet bak ChatGPT, to måneder etter at han trakk tilbake et tidligere søksmål.

**Var med i 2015**  
Tesla og Elon Musk var med på å starte OpenAI i 2015, sammen med Altman, Greg Brockman og flere andre investorer, men falt

Note: Peter Hermanrud eier aksjer i Elmera



# Hvorfor og hvordan justerer jeg resultatet?

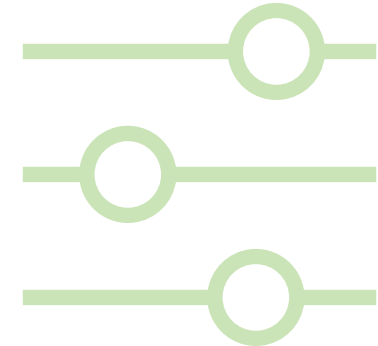
1: Finne et resultat som er representativt for fremtidig cash flow (og inntjening):

'Finne et tall vi kan ha P/E på'

Finne underliggende cash flow

Finne et resultat som er sammenlignbart mellom selskaper

Uavhengig av selskapets rapportering/analytikerpraksis



2: Jeg juster da for følgende:

Inntekter/kostnader som ikke forventes å gjenta seg

Poster der regnskapsreglene gir et misvisende bilde

Gjelden til Eksportfinans ble borte da markedet fryktet konkurs

Kan glatte enkelte poster som inntreffer jevnlig, men 'lumpy'



# Hva justerer jeg for?



Salgsgevinster/tap

Valutagevinster/tap

Finner slike poster både i finans og i 'other income and expenses'

Andre store poster av åpenbar engangskarakter

Ekstreme 'legal costs', Covid-refusjon, 'Earn Out' og reversering av disse

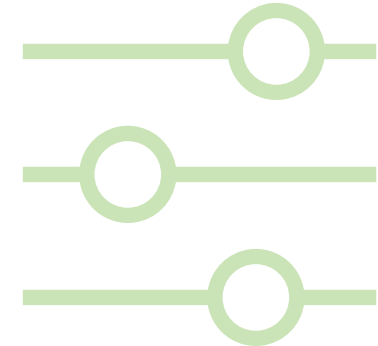
Husk: Vanskeligere å finne gevinstene enn tapene

PPA amortisering

Forskjell betaling av husleie og IFRS16 - leie

Normalisering finans

Normalisering skatt







# Hvordan jeg justerer

## PPA Amortisering (Av allokerte merverdier etter oppkjøp)

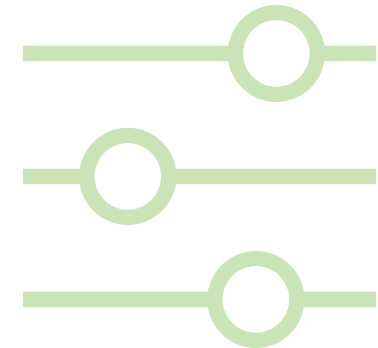
Ved oppkjøp allokeres merverdier til kundeporteføljer, merkenavn, patenter og goodwill

Regnskapsmessig logisk

Men når to selskaper sammenlignes, bør man behandle samme type kostnader på samme måte – og internt genererte merverdier amortiseres ikke

Dersom forretningsmodell er å kjøpe kunder og så melke de, vil det være feil å justere bort amortiseringen

Praktisk: Om selskapet har nok aktivitet til at kundemasse bevares, ser jeg bort fra PPA.





# Hvordan jeg justerer

## IFRS 16

Justerer bort IFRS 16-effekt på avskrivninger og renter

Erstatter i stedet med betalt husleie

Noe effekt av at noe husleie er driftskostnad også under IFRS 16

Justerer ikke for IFRS-16 på leasing av Fixed Assets

## Normalisering finans og skatt

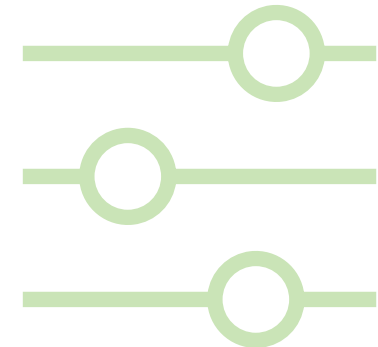
Valutagevinster og -tap fjernes. Sjekk at null i perioder der valutakurser er stabile

Husk noen selskaper har vesentlige finanskostnader utover renter, systematisk.

Regner skatt som ville opåstått om justert resultat var rapåportert.

For selskaper med vesentlig unormal skattesats legger jeg til grunn en langsiktig skattesats.

Glatter av og til litt mellom kvartaler på finans, skatt og annet, og sjekker sum over tid





# Mange selskaper justerer bort for mye



Amortisering av aktivert software skal ikke justeres bort!

- Software er en kostnad – enten må det kostnadsføres, eller investeringen amortiseres
- Mange bruker 'justert EBITA' som resultat. De tar da ikke bare bort PPA, men også amortisering av software



Opsjonskostnader

- Åpenbart en kostnad
- Men jeg finner heller nåverdi ved utstedelse, og glatter for å finne en omtrentlig underliggende kostnad (når store tall)



'Recurring one-offs',

- Eksempel kostnader ved å rekruttere ledende ansatte (Dustin)



Restruktureringskostnader? Integrasjonskostnader ved M&A?

- Man dytter i snitt for mye inn på slike linjer.
- Er dette engangs eller gjentakende?
- Husk reversering av disse!

# EPS er mer representativ for fremtidig cash flow enn FCF Yield\*. Bruk EPS og P/E, ikke bruk FCF Yield!



\*Unntak: Avviklingsscenarier og ekstreme sykliske peaker, men da FCF/EV

Husk: non cash kostnader finnes nesten ikke!



