

AKTUELL KOMMENTAR

Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte ikke-finansielle foretak

NR. 3 | 2016

IDA NERVIK
HJELSETH

Synspunktene i denne kommentaren representerer forfatterens syn og kan ikke nødvendigvis tillegges Norges Bank



NORGES BANK

Gjeldsbetjeningsevnen for børsnoterte ikke-finansielle foretak¹

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 3 | 2016

GJELDSBETJENINGSEVNEN
FOR BØRSNOTERTE IKKE-
FINANSIELLE FORETAK

Gjeldsbetjeningsevnen for norske ikke-finansielle foretak notert på Oslo Børs har avtatt noe og er nå lavere enn gjennomsnittet de siste 14 årene. I det siste har særlig gjeldsbetjeningsevnen for oljeservicenæringen hatt en markert nedgang, og gjeldsbetjeningsevnen er nå på et svært lavt nivå sammenliknet med historien. Nivået på de børsnoterte foretakenes gjeldsbetjeningsevne er samlet sett likevel godt over bunnpunktene tidlig på 2000-tallet og under finanskrisen. Denne kommentaren går gjennom ulike måter å beregne gjeldsbetjeningsevnen ut fra forskjellige definisjoner av inntjening og gjeld. Utviklingen i foretakenes gjeldsbetjeningsevne drøftes i lys av de ulike beregningsmetodene.

Datagrunnlag

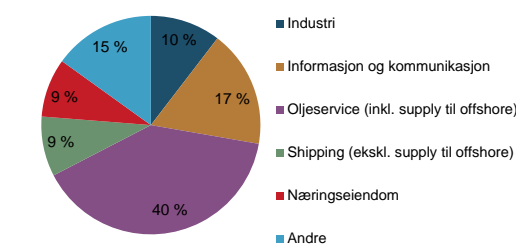
I analysen benyttes kvartalsvis regnskapsinformasjon fra ikke-finansielle foretak notert på Oslo Børs i perioden 2002 til 2015.² Utenlandskregistrerte foretak og foretak innen utvinning av olje og gass er utelatt.³ Antall foretak som er med per kvartal varierer fra 44 til 118. Antall foretak per kvartal øker gradvis fram til 2008.⁴ Etter 2008 ligger antall foretak per kvartal nokså stabilt rundt 90 foretak.

Det tas utgangspunkt i regnskapsvariable fra resultatregnskapet, samt rentebærende gjeld og kontanter og kontantekvivalenter fra balansen. Variablene fra resultatregnskapet er beskrevet nærmere i appendikset. Regnskapsvariablene aggregeres ved å legge sammen observasjonene for alle foretak, og alle resultatposter beregnes som sum siste fire kvartaler.

For børsnoterte foretak består den rentebærende gjelden i hovedsak av lån fra banker og andre finansinstitusjoner i Norge og utlandet, samt obligasjonsgjeld. I tredje kvartal 2015 var gjelden i utvalget 480 milliarder kroner. Det tilsvarer over 20 prosent av den samlede gjelden (K3) i ikke-finansielle fastlandsforetak.⁵

Oljeservicenæringen er den enkeltneringen på Oslo Børs med mest rentebærende gjeld, se figur 1. I foretakssektoren som helhet har næringsseiendom høyest andel av den rentebærende gjelden. Det er få foretak innen næringsseiendom på

Figur 1: Andel rentebærende gjeld fordelt på næringer i prosent av total rentebærende gjeld. Per 3. kvartal 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

1 Takk til Kristine Høegh-Omdal, Kjersti Næss Torstensen, Haakon Solheim, Trond Eklund og Sindre Weme for gode og nyttige kommentarer.

2 Regnskapsinformasjonen hentes fra Bloomberg og er basert på rapportering for konsernet i de tilfeller det utarbeides konsernregnskaper.

3 Norsk Hydro er inkludert i datasettet etter tredje kvartal 2007.

4 Antall foretak per kvartal er illustrert i figur A1 i appendikset.

5 Utvalget inkluderer enkelte foretak innen shipping som i K3 Fastlands-Norge ikke er klassifisert som fastlandsforetak.

Oslo Børs, slik at næringen er underrepresentert i analysegrunnlaget. Foretak innen oljeservice er på den annen side overrepresentert.

