

NFFs Komite for Finansiell Informasjon Uttalelse 2011

Peter Hermanrud, First Securities
Geir Bjørlo, Corporate Communications
Kim Evjenth, ABG Sundal Collier
Roar Hoff, DnB NOR
Bengt Kirkøen, First Securities
Ole Petter Kjerkreit, ABG Sundal Collier
Erik Mamelund, Ernst & Young
Teodor Sveen Nilsen, First Securities
Kjetil Rimstad, Ernst & Young
Henning Strøm, Hekarus

23.09.2011

Om Komite for Finansiell Informasjon (KFI)

- KFI har til formål å forbedre kvaliteten av selskapenes finansielle informasjon
- KFI er satt sammen av 9 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"

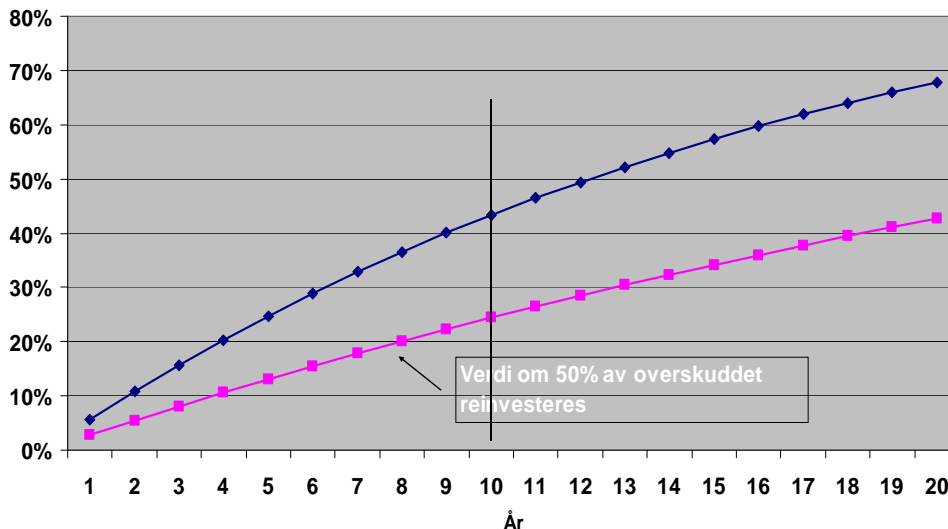
23.09.2011

Ser du etter en god langsiktig investering? Kjøp de som gjør gode investeringer

Over 75% av verdiene skapes om mer enn 10 år. Mesteparten fra investeringer som ikke er gjort ennå

Akkumulert andel av selskapets verdi som er opptjent

Fortsatt 2% vekst og 8% diskonteringsrente. Øverste linje forutsetter at overskuddet ikke reinvesteres



3

Det er ikke bare på lang sikt at investeringer er viktige

Investering i India: 8 mrd. Verdifall annonseringsdag: 19 mrd (26%)



4

Andre steder tror markedet oppkjøpene er innvannende

Snitt kursreaksjon i SDRL ved annonsering av oppkjøp: 3,3%



*) Seadrill gained 10% two days after the disclosure of the acquisition

Hvordan kan vi gjette hvem som gjør gode investeringer?

Det er lurt å starte med det de har levert hittil

- Har selskapenes største enkeltsatsinger vist seg å være innvannende for aksjonærene – på lang sikt?
 - Oppkjøp
 - Store enkeltinvesteringer
- Er selskapet lønnsomt i de segmentene de skal vokse videre?
 - Eks. Statoil, Telenor: Internasjonal satsing. Yara: Qatar
- Er selskapets utbyttepolicy tilpasset investeringsmulighetene?
 - Når de ikke eiernes krav bør de øke utbyttet, redusere investeringene
- Og selvfølgelig: Hva sier dette om ledelseskvaliteten?

Et slikt oppsett ønsker vi å kunne lage

- Skal vi kunne evaluere lønnsomheten av en satsing må vi kjenne investert beløp, cash flow underveis og vi må kunne anslå verdi i dag

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Terminal- verdi
Investeringer	-4,055	-5,036	-1,832	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
EBITDA	0	0	228	803	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
Netto kontantstrøm	-4,055	-5,036	-1,604	503	700	700	700	700	700	700	4,505
Avkastningskrav	11.1%										
Nåverdi	-5,217			5,051							

- IRR gir vesentlig bedre vurdering av avkastningen på enkeltinvesteringer enn ROCE. Årsak: etter mange år uten avkastning må du ha svært høy ROCE for å kompensere
- ROCE gir et godt bilde på segmentlønnsomhet når segment har mange investeringer

23.09.2011

Har vi nok info til å evaluere lønnsomheten av investeringer?

