

# Å bestemme utbytte er eierstyring

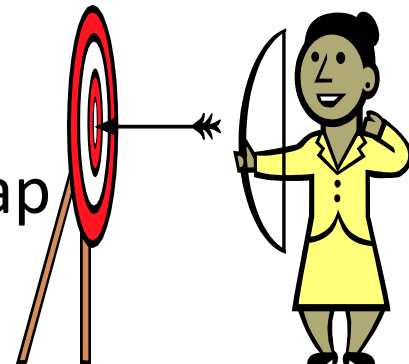
Roy Mersland

Professor

Handelshøyskolen, UiA

# Kommunene har gjort mye bra for å sikre god eierstyring i Agder Energi

- Aksjonæravtale mellom alle Agdereierne og Statkraft
- Viljeserklæringen mellom Agdereierne
- Uavhengige representanter i styret
- Jevnlige eierdialogmøter med Statkraft
- AU med sekretariat som koordinator for eierstyringen
- Dialogmøter med «egne» styrerepresentanter
- Eierskapsmeldinger og nyhetsbrev til eierne
- Ekstern kompetanse i viktige prosesser
- Jobbet for mer oversiktlig og rendyrket selskap
- Jobbet for økt bruk av gjeld som kapitalkilde



# Kapitalmengde er eierstyringsinstrument # 1

- Hvor mange penger skal selskapet få å jobbe med?
  - Skyte inn ny egenkapital
  - Hente ut egenkapital
  - Nivå på utbytte



# Hvorfor skal Agder Energi betale utbytte?

- Warren Buffet betaler ikke utbytter
  - Selskapene hans skal finne gode investeringsmuligheter med pengene de har tilgjengelig
  - Aksjonærene får betalt i form av høyere aksjekurs
- I Agder Energi er utbytte eneste mulighet for å få avkastning på pengene
  - Aksjene er ikke børsnotert
  - Ikke enkelt å selge og få verdiøkning gjennom økt aksjepris

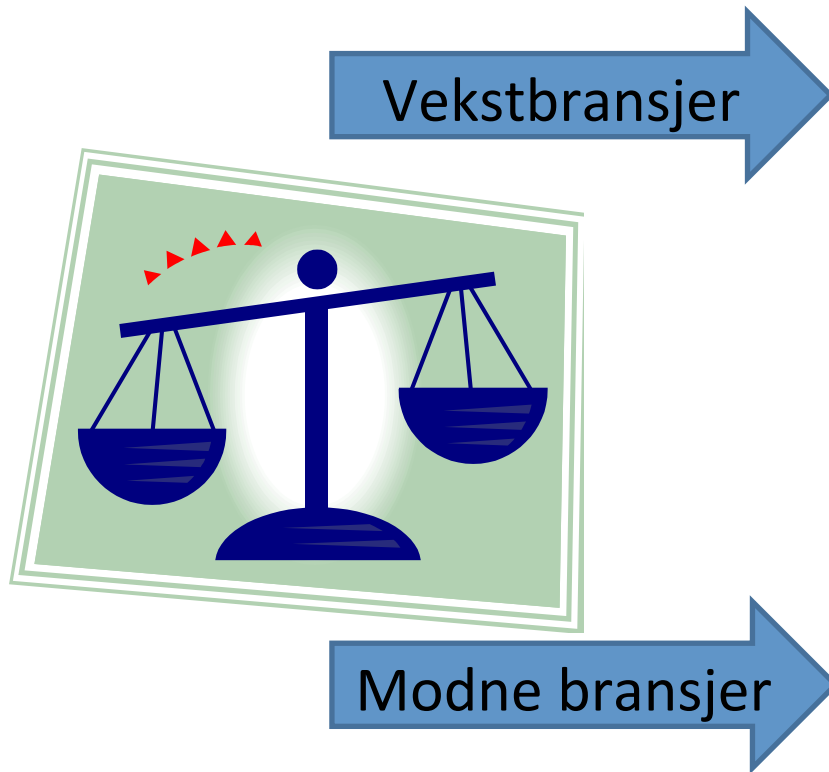
# Formalia om utbytte

- Det er eierne som disponerer selskapets overskudd
- Alt overskudd som ikke utbetales som utbytte er å regne som kapitaltilførsel til selskapet
- Utbytte = en andel av regnskapsoverskuddet
- Investeringskapasitet = kontantoverskuddet
  