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 3 | 2016

GJELDSBETJENINGSEVNEN
FOR BØRSNOTERTE IKKE-
FINANSIELLE FORETAK

Ulike mål for gjeldsbetjeningsevne

Foretakenes gjeldsbetjeningsevne kan beregnes som inntjening i prosent av gjelden:

$$\text{Gjeldsbetjeningsevne} = \frac{\text{inntjening} * 100}{\text{rentebærende gjeld}}$$

Forenklet sett kan gjeldsbetjeningsevnen forstås som hvor stor andel av gjelden foretakene er i stand til å dekke over løpende inntjening. Over tid må inntjeningen blant annet dekke gjeldsforpliktelser og egenfinansiering av nye investeringer.⁶ For lav inntjening vil tære på foretakenes likvide midler og kan etter noe tid føre til problemer med å betjene gjelden. Inntjening og gjeld kan defineres på ulike måter. Hvilke definisjoner som benyttes får betydning for hva begrepet «gjeldsbetjeningsevne» sier noe om.

Inntjening

Gjeldsbetjeningsevnen analyseres ut fra fire ulike inntjeningsmål: inntjening før og etter av- og nedskrivninger og før og etter finansposter, se tabell 1.

Mål 1 og 2 er inntjening før av- og nedskrivninger. Målene kan tolkes som inntjening til å dekke gjeldsforpliktelser på kort sikt. Mål 3 og 4 inkluderer av- og nedskrivninger og tar høyde for at foretakene må foreta nye investeringer over tid.⁷ Målene kan derfor gi et bedre bilde av den langsiktige evnen til å betjene gjeld.

Mål 1 og 3 er inntjening før finansposter og måler inntjening fra driften. Forenklet sett skal disse målene kunne dekke både netto rentekostnader og avdrag.⁸ Mål 2 og 4 er inntjening etter finansposter.

Tabell 1: Ulike mål på foretakenes inntjening

Mål	Navn	Forkortelse	Må over tid minst dekke
1	Driftsresultat før av- og nedskrivninger	EBITDA	Avdrag, renter og nye investeringer
2	Ordinært resultat før skatt pluss driftsmessige av- og nedskrivninger ⁹	EBTDA	Avdrag og nye investeringer
3	Driftsresultat	EBIT	Avdrag og renter
4	Ordinært resultat før skatt	EBT	Avdrag

Gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved de ulike inntjeningsmålene viser i grove trekk samme forløp, men det er også forskjeller som er verdt å merke seg.

6 Inntjeningen må i tillegg dekke økt driftskapitalbehov, utbetalt utbytte og skatt.

7 Det forutsetter at nivået på av- og nedskrivningene er tilstrekkelig til å dekke nye investeringer.

8 Inntjeningen må også dekke andre netto finanskostnader.

9 Norges Bank har de senere årene brukt dette målet på foretakenes inntjening. Målet er gunstig å bruke hvis datagrunnlaget inneholder mange selskapsregnskap hvor store deler av inntektsgrunnlaget ligger i de finansielle postene fremfor driftspostene. Ved å bruke dette inntjeningsbegrepet er det i tillegg mulig å teste hvor sensitiv gjeldsbetjeningsevnen er for endringer i rentekostnadene til foretakene.

