

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2006

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Regnskap og økonomisk styring
Veileder: Førsteamanuensis Endre Bjørndal



En regnskapsbasert verdsettelse av NextGenTel AS

av
Pål-Magnus Hjertaas Hem og Stian Knudsen

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Vi har i denne siviløkonomutredningen valgt å foreta en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av NextGenTel. Formålet med utredningen er å estimere et mest mulig korrekt verdiesimat på NextGenTel sin aksjeverdi. På den måten kan vi vurdere om dagens aksjekurs på 50,00¹ kroner gir et riktig bilde av de underliggende økonomiske forholdene i NextGenTel.

En verdsettelse krever en grundig gjennomgang av de faktorer som påvirker aksjeverdien. Det er derfor blitt gjennomført analyse av selskapets konkurranseforhold, historisk lønnsomhetsutvikling og vurdering av fremtidsutsiktene til NextGenTel. Innsikt opparbeidet gjennom utredningen ble benyttet til å komme frem til et fundamentalt verdiesimat på 60,23 kroner pr. 10.05.06. Ved å vekte fundamentalt verdiesimat mot komparativt verdiesimat ble det funnet et endelig verdiesimat for NextGenTel aksjen på 56,55 kroner pr. 10.05.06.

Til tross for usikkerhet knyttet til verdiesimatet gjør en sammenligning med dagens aksjekurs NextGenTel til et mulig investeringsobjekt.

Forord

Fagplanen for siviløkonomstudiet inneholder en siviløkonomutredning som må skrives innen valgt fordypningsområde. Begge kandidatene har regnskap og økonomisk styring som spesialisering på 3. avdeling. Målet med en siviløkonomutredning er å anvende kunnskap man har tilegnet seg i løpet av studietiden til å løse en praktisk problemstilling.

I tråd med vår spesialisering er vår hovedinteresse rettet mot regnskap. Hovedmotivet for å velge verdsettelse er likevel den tette koblingen mellom teori og praksis som kandidatene til en viss grad har savnet i andre kurs ved Norges Handelshøyskole.

Arbeidet med utredningen har både vært spennende og utfordrende. Gjennom hele prosessen har det oppstått nye problemstillinger som vi har måttet ta stilling til. Eneste ulempen med å velge verdsettelse som siviløkonomutredning er at man til dels må gå i andres fotspor.

¹ Oslo Børs, 10.05.2006

Vi ønsker å takke vår veileder, førsteamanuensis Endre Bjørndal, for god veiledning gjennom hele arbeidet med denne utredningen.

Bergen, mai 2006

Pål-Magnus Hjertaas Hem

Stian Knudsen

Innhold

1.0 Introduksjon	6
2.0 Presentasjon av NextGenTel, bransje og verdsettelsesteknikk	10
2.1 Bransjen.....	10
2.1.1 Bredbånd og de ulike bredbåndstypene	11
2.1.2 Bredbåndstelefoeni.....	12
2.2 NextGenTel	13
2.3 Fastsettelse av NextGenTels marked og bransje.....	16
2.4 Valg av verdsettelsesmetode	17
3.0 Strategisk Analyse.....	20
3.1 Rammeverk for den strategiske analysen.....	20
3.2 Ekstern analyse.....	21
3.2.1 Samfunns- og trendanalyse	21
3.2.2 Bransjeanalyse.....	27
3.3 Intern analyse	35
3.3.1 KIKK analyse.....	36
3.3.2 Ressursbasert perspektiv	40
3.3.3 SVIMA-analyse.....	45
3.3.4 Oppsummering og konklusjoner av strategisk analyse.....	50
4.0 Regnskapsanalyse.....	53
4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse.....	53
4.2 Forberedelse til regnskapsanalyse.....	54
4.3 Rapporterte tall.....	54
4.4 Omgruppering for analyse.....	57
4.5 Analyse og justering av målefeil.....	58
4.6 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	60
5. Forholdstallsanalyse	62
5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	62
5.2 Analyse av likviditet.....	63
5.3 Analyse av soliditet	67
5.4 Syntetisk rating.....	69
5.5 Analyse av krav	70
5.6 Analyse av lønnsomhet	73
5.7 Dekomponering av lønnsomhet	75
5.8 Analyse av vekst.....	81
5.8.1 Fullstendig egenkapitalvekst.....	81
5.8.2 Normalisert egenkapitalvekst.....	82
5.8.3 Resultatvekst	83
5.9 Oppsummering av forholdstallsanalyse	85
6.0 Fremtidsregnskap	87
6.1. Rammeverk for fremtidsregnskap	87
6.2. Budsjettering	88
6.3. Fremskriving	94
6.4 Fremtidige avkastningskrav	97
7.0 Fundamental verdsettelse	99
7.1 Fundamental verdsettelse – Egenkapitalmetoden	99