- Regnskapsoverskuddet er pga. avskrivninger o.l. vanligvis mindre enn kontantoverskuddet
- Selskapet har derfor en viss investeringskapasitet selv om alt overskudd skulle bli utbetalt som utbytte
- Styret foreslår utbytte
  - I Agder Energi etter innspill fra Agdereierne

# 5 Utbytteteorier

1. Har ingenting å si om utbyttet er høyt eller lavt
  - Hipp som happ om pengene ligger i den ene eller den andre lomma
2. Høye utbytter er negativt for eier
  - Selskapet blir mindre i stand til å tjene mer penger i fremtiden
3. Høye utbytter er negativt for eier
  - Større sannsynlighet for fremtidige kapitalutvidelser og utvanning
4. Høye utbytter er positivt for eier (vet hva han/hun har)
  - «Bedre med en fugl i hånden enn 10 på taket»
    - I kommunene så flyr den ofte fort ut av hånden også?
5. Høye utbytter er positivt for eier fordi det skjerper selskapet
  - Mer effektivt selskap og bedre investeringsbeslutninger
    - «firms pay dividends to mitigate agency problems»

# Balansegang



- Lave utbytter nå for å sikre høyere utbytter i fremtiden
  - Fordi selskapet vil tjene godt på å gjennomføre flere investeringer
- Høye utbytter nå for å sikre fortsatt høye utbytter i fremtiden
  - Fordi selskapet vil måtte prioritere investeringene bedre og bli mer effektivt

# Er kraftbransjen en moden bransje?

- Ja, svært moden med velkjent teknologi og forretningsmodell
- Men; renessanse
  - Fornybar energi
  - Smarte nett
  - Nytt forbruksmønster (elbil, induksjonskomfyr etc)
  - Børsmarked med prissvingninger gir nye forretningsmuligheter
  - Tilkobling opp mot Europa
  - Grønt batteri og fokus på effekt