Inntjening før og etter av- og nedskrivninger

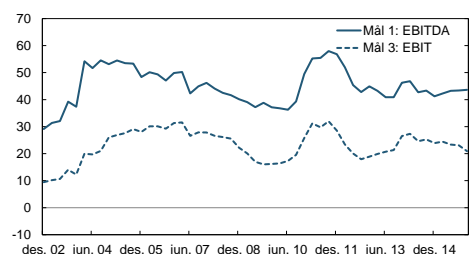
Gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved inntjeningsmålene før av- og nedskrivninger ligger høyere enn gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved målene etter av- og nedskrivninger, se figur 2a og b.¹⁰ Det kommer av at målene før av- og nedskrivninger skal dekke flere betalingsforpliktelser enn målene etter av- og nedskrivninger. Inntjeningsmål før av- og nedskrivninger er mer lik den faktiske kontantstrømmen i hver periode enn mål som inkluderer disse postene. Ulempen med slike mål er at man ser bort fra kostnader tilknyttet kapitalslit og verdiforringelse, som over tid er viktig å ta hensyn til. Inntjeningsmål etter av- og nedskrivninger kan på den annen side gi et skjevt bilde av den underliggende inntjeningen fra en periode til en annen ettersom nedskrivninger er usystematiske og gjerne skjer i nedgangsperioder.

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 3 | 2016

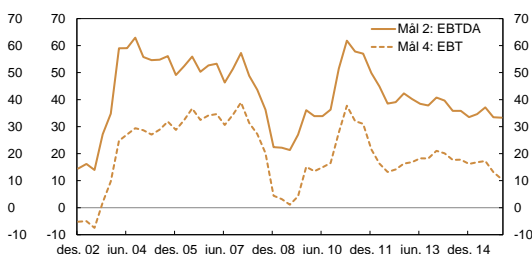
GJELDSBETJENINGSEVNEN
FOR BØRSNOTERTE IKKE-
FINANSIELLE FORETAK

Figur 2a: Gjeldsbetjeningsevne beregnet ved inntjening før og etter av- og nedskrivninger i prosent av netto rentebærende gjeld. Inntjeningsmål før finansposter. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 2b: Gjeldsbetjeningsevne beregnet ved inntjening før og etter av- og nedskrivninger i prosent av netto rentebærende gjeld. Inntjeningsmål etter finansposter. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

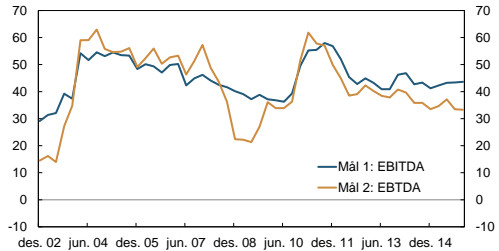
Inntjening før og etter finansposter

De finansielle postene i regnskapet er inntekter og kostnader knyttet til foretakets finansielle plasseringer og forpliktelser. Gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved inntjeningsmålene etter finansposter svinger mer enn gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved målene før finansposter, se figur 3a og b. Det har sammenheng med at de finansielle postene i regnskapet er mer sensitive enn driftspostene overfor blant annet bevegelser i markeder og konjunkturer. Under finanskrisen falt målene etter finansposter kraftigere enn målene før finansposter. Økte finanskostnader hadde sammenheng med blant annet verdifall på aksjer og derivater, samt valutatap som følge av at kronen svekket seg.

Ved å inkludere finanspostene tar en høyde for at foretakene har finansielle inntekter og kostnader som kan gi utslag på kontantstrømmen. På den annen side er det mange finansposter som ikke påvirker kontantstrømmen direkte, som for eksempel nedskrivninger på tilknyttede selskap og verdiendringer på markedsbaserte aksjer.

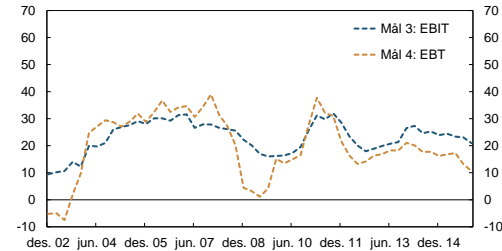
¹⁰ Gjeldsbetjeningsevnen beregnes med utgangspunkt i netto rentebærende gjeld (rentebærende gjeld fratrukket kontanter og kontantekvivalenter). Forskjellen mellom å bruke brutto og netto rentebærende gjeld diskuteres senere i kommentaren.