7.1.1 Fri kontantstrømmodellen	99
7.1.2 Superprofittmodellen.....	101
7.2 Fundamental verdsettelse – Selskapskapitalmetoden	101
7.2.1 Fri kontantstrøm fra drift – modellen.....	102
7.2.2 Superprofitt fra drift – modellen	102
7.3 Konvergering av verdiestimat	103
7.4 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet.....	105
7.4.1 Sensitivitetsanalyse	105
7.4.2 Simulering	113
8.0 Alternativ verdsettelse.....	120
8.1 Opsjonsbasert verdsettelse	120
8.2 Komparativ verdsettelse	120
8.3 Pris/Bok.....	122
8.4 Pris/Fortjeneste.....	124
8.5 Oppsummering	124
9.0 Oppsummering	126
10.0 Etterord.....	129
11.0 Kildehenvisning	130

1.0 Introduksjon

Bakgrunn

Med fordypning innen regnskap og økonomisk styring (ROS) og en særlig interesse for fag som regnskapsanalyse og verdsetting (BUS425), var det et naturlig valg for oss å starte på en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av et selskap. Med et stadig økende innslag av teknologi i samfunnet er bredbåndsbransjen en bransje i sterk vekst. NextGenTel har i den siste tiden utmerket seg spesielt i mediene, både med negative oppslag om kundeservice og omtalt blant analytikere som den heteste oppkjøpskandidaten i 2006.

Aksjen til NextGenTel omsettes i dag for 50,00 kroner². Flere analytikere og meglerhus mener at selskapet er den største oppkjøpskandidaten innenfor telesektoren og satte et kursmål for oppkjøpspris på 60-65 kroner³ senhøstes 2005. Det priser selskapet opp til en verdi rundt 1,8 milliarder kroner. Flere analytikere påpeker også det faktum at NextGenTel de siste årene har kjøpt opp flere mindre aktører og på den måten ”pynter seg for oppkjøp”⁴. Selskapet har klart å bygge seg opp som en klar nummer to i det norske bredbåndsmarkedet etter Telenor og innehar dermed en attraktiv posisjon.

Formål

Formålet med denne utredningen er å gjennomføre en selvstendig investororientert verdivurdering av NextGenTel for å på den måten estimere et mest mulig korrekt verdiestimat på NextGenTel sin aksjeverdi. Opparbeidet innsikt gjennom verdsettelsen og analysen av selskapet vil forhåpentligvis kunne gi oss mulighet til å si noe om hvorvidt NextGenTel kan forsvare sitt stempel som en het oppkjøpskandidat.

² Oslo Børs, 10.05.2006

³ www.teleavisen.no

⁴ www.imarkedet.no

Avgrensning

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen er foretatt på informasjon som forelå tilgjengelig i månedsskiftet februar/mars 2006. Andre opplysninger som eksempelvis aksjekurs, anbefalt handlestrategi og anbefalinger fra meglerhus er senest oppdatert 10.05.06.

NextGenTel Holding ASA er morselskap i NextGenTel Holding ASA konsern og det er denne enheten som er notert på Oslo Børs (børsnotert 19.12.2003). NextGenTel AS, som er organisert under NextGenTel gruppen, er det eneste selskapet i konsernet som tilbyr eksterne tjenester. Alle utenlandske datterselskap er uten aktivitet. Fokus i denne oppgaven vil dermed være NextGenTel AS, heretter betegnet NextGenTel.

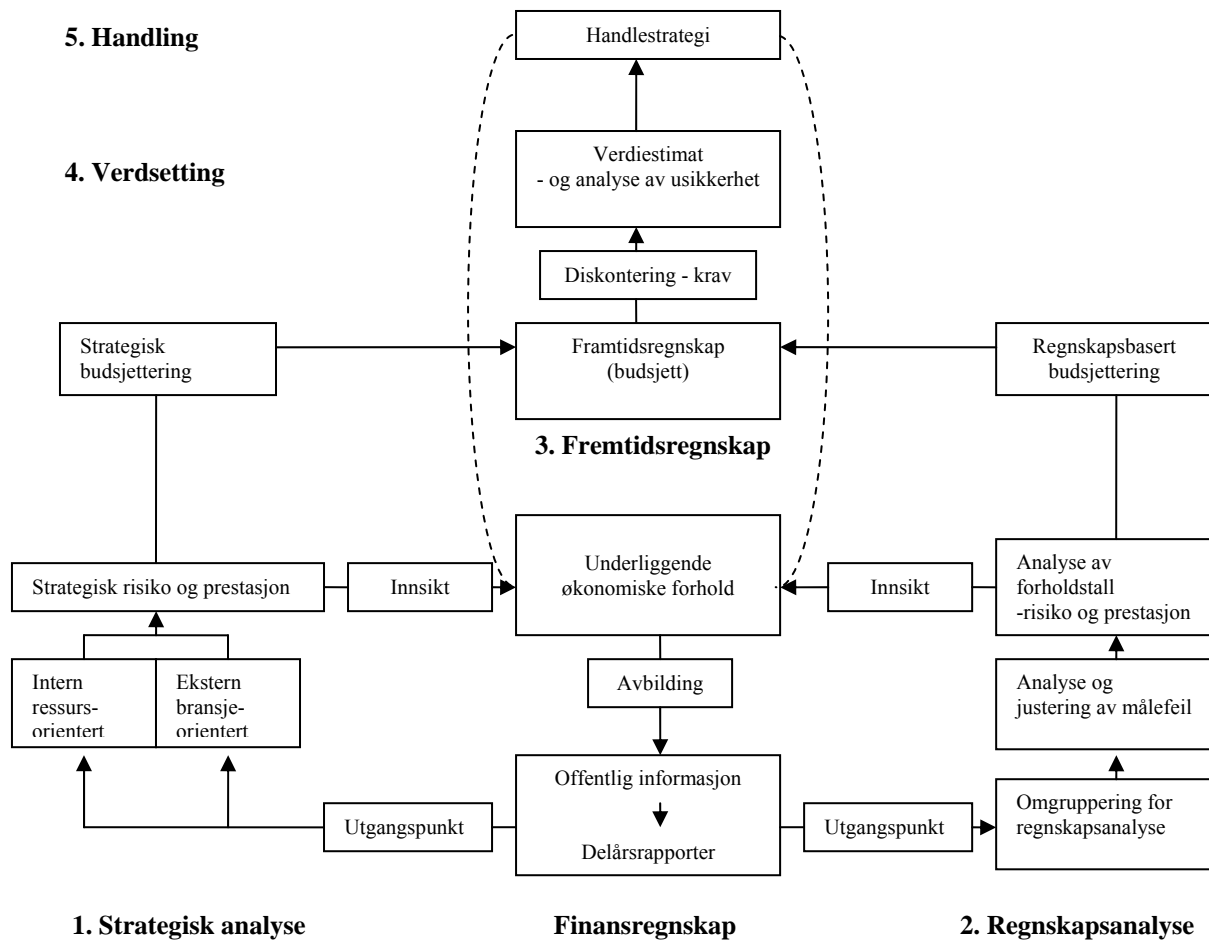
Litteraturstudier/Metode og datainnsamling