Her er de viktigste dataene vi må ha tilgang til:

- Lønnsomhet måles som avkastning på investert kapital
- Vi må vite
 - hvor mye kostet investeringen, både egenkapital og fremmedkapital. Spesielle forhold knyttet til disse?
 - Hva har cash flow vært i årene siden den intitielle investeringen? Resultat, investeringer, arbeidskapital, skatt.
 - Segmenter: Poengtere at vi må ha balansestørrelser
 - Hva er et rimelig anslag på verdiene i dag? Dette gjør vi selv, men må ha nøkkelinfo for å kunne beregne dette: Skatt. Balanse...
- Skal vi evaluere lønnsomheten av segmenter må vi ha tilgang til balansestørrelser for segmentet, ikke bare resultatet

23.09.2011

Her er en oppsummering av opplysningskravene i IFRS

Investering	Hjemmel for opplysningskrav	Opplysningskrav	Når segment?
Oppkjøp	IFRS 3 "Business Combinations"	<ul style="list-style-type: none"> •Kostpris og fordeling av kostpris på grupper av eiendeler •Pro-forma informasjon oppkjøpsåret •Årsaken til oppkjøpet og hvordan selskapet fikk kontroll over target 	Vesentlig Ulike økonomiske kjennetegn sammenholdt med eksisterende segment
Organisk – ny fabrikk	IAS 16 Property Plant & Equipment	<ul style="list-style-type: none"> •Avstemming av tilganger i året mot fjorårets balanse og balanse ved utangen av året 	Som over. Opplysninger gjøres tilgjengelige for ledelsen
Organisk – utviklingsprosjekt	IAS 38 Intangible Assets	<ul style="list-style-type: none"> •Avstemming av tilganger i året mot fjorårets balanse og balanse ved utangen av året •Tilleggsinformasjon omkring balanseført verdi og avskrivningstid for eiendeler som er vesentlige for selskapet 	Som over
Organisk – ny fabrikk leies på lang kontrakt	IAS 17 - leieavtaler	<ul style="list-style-type: none"> •Operasjonelle leasingavtaler krever opplysninger (aggregert) <ul style="list-style-type: none"> •Leie tidsfordelt •Generell beskrivelse 	Som over

Ikke tilstrekkelig informasjon dersom investering ikke er i eget segment?

Investering	Hjemmel for opplysningskrav	Opplysningskrav	Hva savnes?
Oppkjøp	IFRS 3 "Business Combinations"	<ul style="list-style-type: none"> •Kostpris og fordeling av kostpris på grupper av eiendeler •Pro-forma informasjon oppkjøpsåret •Årsaken til oppkjøpet og hvordan selskapet fikk kontroll over target 	•Får mye informasjon i investeringsåret, deretter kun aggregert informasjon i segmentet
Organisk – ny fabrikk	IAS 16 Property Plant & Equipment	<ul style="list-style-type: none"> •Avstemming av tilganger i året mot fjorårets balanse og balanse ved utangen av året 	Får ingen informasjon utover evt avskrivningsinformasjon
Organisk – utviklingsprosjekt	IAS 38 Intangible Assets	<ul style="list-style-type: none"> •Avstemming av tilganger i året mot fjorårets balanse og balanse ved utangen av året •Tilleggsinformasjon omkring balanseført verdi og avskrivningstid for eiendeler som er vesentlige for selskapet 	Får ingen informasjon utover evt avskrivningsinformasjon
Organisk – ny fabrikk leies på lang kontrakt	IAS 17 - leieavtaler	<ul style="list-style-type: none"> •Operasjonelle leasingavtaler krever opplysninger (aggregert) <ul style="list-style-type: none"> •Leie tidsfordelt •Generell beskrivelse 	NA

Størrelseskriterier

- Et driftssegment er rapporteringspliktig dersom det oppfyller ett av de følgende kvantitative grensene:
 - Rapporterte driftsinntekter overstiger 10 % (både eksternt og internt) av driftsinntektene til alle driftssegmentene
 - Det absolutte beløpet for driftssegmentet utgjør 10 % eller mer av det høyeste beløpet av:
 - Samlet overskudd fra driftssegmenter som ikke rapporterer underskudd, eller
 - Samlet underskudd fra driftssegmenter som rapporterer underskudd.
 - Driftssegmentets eiendeler utgjør 10 % eller mer av alle driftssegmentenes eiendeler.
 - Kan likevel være rapporteringspliktig selv om størrelseskriteriene ikke er oppnådd dersom ledelsen antar at informasjonen er nyttig for brukerne.
-

Hva skal presenteres (hovedpunkter)

- Informasjon om segmentene, produkter, grunnlaget for sammensetning
 - Skal presentere resultat og samlede eiendeler for hvert enkelt rapporteringspliktig segment
 - Forpliktelser rapporteres dersom dette innberettes regelmessig til ledelsen
 - Skal i tillegg presentere følgende dersom det inngår i målingen av segmentresultatet eller innberettes regelmessig til ledelsen
 - Driftsinntekter (internt og eksternt)
 - Renteinntekter og rentekostnader
 - Avskrivninger
 - Vesentlige inntekts og kostnadsposter som opplyses separat etter IAS 1.86
 - Resultatandeler resultatført etter egenkapitalmetoden
 - Skattekostnader/-inntekter
 - Andre vesentlige ikke-kontante kostnader enn avskrivning
-

SELSKAPSTEST

23.09.2011

Hvordan har vi jobbet?