Figur 3a: Gjeldsbetjeningsevne beregnet ved inntjening før og etter finansposter i prosent av netto rentebærende gjeld. Inntjeningsmål før av- og nedskrivninger. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 3b: Gjeldsbetjeningsevne beregnet ved inntjening før og etter finansposter i prosent av netto rentebærende gjeld. Inntjeningsmål etter av- og nedskrivninger. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015

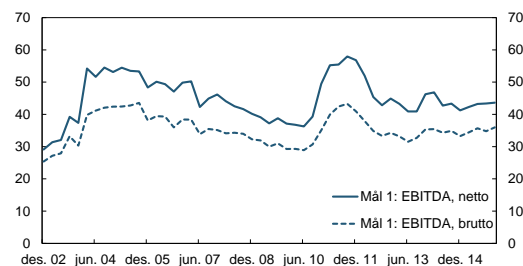


Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Brutto og netto rentebærende gjeld

Den rentebærende gjelden kan beregnes brutto eller netto. Netto rentebærende gjeld er rentebærende gjeld fratrukket kontanter og kontantekvivalenter. Den rentebærende gjelden i foretak med store kontantbeholdninger vil være mindre utsatt i perioder med lav inntjening. Å bruke netto fremfor brutto rentebærende gjeld fører i hovedsak til at gjeldsbetjeningsevnen løfter seg i hele perioden, se figur 4.

Figur 4: Gjeldsbetjeningsevne beregnet ved inntjeningsmål før av- og nedskrivninger og finansposter i prosent av brutto og netto rentebærende gjeld. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Er gjeldsbetjeningsevnen i foretakene god?

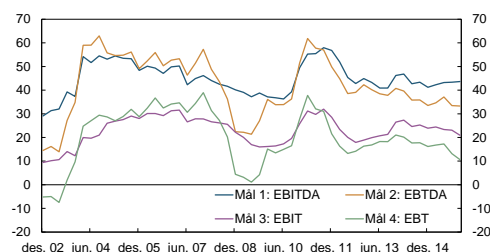
I årene forut for finanskrisen var inntjeningen i foretakene god. Det var samtidig stor gjeldsoppbygging, og det bidro til at gjeldsbetjeningsevnen holdt seg nokså stabil, se figur 5. Under finanskrisen falt gjeldsbetjeningsevnen, men tok seg raskt opp igjen. De siste årene har gjeldsbetjeningsevnen falt noe.

Det er usikkerhet knyttet til hva som er et normalt nivå på foretakenes gjeldsbetjeningsevne. En metode er å sammenlikne de ulike målene på gjeldsbetjeningsevne med sine historiske snitt gjennom perioden.¹¹ I fjerde kvartal 2015 var alle målene lavere enn historisk snitt, se figur 6. Avvikene var størst for

¹¹ De fire ulike inntjeningsbegrepene beregnes i prosent av netto rentebærende gjeld. Gjeldsbetjeningsevnenes avvik fra sitt historiske snitt defineres som et «gjeldsbetjeningsevnegap» i figurene.

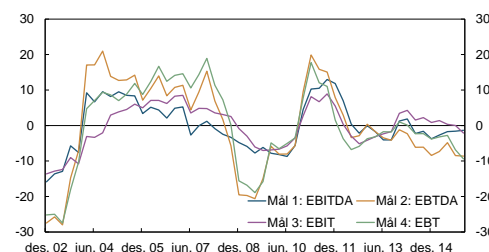
målene som inkluderer finansposter. Finanspostene har bidratt til å trekke gjeldsbetjeningsevnen ned, og under sitt historiske snitt de siste to årene.

Figur 5: Gjeldsbetjeningsevne. Alle næringer. Prosent. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

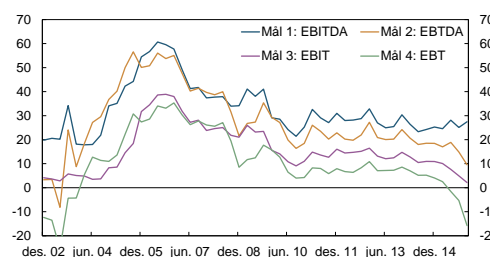
Figur 6: Gjeldsbetjeningsevnegap. Alle næringer. Avvik fra historisk snitt. Prosentenheter. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