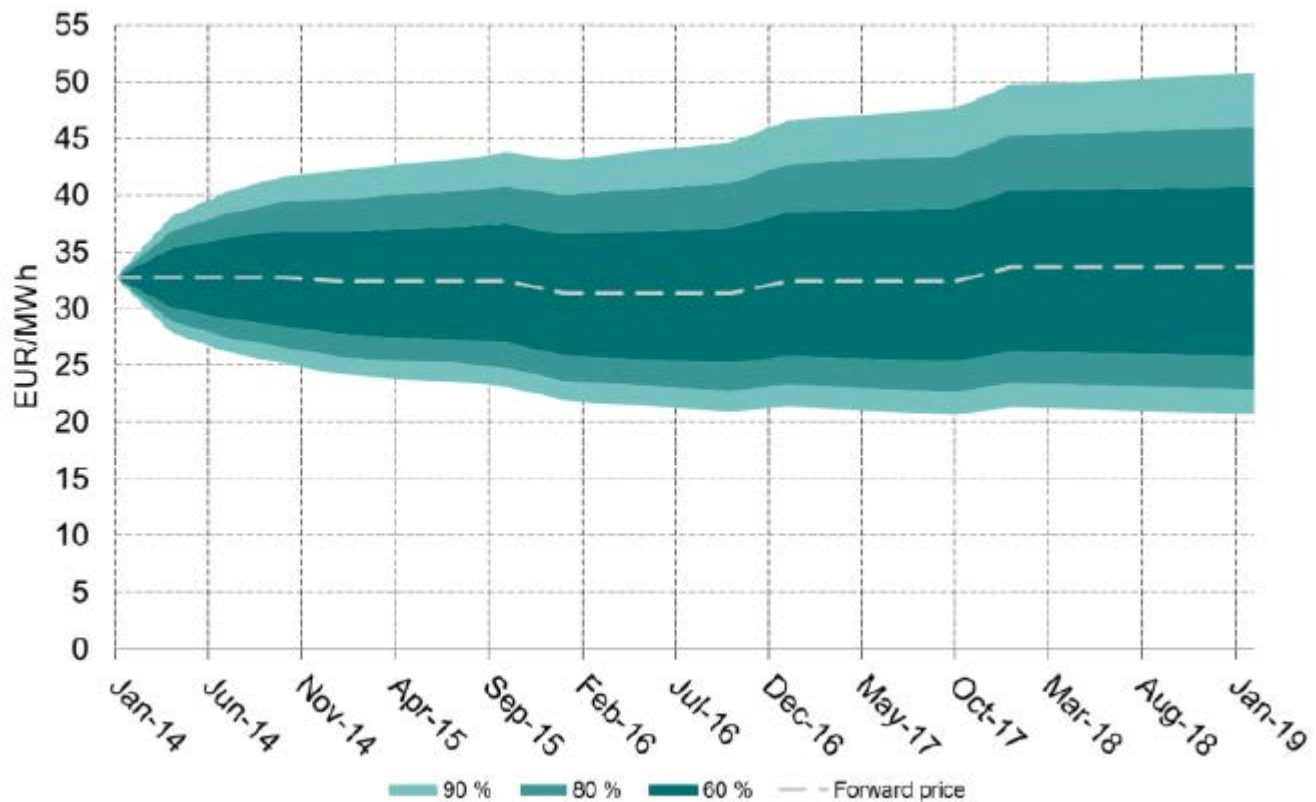


# Myndighetskrav til investeringer

- Dersom ikke eierne (og kundene) i kraftbransjen etablerer motmakt mot myndighetene så er det ingen begrensninger på hva som vil trenge av sikkerhetsbuffere, investeringer og reguleringer
- Ved å la mye penger bli igjen i selskapet vil det sende et signal til myndighetene om at bransjen tåler flere reguleringer
- Men, ved å la for få penger bli igjen i selskapet så sender det et signal om at kommunene ikke er i stand til å eie sårbar og nødvendig infrastruktur

# Vanskelig å definere utbyttepolitikk i dagens marked

Figur 1 - 7: Fem år med forwardpriser og usikkerhetsvifte



Kilde: DNB Markets

# Brukbar avkastning på aksjene i AE i dagens marked

- Bankrente +/- 2%
- Obligasjonsrenter er også svært lave
- Alle rentenister sliter nå om dagen
- Avkastningen på aksjene i AE er brukbar:

Utbyttensnivå	400 millioner	700 millioner	1 milliard
<b>Markedsverdi</b>			
<b>Egenkapital</b>			
15 milliarder	2,7 %	4,7 %	6,7 %
20 milliarder	2,0 %	3,5 %	5,0 %
25 milliarder	1,6 %	2,8 %	4,0 %

# Utbyttepolitikk i Agder Energi

PERIODE	UTBYTTEPOLITIKK
2001 - 2005	400 MILLIONER FAST FLATT UTBYTTE
2006 - 2008	600 MILLIONER + 50% AV OVERSKYTENDE RESULTAT
2009 – 2011	900 MILLIONER + 50% AV OVERSKYTENDE RESULTAT. MEN MAX ÅRETS RESULTAT.
2012 - 2014	500 MILLIONER + 60% AV OVERSKYTENDE RESULTAT

# Høy utbytteandel men likevel høye investeringer

År	Overskudd	Utbytte	Utbytte% av overskudd	Netto investeringer
2013	845	707	84 %	1.355
2012	700	620	89 %	509
2011	450	650	144 %	774
2010	878	900	103 %	821
2009	800	900	113 %	1.081
2008	1.027	967	94 %	1.009
2007	888	723	81 %	604
2006	615	600	98 %	647
2005	280	400	143 %	442
2004	402	400	100 %	345
2003	300	400	133 %	417

# På 11 år: Fra 2003 til 2013

Totalt overskudd	7185 millioner
Totalt utbytte	7267 millioner
Totalt investeringer	8004 millioner
Total økning i gjelden	2465 millioner
Total reduksjon i egenkapitalen	- 733 millioner
Total økning i totalbalansen	3764 millioner