- Vi har evaluert de viktigste ekspansjonsinvesteringene til de største selskapene. Utvalget av selskap er noe preget av komiteens kompetanseområder, men alle de 5 største er med
- 1-2 medlemmer har jobbet med hvert selskap
- Selskaper det er referert til, er på forhånd kjent med faktaene i uttalelsen og har hatt anledning til å uttale seg
- **KFI baserer seg på frivillig innsats av travle personer. Dette har dessuten vært forholdsvis krevende øvelser. Vi kan dessverre ikke utelukke at vi i enkelte oversikter har oversett tilgjengelig informasjon**
- Komiteens formann (PH) har ikke hatt ansvar for noe enkelt-selskap. Endelig rating av info er gjort av PH

23.09.2011

Vi har sjekket disse selskapene og investeringene

Selskap	Hovedvekstområder	Testet
Statoil	Oppkjøp internasjonalt	Marcellus, Spinnaker, Canada Oil Sand
Telenor	Oppkjøp internasjonalt	Sverige, Serbia, Pakistan
DnB NOR		DnB NORD
Yara	Oppkjøp. Organisk i Qatar	Qafco
SeaDrill	Oppkjøp, nybygg	Scorpion, enkeltrigger
Norsk Hydro	Vale	Vale, Qatalum
RCL	Nybygg. Et oppkjøp	Pullmantur
Storebrand		SPP
REC	Organisk – nye fabrikker	Singapore

23.09.2011

Hvorfor kommer noen selskaper dårligere ut enn andre?

- Har grov og uhensiktsmessig segmentinndeling
- Ønsker ikke åpenhet rundt lønnsomheten

- Men også:
- Store oppkjøp og investeringer danner ikke naturlige enkeltsegmenter
- Må ta hensyn til partnere i tilknyttede selskaper
- Forretningsmessige hensyn som hindrer offentliggjøring
- De evaluerte satsinger blir for små til å være enkeltsegment

23.09.2011

Her er dommen – hvor klarte vi å lage regnestykkene?

Selskap	Investering	Cash flow	Verdi i dag	Kommentar
Statoil	5	2	3	Capex, skatt. Små oppkjøp rel Statoil
Telenor	5	4	5	Skoleeksempel, mangler litt på skatt?
DnB NOR	5	4	5	Veldig bra, mangler litt på skatt
Yara	4	2	3	Lite info. Tilkn, avhengig av 75% eier
SeaDrill	5	4	5	Skoleeksempel
Norsk Hydro	5	3,5	2,5	Lite info om tilknyttet selskap. Partner's feil?
RCL	5	1	1	Ingen segmentinfo. Amerikansk standard
Storebrand	5	5	4	Kun småting mangler, vanskelig materie
REC	5	3	4	Arbeidskapital, capex og skatt

23.09.2011

Noen viktige observasjoner

- Segmentinndelingen er avgjørende for vår mulighet til å evaluere informasjonen. Et segment holder ikke.
- Vi mistenker i enkelte sammenhenger at lite lønnsomme investeringer blir skjult gjennom spredning på flere segmenter
- Segmentinformasjonen må inneholde viktige balansestørrelser og kapitalbinding (capex og arbeidskapital), ikke bare resultatet
- Generelt er det for lite informasjon om skatteregimer, særlig der disse avviker fra standard selskapsskatt
- Svært begrenset informasjon om tilknyttede selskaper, også der disse er av stor betydning for resultatet

23.09.2011

Dilbert er inne på de samme tankene (pkt 2 forrige slide)



23.09.2011

Statoil

- Spinnaker
 - Oljesand, Canada
 - Marcellus
-

Problemstilling og svar

- Er det mulig å
 1. Regne verdien av en oppkjøp i dag?
 - Vi har funnet:
 - Mulig å gjøre omtrentlige anslag for to av tre oppkjøp, ikke mulig for Spinnaker
 2. Regne avkastning på investert kapital (målt ved IRR eller ROI) av oppkjøp?
 - Vi har funnet:
 - Vanskelig å regne gi rimelige anslag for IRR og ROI da timing av oppfølgingsinvesteringer er vanskelig å anslå.
- For den oppkjøpte eiendelen forutsetter vi at vi trenger rapportering, eller meget sikre estimater for:
 - EBITDA
 - Skatt
 - Investering beløp initialt og tilleggsinvesteringer

23.09.2011

Score card

STATOIL – Oljesand Canada (USD 2 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Totalinvestering oppgitt
2) Cashflow underveis	2	Lite produksjon hittil. Rapporteres kvartalsvis Capex kjent for Canada, mulig å est. Oil sand
3) Exit verdi	3	Har reserveestimat. Anslag på prod Har ikke estimat over capex Ukjent rabatt på sand-olje vs. annen olje Ingen skatteinfo fra Statoil. Mulig å finne i Canada?
Sum	10	Memo: Fikk endel ny info ifm salg av 40%

Score card

STATOIL – Marcellus shale (USD 3 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	4,5	Totalinvestering oppgitt. -Skal dekke noe capex, timing her er ukjent
2) Cashflow underveis	1,5	Får rapportert kvartalsvis produksjon Kan anslå pris og kostnader Capex kun oppgitt for USA, hjelper ikke mye
3) Exit verdi	4	Har reserveestimat Indikert capex og opex pr brønn Mangler antall brønner, kan forutsette noe Savner decline rate Skatteregime ukjent
Sum	10	Uvanlig god informasjonspakke ifm kjøpet, men blir vanskelig å følge opp