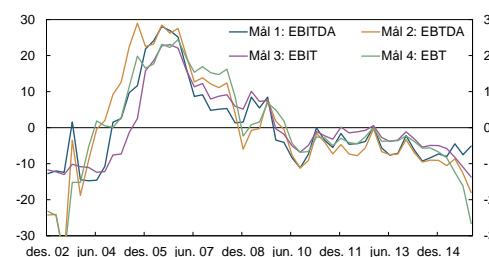
Nedgangen i oljeprisen og fallet i oljeinvesteringene bidrar til å svekke inntektsgrunnlaget i oljeservicenæringen. Foretak innen oljeservice trekker den samlede gjeldsbetjeningsevnen ned. I det siste har gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved inntjeningsmålene etter finansposter og inntjeningsmålene etter av- og nedskrivninger falt markert, se figur 7. Gjeldsbetjeningsevnen beregnet ved inntjeningsmålet før disse postene (EBITDA) har holdt seg nokså stabil. Utviklingen tyder på at samlet inntjening er kraftig svekket som følge av økte finanskostnader og økte nedskrivninger, mens underliggende inntjening fra driften foreløpig har holdt seg oppe. Samtlige mål for gjeldsbetjeningsevne ligger likevel godt under historisk gjennomsnitt i fjerde kvartal 2015, se figur 8. Gjeldsbetjeningsevnen har ikke vært så lav siden tidlig på 2000-tallet.

Figur 7: Gjeldsbetjeningsevne. Foretak innen oljeservice. Prosent. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

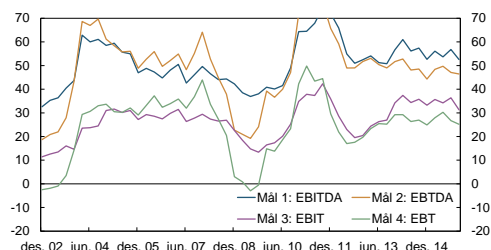
Figur 8: Gjeldsbetjeningsevnegap. Foretak innen oljeservice. Avvik fra historisk snitt. Prosentenheter. 4. kv 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

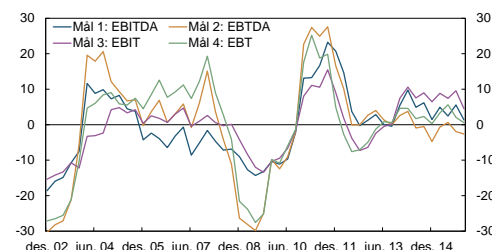
Etter finanskrisen har gjeldsbetjeningsevnen i de øvrige næringene samlet sett vært nokså stabil. Selv om gjeldsbetjeningsevnen har svekket seg noe de siste kvartalene, er den likevel betydelig høyere enn for oljeservicenæringen, se figur 9. I fjerde kvartal 2015 ligger målet som inkluderer finansposter og ekskluderer av- og nedskrivninger i inntjeningsbegrepet noe under historisk snitt, mens de tre øvrige målene ligger litt over, se figur 10. Utviklingen tyder på at foretak utenom oljeservice fortsatt har nokså god gjeldsbetjeningsevne samlet sett.

Figur 9: Gjeldsbetjeningsevne. Alle næringer ekskl. oljeservice. Prosent. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 10: Gjeldsbetjeningsevnegap. Alle næringer ekskl. oljeservice. Avvik fra historisk snitt. Prosentenheter. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Oppsummering

Foretakenes gjeldsbetjeningsevne kan beregnes som inntjening i prosent av gjeld. Denne kommentaren har sett på gjeldsbetjeningsevnen i norske ikke-finansielle foretak notert på Oslo Børs basert på ulike mål for inntjening og gjeld. Fire ulike inntjeningsmål tilsier at den samlede gjeldsbetjeningsevnen i dag er lavere enn gjennomsnittet de siste 14 årene. I det siste har gjeldsbetjeningsevnen for foretak innen oljeservice hatt en markert nedgang. Gjeldsbetjeningsevnen for disse foretakene har ikke vært så lav siden tidlig på 2000-tallet. Nivået på gjeldsbetjeningsevnen i de børsnoterte foretakene er samlet sett likevel godt over bunnpunktene tidlig på 2000-tallet og under finanskrisen.