## **Høye investeringer mulig selv med høy utbyttegrad:**

- Beskjeden økning i gjelden (gjeldsgrad økt fra 48% til 53%.)
  - Redusert gjeldsgrad ift markedsjustert total kapital
    - Liten reduksjon i bokført egenkapital
      - Økt markedsjustert egenkapital
- Avhendelse av selskaper (men totalbalansen har økt med 35%)
  - Avskrivninger

# Trippelskvisen

## (som overvåkes av bankene)

1. Økte investeringer
  2. Lave priser
  3. Høye utbytter
- Må alltid overvåke bankenes og obligasjonsmarkedets vurderinger av selskapet
  - Kreditt- og bankrating er viktig!
  - Men bankene vet også forskjell på regnskapsverdier og markedsbaserte verdier
  - Trippelskvisen må for Agder Energi sin del foreløpig ikke overdrives

# Fortsatt behov for høye utbytter

- Fortsatt stort handlingsrom selv med høye utbytter
- Prosjekt 1,5 milliarder må ikke glemmes
  - Strukturendringer 200 millioner
  - Markedsendringer 300 millioner
  - Altså; Kan fortsatt forventes minst 1 milliard i overskudd?
- Kapital skal være en knapp faktor
- Sett fra en eiers ståsted så er effektive selskaper de som i størst mulig grad er finansiert av andre enn hun/han selv
  - Kapitaleffektive selskaper
- Men må alltid avveies mot risikoen for å miste hele selskapet (banken (Statkraft) tar over)



# Hva skal kommunene bruke utbyttene til?

- Det har jeg ingenting med å mene noe om, men ....
- Reinvestere eller forbruke utbytter?
- Dersom kraftaksjer holder seg konstant i pris og alt utbytte forbrukes så blir formuen deres stadig mindre verdt
- Blir kommunen mindre effektiv av å forbruke utbyttepengene fra Agder Energi?
- Kraftkommuner er på bunn i kostnadseffektivitet
  - Kommunal rapport 23 desember 2010.
  - Hvorvidt kvaliteten er tilsvarende bedre er et ubesvart spørsmål
- Trengs det en handlingsregel for kommunene?
- Reinvesteringsmulighetene i Agder Energi er små når kommunene forbruker utbyttekronene underveis

For selskaper er det uheldig å ha eiere som er totalavhengige av høye årlige utbytter. Kan føre til ukloke og kortsiktige beslutninger

# Min anbefaling til utbytte

- Forventer utfordrende marked og en del myndighetspålagte investeringer i neste femårsperiode
- Agder Energi har fortsatt god tilgang på funding i markedet
- VIKTIG: Jeg kjenner ikke Agder Energis prognoser for investeringer og kontantstrømmer. Dialog med styret må etableres før vedtak fattes!
- Jeg anbefaler fortsatt høyt utbyttensnivå
  - Prioritere investeringer, øke kreativiteten, forbedre effektiviteten. Tror at det fortsatt er mye å hente (ref flybransjen)
- Men ikke tappe selskapet
  - Fornybar energi med mange spennende muligheter
  - Støtte opp om et godt selskap
  - Signalisere ansvarlighet til myndigheter, banker, obligasjonsmarkedet og andre
- Fortsatt utbyttegulv for å skjerpe selskapet mest mulig
  - Kan føre til uøkonomisk høyst sikringsnivå i AE sine salgskontrakter
- Maks x% av overskudd
- Bruke fjorårets overskudd som beregningsgrunnlag for å gi forutsigbarhet
- Anbefaler at kommunene bruker maks x% av utbytte til vanlig drift

# Et konkret utgangspunkt Ikke pratet med noen!

- Bruke fjorårets resultat som beregningsgrunnlag
- Gulv = 500 millioner
- 60% av overskytende resultat
- Max 90% av resultatet
  - Eksempel resultat = 1000 millioner
    - Utbytte = 800 millioner
  - Eksempel resultat = 700 millioner
    - Utbytte = 620 millioner
  - Eksempel resultat = 400 millioner
    - Utbytte = 360 millioner
- Kommunene bør bruke max 50% av utbyttekronene til drift