Før utarbeidelsen av utredningen tok til hadde vi fokus på å få en best mulig oversikt over relevant informasjon om bredbåndsmarkedet i Norge inkludert NextGenTel. Informasjon om det norske markedet er relativt lett tilgjengelig på Post- og Teletilsynets nettsider, samt andre relevante Internetportaler. NextGenTels hjemmeside er informativ med tanke på børsmeldinger, års- og kvartalsrapporter samt strategi og visjon. Ulike publikasjoner i tidsskrifter og aviser har også vært til stor nytte. For å få en mest mulig objektiv vinkling på utredningen har vi gjennomgående vært kritisk til informasjonen som er benyttet.

Struktur

Figur 1.1 gjengir det overordnede rammeverket⁵ for fundamental verdsettelse. Kapittel 2 diskuterer valg av verdsettelsesteknikk. Rammeverket gir en fornuftig og oversiktlig oppbygning av utredningen.

⁵ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesning BUS425



Figur 1.1: Rammeverk

Kapittel 2 presenterer NextGenTel og bransjen selskapet opererer i. Det blir gitt en forklaring på forskjellige begrep i bransjen, herunder ulike produkter, og hvordan bredbåndnettet er bygd opp. Dette fordi mye av NextGenTel sin virksomhet omhandler bruk av ny teknologi. I kapitlet defineres også bransjen som selskapet opererer i. Bransjeavgrensning er viktig for den strategiske analysen. Avslutningsvis blir det diskutert ulike verdsettelsesteknikker og hvilken teknikk som er mest hensiktsmessig å bruke for NextGenTel.

Den strategiske analysen er i kapittel 3. I eksternanalysen vurderes trusler og muligheter for bransjen NextGenTel opererer i. Det blir også gjennomført en internanalyse for å identifisere sterke og svake sider hos selskapet. Den strategiske analysen skal hjelpe oss i å få innblikk i de faktorene som er med på å styre utviklingen til NextGenTel.

Regnskapsanalysen av NextGenTel utføres i kapittel 4. Ettersom vi har en investororientert tilnærming til selskapet, det vil si fokus på verdiskapning i selskapet og verdiutdeling fra selskapet,

er det nødvendig å omgruppere regnskapet. Det blir også vurdert hvorvidt det foreligger målefeil i regnskapet som det bør justeres for.

Basert på det omgrupperte og justerte regnskapet blir det foretatt en forholdstallsanalyse i kapittel 5. Målet for dette kapitlet blir å identifisere avkastningskrav og lønnsomhet til NextGenTel samt gjennomføre en komparativ bransjeanalyse.

Kapittel 6 behandler utarbeidelsen av et fremtidsregnskap. Dette består av budsjettering og fremskriving av verdidrivere og er basert på den gjennomførte strategiske-, regnskaps- og forholdstallsanalysen.

Den regnskapsbaserte verdsettelsen blir presentert i kapittel 7. Her estimeres et verdiesimat for NextGenTel. For å vurdere usikkerheten i dette estimatet blir det foretatt sensitivitetsanalyse og simulering.

Kapittel 8 vil bli brukt til alternative verdsettelsesmetoder.

I kapittel 9 sammenfattes resultatene fra oppgaven. Det blir også presentert et verdiesimat for NextGenTel og tilhørende handlestrategi.