Score card

STATOIL – Spinnaker (USD 3 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir kjøpesum
2) Cashflow underveis	1	Minimalt med informasjon
3) Exit verdi	1	Har initialt reserveestimat. Har solgt noe, vet ikke hva og for hvor mye Vet ikke hvor mye de har igjen Mangler capex og opex anslag Skatteregime
Sum	7	Ikke mulig å anslå lønnsomhet av investeringen

TELENOR

- Sverige
 - Serbia
 - Pakistan
-

Telenors rapportering av oppkjøpte enheter

- De fleste av de større oppkjøpene/ekspansjonsinvesteringene Telenor har foretatt relaterer seg til geografisk ekspansjon, og utgjør egne rapporteringssegment.
 - Segmentrapporteringene viser inntektsdrivere (kunder, inntekt per kunde per måned (ARPU), etc.), samt EBITDA, EBIT (inkl. også informasjon om merverdiavgiftsbetragninger) samt investeringer. Kostpris ved kjøp av selskaper oppgis ved oppkjøpstidspunkt, og totale "investeringer" også inkludert evt. tap på EBITDA samt investeringer (capex) finnes ut fra oppgitt informasjon.
 - Skattesats per land oppgis i årsrapporten, der denne avviker materielt fra selskapsskatten i Norge. Faktisk skattekostnad per enhet er ikke tilgjengelig i årsrapporter/kvartalsrapporter.
 - Utvikling i arbeidskapital per segment gis det ikke informasjon om, men denne ansees å være av mer underordnet betydning for lønnsomhetsvurderinger vedr. telekomsektoren grunnet generelt relativt lav binding av arbeidskapital.
-

Score card

Telenor – Sverige, Serbia, Pakistan (NOK 16+12+14 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir investering pr år.
2) Cashflow underveis	4	Rapporterer resultat pr land for alle sentrale investeringer Capex oppgis også pr land Skatteregime anslås for land der de avviker vesentlig fra Norge. Mangler faktisk skatt
3) Exit verdi	5	Har gode tall som basis for fremskrivninger God info om skatteforhold
Sum	14	Har god informasjon til å evaluere investeringene

DNBNOR

- DnB NORD
-

DnB NOR – Oppkjøp av NORDBANK i 2005 og 2010

- Oppkjøpsanalyse:
 - Oppkjøp: NOK 1.48 mrd for 51% (2005) + NOK 1.25 mrd for resterende 49% (2010) = NOK 2.72 mrd
 - Kapitaltilførsel: NOK 3.6 mrd fra 2006-2010
 - Total investering NOK 6,3 mrd. Inkludert alternativkostnad på kapital (10%) NOK 8.2 mrd
- DnB NOR har gitt detaljert info om investeringsforløpet samt essensielle balanseposter og P&L for NORDBANK
- En ulempe er at ikke effektiv skattekostnad og presis verdi av fremførbar skattefordel oppgis

Oppsummering av DnB NOR

- Tilstrekkelig informasjon om investering (8,2 mrd)
- **Mulig å finne informasjon om kapitaloverføring underveis (3,6 mrd fra 2006-2010)**
- **Ok informasjon til å lage egne anslag om verdien i dag**
 - Bra informasjon i resultatregnskapet inkludert lånetap for ulike land, rentenetto og hovedpunkter for balansen inkludert utlån, innskudd og bokført egenkapital
 - For lite informasjon om skattefordel av fremførbart underskudd

Score card

DnB NOR – DnB NORD (NOK 3 bn + 4 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir kjøpesum både første og andre gang
2) Cashflow underveis	4	God informasjon om resultater underveis Kjent kapitaltilførsel fra DnB til selskapet Savner mer skatteinformasjon
3) Exit verdi	4,5	Har bra historikk å basere resultat- estimerer på Viktigste balanseposter spesifiseres årlig Savner info om fremførbart underskudd
Sum	13,5	Har tilstrekkelig informasjon her

YARA

- Opplyser om investeringer og net income
 - Management følger opp performance på CROGI (cash return on gross investment – før skatt og liquid assets avkastning) på segmentnivå, men gir ikke denne på investeringsnivå
 - Segmenter avviker fra investeringer
- Vesentlige tilknyttede selskap
 - Qafco
 - Burrup (Australia)
 - Får informasjon omkring investert beløp, årets resultat etter skatt og bokførte verdier
 - Kan følge opp avkastning på investeringen
 - Mangler:
 - Informasjon omkring poster uten CF effekt

Qafco

- Gammel investering, men over 67% av bokførte verdier oppsto i forbindelse med ekspansjonsinvesteringer i 2006 og 2009
 - Yara investerer 25%, partner 75%
 - Viser bokført verdi av investeringen, lite annen info
 - Viser resultat etter skatt, ikke andre resultatstørrelser
 - Beregnet avkastning på "deemed cost"
 - Antar 2005 bokført verdi er kostpris og ser resultatene i forhold til denne kostprisen
 - Ekstremt bra lønnsomhet på hele Quafco, men vanskelig å vurdere margineffekten av de siste investeringene

Qafco	2005	2006	2007	2008	2009	2010
BF investering	1171	1875	2089	2075	3535	3573
Resultat etter skatt	803	793	787	1446	729	561
Avkastning på EK	69 %	42 %	38 %	70 %	21 %	16 %
Avkastning på "deemed cost" 2005	69 %	68 %	67 %	123 %	62 %	48 %