Appendiks

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR

NR 3 | 2016

GJELDSBETJENINGSEVNEN
FOR BØRSNOTERTE IKKE-
FINANSIELLE FORETAK

Hovedpostene i resultatregnskapet

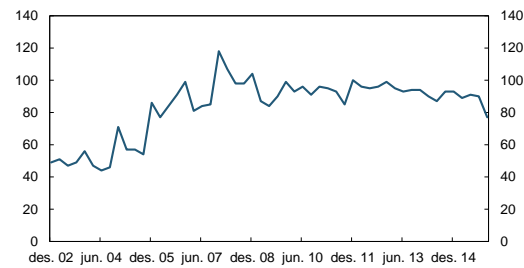
Driftsinntekter

- Driftskostnader
- = Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)
- Driftsmessige av- og nedskrivninger
- = Driftsresultat (EBIT)
- + Netto finansposter
- = Ordinært resultat før skatt (EBT)

EBIT	Forkortelse for «Earnings Before Interest and Tax». I praksis oversettes EBIT vanligvis til foretakenes driftsresultat. Bloombergs definisjon av EBIT er synonymt med driftsresultatet, men det kan i enkelte tilfeller ha blitt gjort noen tilpasninger til driftsresultatet sammenliknet med hva som er rapportert i regnskapet til foretakene.
EBITDA	Forkortelse for «Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation». I praksis oversettes EBITDA ofte til driftsresultat før av- og nedskrivninger. Bloomberg beregner uttrykket som EBIT pluss driftsmessige av- og nedskrivninger. Siden av- og nedskrivninger vanligvis er de to største postene som ikke påvirker kontantstrømmen, er EBITDA nesten å betrakte som kontantstrøm fra driften. Behovet for nye investeringer fanges imidlertid ikke opp i EBITDA.
Driftsmessige av- og nedskrivninger	Avskrivninger er et regnskapsmessig uttrykk for kapitalslit. Nedskrivninger er av mer ekstraordinær karakter og representerer mer uforutsette verdiforringelser av eiendelene. Slike kostnader medfører ikke kontantstrømeffekt. Variabelen som lastes ned fra Bloomberg er definert som alle avskrivnings- og amortiseringskostnader klassifisert som driftskostnader. Bloomberg henter beløpet direkte fra kontantstrømoppstillingen til foretakene. Vanligvis inkluderes også nedskrivning av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler, men det er ikke alltid at det fanges opp. Det kan skape en undervurdering av det totale nivået på foretakenes nedskrivninger.
Netto finansposter	Nettoposisjonen for alle inntekter og kostnader knyttet til foretakenes finansielle plasseringer og forpliktelser, det vil si nettoposisjonen for alle finansinntekter og finanskostnader. Typiske finansielle poster for konsernregnskap er renteinntekter og -kostnader, verdiendringer på markedsbaserte omløpsmidler, nedskrivning av finansielle anleggs- og omløpsmidler, samt gevinster og tap på blant annet valuta, derivater og salg av finansielle anleggs- og omløpsmidler. Dataene er kun delvis splittet opp etter type finanspost, og derfor er informasjonsgrunnlaget noe begrenset på dette området.

Antall foretak i datagrunnlaget

Figur A1: Antall foretak i datagrunnlaget per kvartal. 4. kv. 2002 – 4. kv. 2015



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Ved tidspunktet for publisering var ikke datagrunnlaget for fjerde kvartal 2015 komplett. Det er derfor noen færre foretak med i fjerde kvartal 2015 sammenliknet med de foregående kvartalene.

NORGES BANK

AKTUELL KOMMENTAR
NR 3 | 2016

GJELDSBETJENINGSEVNEN
FOR BØRSNOTERTE IKKE-
FINANSIELLE FORETAK