Kapittel 10 omhandler de siste hendelser som fant sted like etter slutføring av utredningen.

2.0 Presentasjon av NextGenTel, bransje og verdsettelsesteknikk

2.1 Bransjen

Det har skjedd store endringer i det norske bredbåndsmarkedet de siste årene. Raskere linjer og stadige nye muligheter for utnyttelse av bredbåndet preger hverdagen. Telefoni og TV gjennom bredbånd var utenkelig for kun noen få år tilbake, men blir i dag stadig mer etterspurt og er et av satsingsområdene til bredbåndsoperatørene.

Bredbåndsbransjen består i dag av omtrent 130 ulike aktører⁶. Telenor er den klart største tilbyderer med en markedsandel på ca 55 %⁷. NextGenTel er nest størst med en markedsandel på ca 18 %, mens aktører som UPC, Catch og Tele2 alle har en markedsandel på rundt 5 %. Felles for de fleste bredbåndsaktørene er, slik som i mobilbransjen, at de leier kapasitet av nettoperatør. Telenor er av naturlige årsaker den største nettoperatøren med et landsomfattende nett.

Aktørenes andel av antall bredbåndskunder (privat + bedrift)

	1. halvår 2002	1. halvår 2003	1. halvår 2004	1. halvår 2005
Telenor	51,30 %	55,30 %	51,50 %	53,70 %
NextGenTel	16,70 %	17,10 %	15,30 %	14,50 %
UPC	20,10 %	11,70 %	8,20 %	6,60 %
Catch/Bluecom				5,90 %
Tele2	0,20 %	2,40 %	5,30 %	5,30 %
Lyse Tele	0,30 %	0,40 %	0,90 %	1,40 %
Tafjord Mimer	0,80 %	1,40 %	1,00 %	1,10 %
BKK Bredbånd	2,40 %	0,70 %	1,00 %	1,00 %
Catch	1,20 %	0,90 %	0,80 %	
Bluecom	4,60 %	3,70 %	4,20 %	
Tiscali	0,50 %	2,40 %	3,50 %	
Andre	4,30 %	4,70 %	9,30 %	11,50 %

Tabell 2.1⁸ Telenor er fremdeles størst på markedet og har kjøpt bredbåndskundene til Tiscali, mens Catch har kjøpt Bluecom

Det dukker stadig opp nye aktører i bredbåndsmarkedet. Dette tyder på at det er en attraktiv bransje å etablere seg i med gode inntjeningsmuligheter. Bransjen er preget av stor gjennomsiktighet da det finnes en rekke forbrukeraktører som kontinuerlig overvåker markedet med hensyn på pris og tilbud. Dette gjenspeiler seg i hard kamp om kundene ved aggressiv markedsføring og stadige oppkjøp av vellykkede konkurrenter. ”Det vil og skal være cowboyer i markedet. Noen faller av

⁶ www.computerworld.no

⁷ www.npt.no (Post- og teletilsynet)

⁸ www.npt.no

hesten, andre ganger er det hesten som faller”, uttalte direktøren i Post og Teletilsynet Willy Jensen 19.05.2005⁹.

Omsetningen i bredbåndsmarkedet i 2004 var 3,62 milliarder kroner. I 2005 var det en økning på nærmere 15 % til 4,16 milliarder kroner¹⁰. Det kan nevnes at NextGenTel i samme periode hadde en økning i omsetningen på ca 30 %¹¹.

Det norske bredbåndsmarkedet er i dag regulert av Post- og Teletilsynet (PT). PT er et frittstående forvaltningsorgan som ligger under Samferdselsdepartementet. Hovedansvaret for etaten er å regulere og overvåke post- og telekommunikasjonssektoren i Norge.

2.1.1 Bredbånd og de ulike bredbåndstypene

Bredbånd kan defineres på ulike måter, men skildrer vanligvis et tjenestetilbud som gjør brukeren i stand til å hente eller selv sende store mengder informasjon. TV-sendinger, telefoni, radio, bilder, video og musikk er eksempler på informasjon som kan formidles med digital teknikk. Bredbånd kan være toveis kommunikasjon med høy kapasitet for digital overføring av informasjon. I regjeringens utredning om bredbånd, "Bredbånd til hele landet"¹² brukes beskrivelsen bredbånd som overføring av minst 2 Mbit/s. I dag markedsføres tjenester med kapasitet over ISDN (over 128 kbit/s) som bredbånd. Omlag 41 % av norske husstander er knyttet til et bredbåndnett¹³. Bredbåndstjenestene brukes foreløpig hovedsakelig til Internet, men økte hastigheter og ny teknologi gjør at kundenes bruk etter hvert også endres. 80 % av landets husstander har tilbud om bredbånd fra minst en tilbyder noe som gjør Norge til et av de ledende landene i Europa. Ved utgangen av 2006 forventes det at over 90 % av husstandene skal ha samme tilbud.

Fordelene med bredbånd sammenliknet med vanlig analog oppkobling er i hovedsak raskere hastighet, permanent oppkobling, faste kostnader uavhengig av bruk og flere nye tjenester som telefoni og video/TV.