Burrops Australia 35%

- Investering foretatt i 2005
 - Har informasjon omkring resultat etter skatt og investert beløp
 - Har ikke fordeling mellom investering i aksjer og gjeld
 - Investeringen foretatt fra konsernselskap og kostpris aksjer ikke oppgitt
 - Idet oppgitt resultat er etter rentefradrag vil avkastning på investert beløp være undervurdert
 - Liten investering ift. Yaras størrelse, ikke vist i tabellene

Scorecard

Yara – Investeringer i Qafco (NOK 3 mrd nylig)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	4	Kjenner ikke investering på de første trinnene. Vanskelig å finne investeringer
2) Cashflow underveis	2	Rapporteres separat Får vite resultat etter skatt og egenkapital, lite annet. Krevende å følge med på utbytte og annen kontantstrøm til fra dette selskapet (dog kjent for sum tilknyttede selskap)
3) Exit verdi	3	Mulig å treffe bra ved å forutsette full kapasitetsutnyttelse, kostnader greie å estimere ut fra leverte resultater. Men har ikke resultatinfo som gjør det lett å kalibrere
Sum	9	Svært lite info, men avhengig av partner mht hva som gis av informasjon

SeaDrill

- Scorpion

Score card

SeaDrill – kjøp av riggene West Leo, Pegasus, Elara (usd 2bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Totalinvestering oppgitt
2) Cashflow underveis	4	Oppgir ikke nøyaktig EBITDA pr rigg Men kjent rate pr. rigg, kjent OPEX Kjenner igjen samlet estimat
3) Exit verdi	5	Kjente rater, lett å anslå OPEX Noe usikkerhet rundt vedlikeholds- investeringer. Usikkerhet rundt skatt for enkeltrigger
Sum	14	Veldig lett tilgjengelig

Score card

SeaDrill – oppkjøp Scorpion (USD 1,2 mrd)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Totalinvestering oppgitt
2) Cashflow underveis	4	Oppgir ikke nøyaktig EBITDA pr rigg Men kjent rate pr. rigg, kjent OPEX Kjenner igjen samlet estimat
3) Exit verdi	5	Kjente rater, lett å anslå OPEX Vedlikeholdscapex over tid greit å anslå Lite skatt, så mindre utfordringer enn vanlig her
Sum	14	Veldig lett tilgjengelig

Statoil vs. Seadrill – Betydelige industriforskjeller

Statoil

- Vanskelig å estimere EBITDA per eiendel (felt)
- Vankelig å anta totale tilleggsinvesteringer
- Mindre likvide eiendeler med rimelig stor usikkerhet rundt markedsverdi av enkelte eiendeler

Seadrill

- Enkelt å estimere EBITDA per eiendel (rigg)
- Liten usikkerhet rundt tilleggsinvesteringer
- Relativt likvide eiendeler med godt kjente markedsverdier

Mulig å regne avkastning på kapitalen ved oppkjøp for Seadrill, vanskeligere å gjøre dette for Statoil. Forskjellen skyldes i stor grad industriforhold, ikke selskapsspesifikke forhold

NORSK HYDRO

Hydro

- Vale investeringen i 2011
 - Vederlag om lag 26 mrd NOK, fordelt på USD 1.080 mill og 447 mill aksjer (22% av utestående aksjer)
 - Put / call avtale på resterende 40% av aksjene i tilhørende selskap
 - Engangsinntekt på over 4 mrd NOK knyttet til revaluering av Alunorte og CAP hvor Hydro fikk kontroll ifm oppkjøpet
 - Informasjonsmemorandum som gir tilleggsinformasjon
 - Ikke eget segment i 2011
 - Endrer segmentinndeling ifm oppkjøpet, men det segmentet omfatter også eksisterende annen virksomhet
 - Primary Metal
 - Bauxite & Alumina (Vale)
 - Mangler
 - Segmentrapportering vil ikke kun omfatte oppkjøpt virksomhet
 - Regnskapsførte verdier vil være høyere enn kostpris som følge av revaluering av tidligere eierandeler (skyldes IFRS standarden)
 - Avkastning på sysselsatt kapital vil således være lavere enn avkastning på investert beløp, jfr bla revalueringsevinsten

Hydro – Qatar Aluminium Ltd (Qatalum)

- Qatalum (50% eiet)
 - Felles Kontroll, investert 6 mrd siste 2 år, ca 8,5 mrd totalt bokført, ca 11 investert
 - Opplyst om Total Assets, Non-current Assets, Investments (2009 og 2010) i segmentnoten
 - Ingen informasjon om gjelden i selskapet
 - Segmentinformasjon geografisk fordelt, men ikke revenues og net income
 - Note 26 – FKV note
 - Ikke opplyst om revenues, men andel av net loss (tap på 0,5 mrd pga oppstart)
 - angir ikke evt impairment losses (men får opplyst at de er 0)
 - Gir opplysninger om totale inntekter fra felleskontrollert virksomhet, men ikke inntekter pr felles kontrollert virksomhet
 - Regnskapsfører Qatalum etter egenkapitalmetoden og ikke brutto konsolidering
 - Innebærer en linjes konsolidering hvor kun resultatet etter skatt fra Qatalum inngår i resultat og netto investering inngår i balansen til Hydro
 - Resultatet inkludert i EBIT
 - **8 mrd investert (antas å være netto investert beløp – er gjeld trukket fra?)**
 - Kan således estimere avkastning for EK etter skatt (ikke for totalkapitalen)
- Lite andre investeringer (Qatar utgjør ca 50% av årlige investeringer)