# Hvorfor P/E og ikke EV/EBIT(DA)?

Teoretisk er EV/EBIT et bedre verdsettelseskriterium enn P/E

Selskaper med høy gjeldsgrad fortjener lavere P/E og krever høyere FCF yield

Men i praksis foretrekker jeg P/E

En del gjeld ligger gjemt i leverandørgjeld eller andre steder

Gjelden kan svinge mye mellom kvartaler, og innad i kvartalet, avh. av NWC mm.

Test: Er finanskostnadene er påfallende høye i forhold til gjelden analytikere opererer med?

Skatt er også en kostnad man bør ta hensyn til

Det er relevant for analysen om gjelden er dyr eller billig





# Appendix

# Andre poenger



Farlig når selskap oppgir justert resultat

Analytikere føler de må bruke disse tallene, selv om deler er ulogiske



Dustin: Rekrutterer CEO



Byggmax: Justert EBITA



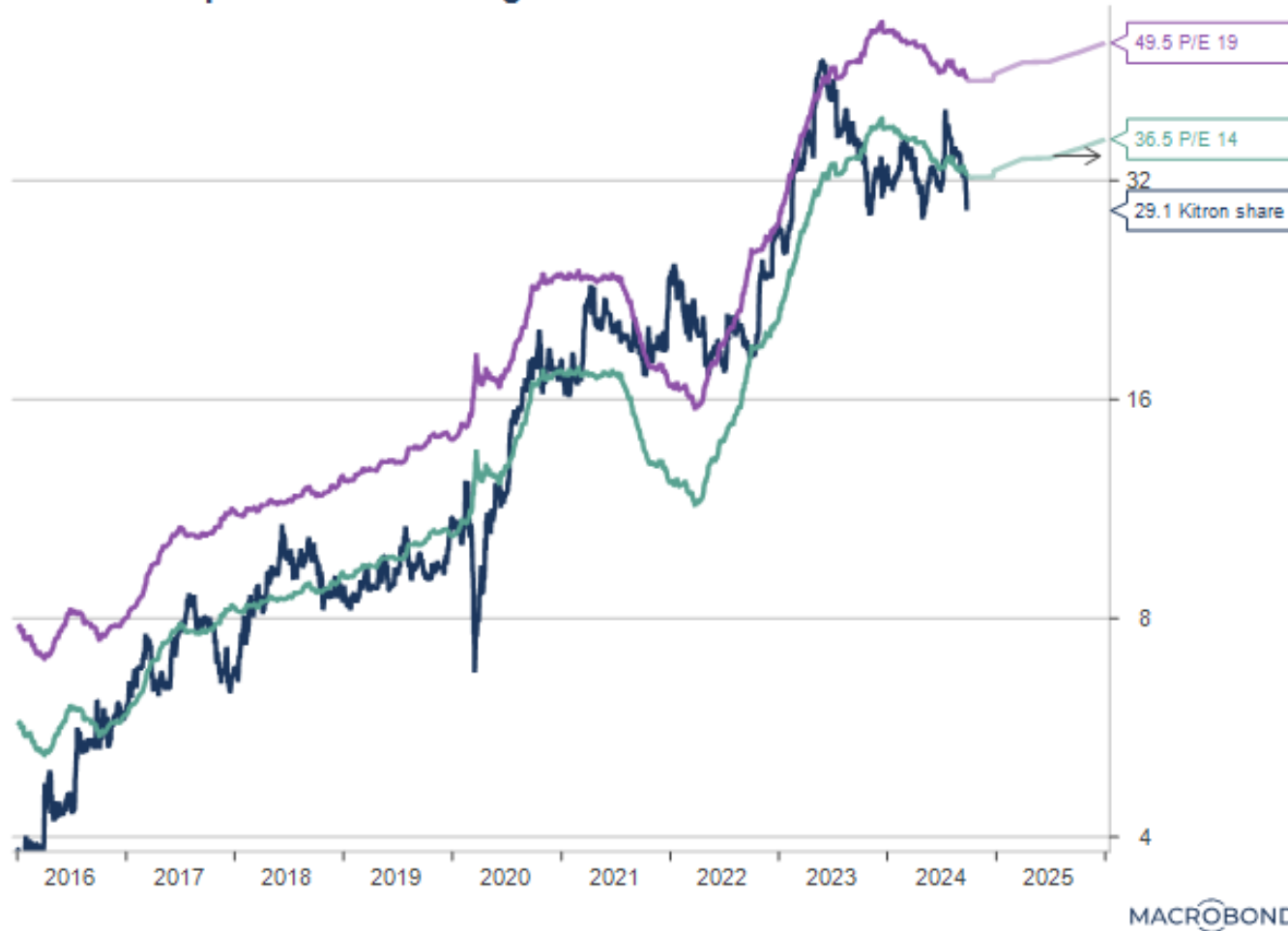
NHY: Enorm liste, og ekstremt store positive justeringer over tid





# Jeg bruker justert EPS f.eks. på denne måten

Kitron share price vs 12m trailing P/E band



*Særlig aktuelt med 'trailing' der det ikke finnes gode analytikerestimer*





# I tillegg bør man i prinsipp justere for

Renter som er forskjellig fra markedsrente pga. rentebinding eller valutasort

Burde i prinsipp justere for effekt av rentebinding. Det kan bety at det blir riktigere å bruke faktisk rentekostnad, ikke justert for gevinst/tap på swap

Gevinst /tap på løpende renter ved å låne i lavrente valutaer



# Forening for finansfag