Det finnes ulike typer bredbånd på markedet i dag. Bredbåndet kan overføres via kabel eller via radiokommunikasjon. Overføring via kabel er i dag mest utbredt og skjer gjennom ulike

⁹ www.computerworld.no

¹⁰ www.teleavisen.no

¹¹ Årsrapport NextGenTel 2005

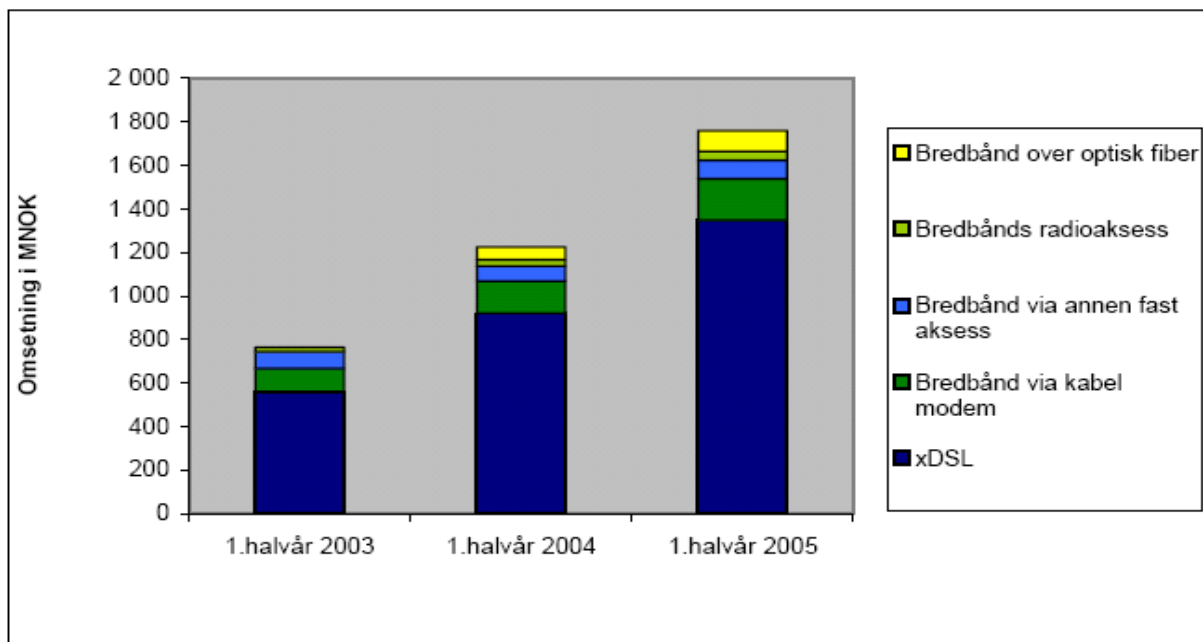
¹² Samferdselsdepartementet; Bredbånd til hele landet

¹³ www.npt.no

overføringsmetoder. ADSL(Asymmetric Digital Subscriber Line), VDSL(Very high speed Digital Subscriber Line) og SHDSL(Synchronous high speed Digital Subscriber Line) er eksempler på ulike typer bredbånd. Alle bruker det eksisterende telenettet for overføring. ADSL er i dag det vanligste bredbåndstilbudet i Norge, mens VDSL og SHDSL kan levere bedre overføringshastighet til både opplasting og nedlasting av informasjon enn ADSL. En samlebetegnelse på disse bredbåndstypene er xDSL. xDSL tilbys blant annet av NextGenTel som har eget nett.

Bredbånd kan også overføres via kabel-TV (digital-TV). Fiberkabel er nå på vei inn i markedet som en arvtaker til den tradisjonelle kobberkabelen, da dette er den tilknytningen som gir høyest kapasitet og dermed flest muligheter. Denne tilknytningsmuligheten er under utbygging og begrenser seg i første omgang til konsentrerte bolig- og næringsområder i storbyene.

Trådløs overføring, eller radiokommunikasjon, gir også muligheter til å være bredbåndskunde. Tredje generasjons mobiltelefoni åpner for mulighetene til mobil bredbåndtilknytning og overføring via satellitt kan gjennomføres ved hjelp av en parabol. Det er etter hvert blitt vanlig med lokale trådløse nettverk hos de enkelte kundene. De fleste som har tatt i bruk trådløse nettverk har en fast oppkopling via kabel som utgangspunkt.



Figur 2.1 Hvilke type bredbånd benyttes

2.1.2 Bredbåndstelefonti

Bredbåndstelefonti er en ny måte å bringe fasttelefon til kundene på. Som navnet tilsier er dette telefoni som blir levert digitalt over bredbåndsnettverket. Det vil si at overføringen av lyd skjer i

form av IP-protokolldata¹⁴, på lik linje med øvrig informasjon som sendes over Internet, og ikke analoge signaler. Tilkobling og bruk er imidlertid identisk med ordinær fasttelefon¹⁵. Hvis en privat person ønsker å benytte bredbåndstelefon, krever dette at man har et bredbåndabonnement og IP-telefon (eller en adapter dersom den ordinære telefonen skal brukes). IP-telefonen benytter bredbåndslinjen til sin kommunikasjon og deler dermed linjen med eventuelle datamaskiner i husstanden. Kvalitetsmessig kan bredbåndstelefon foreløpig oppleves som noe dårligere enn tradisjonell telefon.