Scorecard

Norsk Hydro – oppkjøp i Vale (ca 30 mrd)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	4,5	Noe komplisert struktur, et par usikkerhetsmomenter men bra info
2) Cashflow underveis	4	Vil ikke bli et eget segment, men det aller meste vil inngå i Bauxite & Alumina som blir eget segment. Lite virksomhet her fra før For tidlig å evaluere skikkelig
3) Exit verdi	3	Bra informasjon, men den kom svært seint til markedet. Gjenstår å se hvor bra dette blir
Sum	11,5	Får antagelig bra mulighet til å følge opp, men vanskelig å dømme ennå

Scorecard

Norsk Hydro – Investeringer i Qatalum(NOK 11 mrd)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Bra informasjon om investeringenes størrelse
2) Cashflow underveis	3	Rapporteres under "felleskontrollert virksomhet" Blandet sammen med andre virksomheter, men disse er små Grei rapportering av balansestørrelser og capex, men knapt noen av resultatstørrelser
3) Exit verdi	2	Lite å bygge på her fordi vi ikke har løpende resultatrapportering. Kjenner ikke gasskostnad, en avgjørende forutsetning
Sum	10	

RCL

RCL – acquisition of Pullmantur (EUR 0,7 bn)

- Purchase of Pullmantur S.A., a Madrid-based cruise and tour operator, formed in 1971 and largest cruise operator in Spain controlling five ships (and tour ops. and small air business)
- RCL's first wholly-owned European brand with 2,600 employees.
- Rationale: "Pullmantur offers a terrific strategic opportunity for Royal Caribbean to further grow our presence in the European and Latin American markets in a major and tangible way"
- Financial expectations: "Royal Caribbean expects this acquisition to be neutral to marginally accretive to 2007 earnings per share and accretive thereafter"

Very limited insight into Pullmantur following acquisition

- RCL reports only revenues by category (ticket and onboard spending)
- No geographical segment information, some directional information
- No brand information, some directional information
- 10K with very limited insight into Pullmantur
 - Goodwill review: "We performed our annual impairment review for goodwill during the fourth quarter of 2010. We determined the fair value of our two reporting units which include goodwill, Royal Caribbean International and Pullmantur, using a probability-weighted discounted cash flow model....Pullmantur's reporting unit's fair value exceeded its carrying value by 37% as of December 31, 2010."
- Key peer, CCL, in 2011 started reporting geographical performance

Score card

RCL – Pulmantur (USD 1 bn)

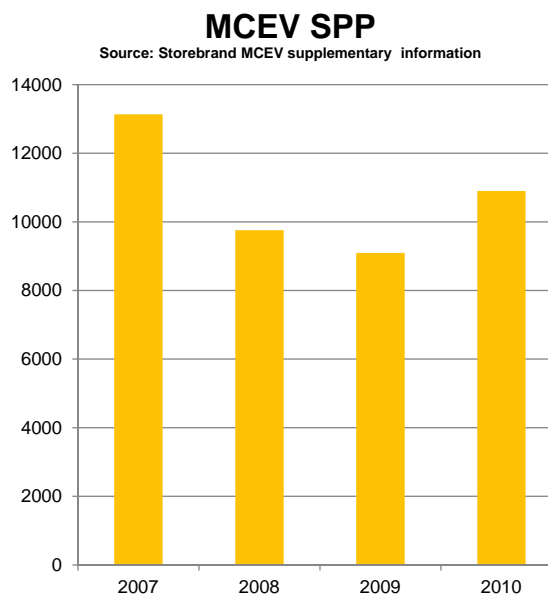
Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir kjøpesum fordelt på gjeld og EK
2) Cashflow underveis	1	Ingen informasjon om resultater underveis Ingen informasjon om kapital til / fra selskapet fra mor RCL har ingen segmenter. CCL har begynt å rapportere geografiske segmenter
3) Exit verdi	1	Har ingen informasjon ex. Info om billettpriser fra reisebyråer og lignende på nettet Anslår selv verdier for goodwill- formål men gir ingen dokumentasjon
Sum	7	Har ikke informasjon til å evaluere investeringen

STOREBRAND

- SPP

Storebrand – oppkjøpet av SPP i 2007

- Oppkjøpsanalyse:
 - MCEV* (2007) = 13,1 mrd + goodwill 0,7 mrd = 13,8 mrd
- MCEV (2010) = 10,9 mrd.
- 2,5 mrd nedskrivning i 2008
- Kontantoverføring til STB 409 millioner for 2010,
- Storebrand har gitt detaljert info om utviklingen i SPP, herunder beregninger av MCEV og utviklingen i verdidrivere
- Fordel at SPP er et eget selskap med egne regnskaper
- Mindre transparent hvor annonserte kostnadssynergier faktisk slår inn i regnskapet, f.eks relatert til kapitalforvaltning
 - Lavere kostnader i SPP?
 - Mindre økning av kostnadene i Storebrand Kapitalforvaltning?