Bredbåndstelefon er et satsingsområdet for bredbåndsselskaper. På sikt ser aktørene for seg at bredbåndstelefon erstatter den vanlige analoge telefonen. Dette fordi det er billigere enn analog fasttelefon da tilbyderne av bredbåndstelefon kan utnytte kapasiteten sin bedre. Ved å utnytte ledig kapasitet trenger aktørene verken egne abonnementslinjer eller telefonsentral for å drifte tjenesten. Denne effektivitetsutnyttelsen reduserer kostnadene for operatørene og mot en abonnementsavgift i tillegg til bredbåndabonnementet er forbrukerne dermed sikret lave priser. Enda er dette en teknologi i startfasen. Antallet abonnemeter er fremdeles begrenset, men sterkt økende. I fortsettelsen av oppgaven benytter vi IP-telefon og bredbåndstelefon om samme tjeneste.

2.2 NextGenTel

Bredbåndsselskapet NextGenTel ble etablert i Bergen mars 2000 med en visjon om å utfordre tradisjonell telekommunikasjon. Siden da har NextGenTel etablert seg som den klart nest største bredbåndsselskaper i Norge. Som et ”neste generasjons telekommunikasjonsselskap” har NextGenTel ambisjoner om å være en drivkraft på veien i utvikling av nye bredbåndsmuligheter. Gjennom å utfordre tradisjonell telekommunikasjon ønsker NextGenTel å endre måten vi lever på, gjennom Internet og telekommunikasjon.

NextGenTel har som visjon å levere høyest mulig ytelse, best mulig funksjonalitet og teknologi som skal muliggjøre de beste opplevelsene på ”nettet”. Eller slik som de selv beskriver det: *We deliver ”pulse” – more ”pulse”... and even more ”pulse” ...* Dette gjennomføres ved å bygge et eget kraftig IP-basert nettverk som medfører at bredbånd kan brukes til en lang rekke arbeidsoppgaver og tjenester. ”*NextGenTel er bredbåndspulsen*”, uttaler selskapet¹⁶.

¹⁴IP: Internet Protocol. Kommunikasjonskontroll som tar hånd om adressering og veivalg for datapakker og Internet og andre IP-baserte nett (www.npt.no).

¹⁵Med ”ordinær fasttelefon” menes gammeldags analog- eller ISDN-telefon.

¹⁶Årsrapport 2004

NextGenTel er et aksjeselskap hvor eiersiden er preget av utenlandske ventureselskap. Blant de største eierne kan nevnes Pershing LLC (22,8 %) og Northzone (19,0 %)¹⁷. Olav Stokke, administrerende direktør og en av gründerne i NextGenTel, er største enkeltaksjonær med en eierandel på 0,7 % av selskapet. Siden selskapet planlegger fortsatt vekst og utvikling blir det ikke betalt utbytte til aksjonærene.

Strategien bak etableringen av NextGenTel var å utvikle et ”neste generasjons telekommunikasjonsselskap”, basert på utbygging av et eget bredbåndnett og kobberbasert aksessteknologi (xDSL) for bedrifter og private. Selskapet fokuserer på å levere best mulig ytelse i forhold til pris. Med tanke på NextGenTel sin 5 år korte levetid har de allerede vist seg å være en stabil og konkurransedyktig aktør i bredbåndsmarkedet. For å opprettholde selskapets strategiske posisjon i markedet fokuserer NextGenTel på å sikre posisjonen som den nest største aktøren i markedet. Dette skal oppnås ved styrke merkenavnet, fortsette produktutviklingen, levere høye hastigheter til lave priser og ved å øke markedsføringen. NextGenTel har som strategi å både fokusere på privatmarkedet og bedriftsmarkedet (fortrinnsvis små- og mellomstore bedrifter).

Gjennom å fokusere på den totale bredbåndsopplevelsen ønsker NextGenTel å rette oppmerksomheten mot alt-i-ett-pakken Triple Play. Hensikten med Triple Play er å integrere Internet/bredbånd-, bredbåndstelefon- og video/TV-tjenester i samme pakke til en fast abonnementspris. Triple Play danner grunnlaget for fremtidens NextGenTel. Selskapet ser store inntjeningsmuligheter i å tilby slike pakker. Inkludert i Triple Play er det også inntjeningsmuligheter knyttet til ekstratjenester som video, spill, webshop, domeneregistrering etc. På sikt er det også et ønske fra NextGenTel å integrere mobilløsninger i samme pakke og dermed kunne tilby ”Quadruple Play”.

Selskapet uttaler at de fremover ønsker å befeste sin posisjon som det klart største alternativet til Telenor i det norske bredbåndsmarkedet¹⁸. Som en av få bredbåndstilbydere disponerer NextGenTel eget nettverk. Med basis i eget IP-basert nettverk kan derfor NextGenTel tilby høy ytelse og kvalitet til lave priser. Samtidig begrenser dette også tilgangen til NextGenTels nettverk da det fremdeles er konsentrert rundt landets større byer.

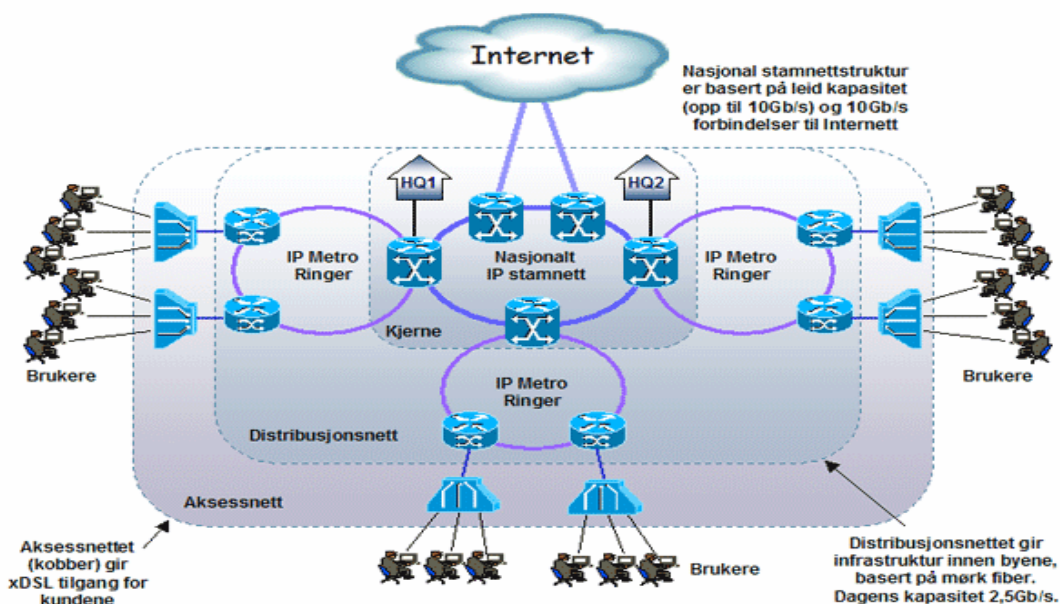
¹⁷ Årsrapport 2005

¹⁸ Årsrapport 2005

NextGenTel opplever en stadig økende kundemasse. Pr. i dag den 10.05.06 har NextGenTel ca.160 000 kunder (148 000 ved årsskiftet), hvorav rundt 12 000 av disse linjene er i bedriftsmarkedet. Det tilsvarer en økning i kundemassen på 55 % i 2005. NextGenTel har dermed en total markedsandel i det norske bredbåndsmarkedet på 18,2 %. Også innenfor bredbåndstelefoner øker kundemassen og den er i dag på om lag 21 300 abonnement(13500 ved årsskiftet). NextGenTel har dermed omtrent like mange abonnenter på IP-telefoner som Telenor, til tross for at Telenor har mer enn dobbelt så mange xDSL-kunder. For å styrke selskapets posisjon ytterligere er oppkjøp og partnerskap aktuelle strategier. Det kan nevnes at i 2005 økte NextGenTel kundemassen med ca. 16 000 abonnenter gjennom tre oppkjøp på til sammen 154 millioner kroner. Den største overtakelsen inkluderer et strategisk samarbeid med Agder Energi om fremtidig bredbånd- og telekommunikasjonsutvikling på Sørlandet. De tre oppkjøpene har økt NextGenTels markedsandel med i overkant 1 % i 2005.

NextGenTels bredbåndnett

NextGenTel leverer bredbånd basert på xDSL-teknologi. Da får kundene tilgang til selskapets nasjonale bredbånd IP-nett, og derfra videre ut på Internet. For at NextGenTel skal kunne levere bredbånd ut til kundene leier de linje mellom kunden og nærmeste telefonsentral av Telenor. Dette er en kobberlinje som vi i de fleste tilfeller oppfatter som telefonlinjen. Det vil si at bredbånd og telefoni fungerer på samme kobberlinje.



Figur 2.2 Oversikt over NextGenTels bredbåndnett¹⁹

¹⁹ www.nextgentel.no

De områdene hvor NextGenTel tilbyr bredbånd er det installert eget påkoblingsutstyr i de lokale telefonsentralene hvor det leies plass av Telenor. Det er mellom telefonsentralene i de ulike byene NextGenTel har etablert sitt eget bredbåndnett (IP Metro Ringer, figur 2.2). I dette bredbåndnettet benyttes primært det som betegnes som mørk fiber. Mørk fiber gir høyere hastigheter og muliggjør hurtigere utvidelser av kapasitet og hastigheter enn vanlig fiber. NextGenTel har altså etablert egne bredbåndnett i de større byene og tettstedene. For å binde sammen disse nettene leies samband med høy kapasitet av aktører som Telenor og BaneTele. Det nasjonale stamnettet eies av nasjonale aktører og reguleres av Post- og Teletilsynet. Ettersom de fleste andre bredbåndsakører leier nett skiller NextGenTel seg på den måten ut. Siden oppstarten har selskapet investert betydelig i eget nett noe de på sikt trolig vil høste gevinstene av gjennom blant annet lavere kostnader og større utviklingsmuligheter.