*) Market Consistent Embedded Value

23.09.2011

Oppsummering Storebrand

- Tilstrekkelig informasjon om pris (13,6 mrd)
- **Mulig å finne informasjon om kapitaloverføring underveis (0,4 mrd ut i 2010)**
- **Bra informasjon for å lage egne anslag om verdien i dag**
 - Bra informasjon om overskuddsmodell, administrasjonsresultat og skatteregime
 - For lite informasjon om fordeling av bufferkapital på delporteføljer, noe som er viktig for verdsettelse og risikovurdering. I perioder der det må tilføres kapital (latent kapitaltilskott) er det behov for å ha mer informasjon om hvor stor del av delporteføljene som ikke har bufferkapital. Vi får en grov "guiding" fra selskapet.
 - Risikoresultatet har vært volatilt og vi har svært lite informasjon om hva som påvirker resultatet – ser ut til stadig å påvirkes av "engangseffekter". Ikke mulig å beregne. Meget kompleks materie, ikke lett å informere

Score card

Storebrand – SPP (NOK 14 mrd)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir kjøpesum
2) Cashflow underveis	5	God informasjon om resultater underveis Oppgir kapitaltilførsel til / fra selskapet Bra info om skatteregime
3) Exit verdi	4	Bra info om overskuddsmodell, admin- resultat og skatteregime Savner en del info rundt bufferkapital i enkeltporteføljer og muligens risikoresultat
Sum	14	Har god informasjon her, mye fordi det er et eget selskap med egne regnskaper

REC

- Singapore
-

RECs fabrikk i Singapore

- God informasjon om kapasitet, kostnadsutvikling og produksjonsvolumer
- Mangler informasjon om arbeidskapital og dermed et anslag for total sysselsatt kapital
- Vil bli mer oversiktlig når modulproduksjonen i Narvik stenges ned, slik at Singapore blir identisk med REC Solar. Når det gjelder historiske tall, må vi gjette hva som er henført til Singapore
- Vanskelig å avstemme info om enhetskostnader, volumer og ASP med regnskapet
- Avskrivninger / vedlikeholdsinvesteringer er estimert basert på avskrivningene til REC Solar

RECs fabrikk i Singapore

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Terminal-verdi
Investeringer	-4,055	-5,036	-1,832	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	
EBITDA	0	0	228	803	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	
Netto kontantstrøm	-4,055	-5,036	-1,604	503	700	700	700	700	700	700	5,234
Avkastningskrav	11.1%										
Nåverdi	-4,987			5,366							

Forutsetninger:

- Investeringen er anslått, basert på noter i regnskapet. Endring av rapporteringssegmenter gjør anslagene usikre
- EBITDA er basert på historiske tall, og anslag basert på underliggende nivå i Q3
- Forutsetter 300 årlig i vedlikeholdsinvesteringer, ingen ekspansjonsinvesteringer
- WACC basert på en egenkapitalkostnad på 13,8% (2,8% risikofri rente, 6% risikopremie, beta 1,8) og en gjeldskostnad på 6,5% og 30% skatt. EK-andel 33%
- Vi har gjettet at den skattefrie perioden utløper i 2017, og at det deretter påløper 17% skatt

Konklusjon: Nåverdien ved oppstart var -5,0 mrd, nåverdi i dag er 5,1 mrd. Nedskrivningen av Singaporeanlegget med 1.389 mill i Q2 synes mer enn berettiget

Score card

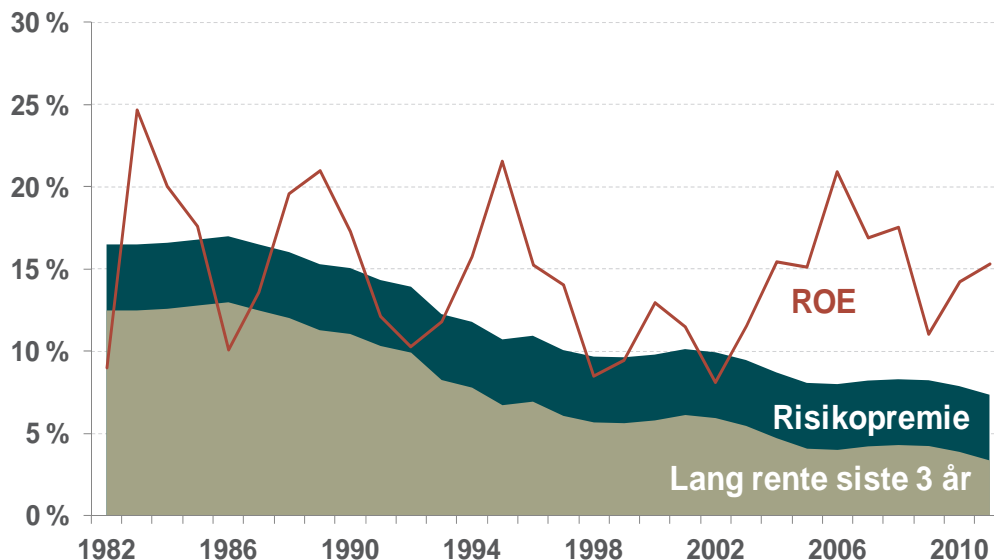
REC – Singapore (NOK 11 bn)

Kriterier	Karakter	Vurdering
1) Initiell investering	5	Oppgir investering pr år.
2) Cashflow underveis	3	Resultater slås sammen med REC Solar men kan estimeres sånn noenlunde Blir lettere tilgjengelig når Narvik stenges (?) Har ikke informasjon om arbeidskapital eller årlig balanse
3) Exit verdi	4	Vanskelig å avstemme info om enhetskostnader, volumer og ASP med regnskapet Ingen info om vedlikeholdsinvesteringer og avskrivninger men kan gjette
Sum	12	Har bra informasjon til å evaluere investeringen

AVSLUTNING

Selskapene på Oslo Børs er stadig mer lønnsomme

- Vise ROE vs rente og avkastningskrav

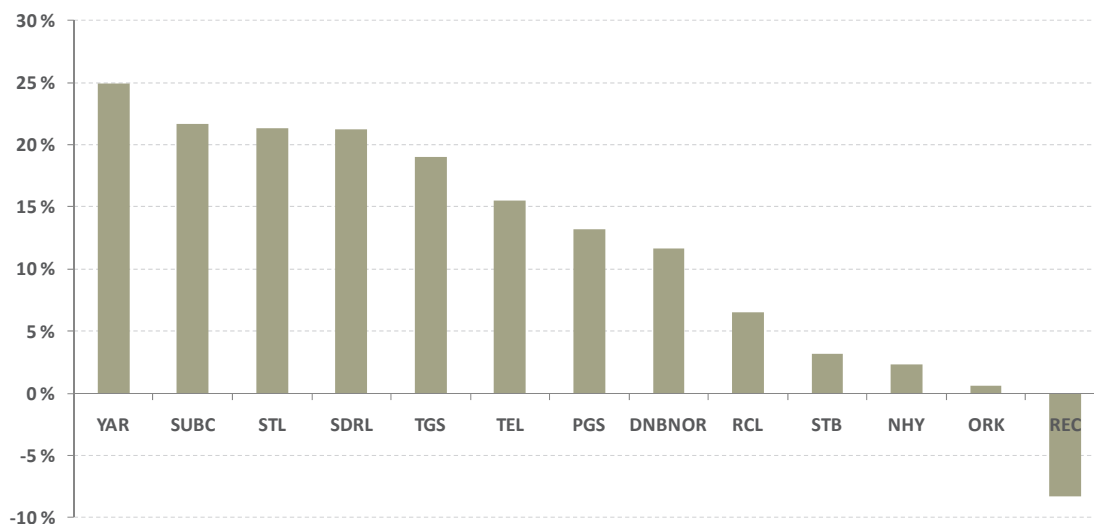


23.09.2011

Det gjelder også de selskapene vi har sett på i dette studiet

Her vises de 10 største aksjene i OSEBX samt 3 andre vi har sett på

ROE 2008-11 (geometric average)



23.09.2011

Men ikke de investeringene vi har sett på her

Avkastning på de investeringer vi har sett på (der vi har en formening)

- Internrente over avkastningskravet: 3 stk
- Internrente ca på avkastningskravet: 1 stk
- Internrente under avkastningskravet: 3 stk
- Negativ avkastning: 6 stk

23.09.2011

Hvorfor ser ikke de siste investeringene så bra ut

- Hva kan årsaken være?
 - Satsinger utenfor kjernen er mindre lønnsomt enn satsinger innenfor kjernen
 - Store oppkjøp er mindre lønnsomme enn små ekstrainvesteringer
 - Lav rente tvinger ned avkastning på nyinvesteringer
 - Oppkjøpene er nødvendige for å beskytte selskapet – positiv effekt på resten
 - Vårt utvalg av selskaper / oppkjøp er skjevt?
 - Det tar lang tid for en investering å bli skikkelig lønnsom
 - Ref Statoil i Azerbadjan
 - Men også mangel på eierstyring gjør at for mange storsatsinger slipper gjennom
- Kan svak lønnsomhet være årsaken til at det ofte er vanskelig å finne tallene vi trenger?

23.09.2011

IFRS 12 – informasjon om investeringer i DS, FKV og TS

- Standard trer i kraft 1.1.2013
 - IFRS selskap oppmuntres til å gi informasjon tidligere
- Vil gi mer relevant informasjon for
 - Datterselskap med vesentlige minoritetsinteresser
 - Felleskontrollert selskap
 - Tilknyttet selskap
- Nye krav er en respons på manglende transparens og manglende informasjon knyttet til identifisering av kontantstrømmer og estimering av verdier

Vil fremtiden gi oss mer informasjon?

Summarised financial information Material interests, nye note krav fra 1.1.2013	Subsidiaries with material NCI	Associates	Joint ventures
Current assets	New	New	✓
Non-current assets	New	New	✓
Current liabilities	New	New	✓
Non-current liabilities	New	New	✓
Revenue	New	✓	New
Profit or loss from continuing operations	New	New	New
Post-tax profit/loss from discontinued ops	✗	New	New
Other comprehensive income	✗	New	New
Total comprehensive income	New	New	New

SLUTT

23.09.2011