2.3 Fastsettelse av NextGenTels marked og bransje

I den strategiske analysen, forholdstallsanalysen og i utviklingen av fremtidsregnskapet blir NextGenTel sammenlignet opp mot marked og bransje. For å unngå eventuelle uklarheter i fortsettelsen vil vi derfor definere hva som er NextGenTel sitt marked og bransje.

NextGenTel er et norsk selskap som siden oppstarten har konsentrert seg om det norske bredbåndsmarkedet. Det er en langsiktig målsetting for selskapet å ekspandere i utlandet, da først og fremst Skandinavia. Denne målsetningen er det ikke foreløpig mulig å se resultater av da NextGenTel fremdeles har fokus på utvikling og ekspansjon i det norske markedet. Det norske bredbåndsmarkedet er dominert av norske aktører. Det er derfor naturlig å definere NextGenTels marked som det norske bredbåndsmarkedet.

NextGenTel er en totalleverandør av bredbåndstjenester. Bredbåndsbansjen består av rundt 130 aktører som mer eller mindre tilbyr samme produkt. Det inkluderer blant annet Internet/bredbånd-, bredbåndstelefon- og video/TV-tjenester samt tilleggstjenester knyttet til disse produktene. Når vi analyserer bredbåndsbansjen videre medregnes derfor alle tjenestene som tilbys i bredbåndsbansjen.

I den strategiske analysen vil vi se NextGenTel opp mot det norske bredbåndsmarkedet. For å kunne gi et helhetlig bilde av NextGenTel i forholdstallsanalysen sammenlignes selskapet med komparative selskap. Utarbeidelsen av fremtidsregnskap vil også avhenge til en viss grad av en

komparativ analyse. Det foreligger dessverre svært begrenset offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon om norske bredbåndsaktører. Vi blir derfor nødt til å sammenligne selskapet opp mot enkelte utenlandske aktører i denne delen av oppgaven.

2.4 Valg av verdsettelsesmetode

Det finnes tre ulike former for verdsettelse²⁰; fundamental, opsjonsbasert og komparativ verdsettelse. Disse brukes snarere som supplement enn alternativ til hverandre da bruk av flere verdsettelsesteknikker samtidig kan gi bedre resultater. De ulike formene vil bli presentert i neste avsnitt før vi angir valgt fremgangsmåte for verdsettelse av NextGenTel.

Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse baserer seg på neddiskonterte kontantstrømmer. Selv om det er komparativ verdsettelse som benyttes mest i praksis, er kontantstrømbasert verdsettelse fundamentet som alle verdsettelsesmodeller bygger på. Dette da opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse ofte tar utgangspunkt og bygger på innsikten i en kontantstrømbasert verdsettelse.

Fundamental verdsettelse baserer seg på nåverdiregelen hvor verdien av en eiendel er nåverdien av eiendelens fremtidige kontantstrømmer. Når man benytter fundamental verdsettelse forsøker man å finne den reelle verdien av NextGenTel. Med andre ord, estimere den verdien som ville blitt satt av en analytiker som både kunne finne riktig neddiskonteringsrate og estimere fremtidige kontantstrømmer korrekt. Denne verdien kan være vanskelig å finne, da spesielt siden vi verdsetter et så ungt selskap som NextGenTel hvor fremtidsutsiktene er usikre og bransjen som helhet er ung. Videre kan et slikt estimat variere en god del fra markedets estimat. Vi antar et middels effisient marked. Dette vil si at selv om den reelle verdien, estimert ved fundamental verdsettelse, kan variere fra markedsprisen forventes det at de to vil konvergere på sikt. Feilprising kan altså skje på kort sikt, men på lengre sikt vil kursen reflektere den reelle underliggende verdien av aksjen til NextGenTel. Aksjekursen på kort sikt vil ofte være preget av en rekke faktorer som omtale i presse, konjunkturer, psykologi etc.

²⁰ Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

Fundamental verdivurdering består av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden og baserer seg på underliggende økonomiske forhold. Egenkapitalmetoden er nåverdien av den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Selskapskapitalmetoden tar utgangspunkt i verdien til kapitalbasen trukket fra for gjeld. Hvilken gjeld som blir utelatt avhenger av kapitalbasevalget. Det finnes fire verdsettelsesmodeller (superprofittmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittvekstmodellen og utbyttmodellen) innen hver metode. Felles for alle modellene er at de gir samme verdiestimat under hver metode ved konsistent bruk.

Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er mest benyttet i praksis. Metoden bygger på at verdien av de fleste eiendeler er basert på hvordan liknende eiendeler er priset i markedet. Eiendelene standardiseres gjennom å bruke en felles variabel som for eksempel bokverdi, driftsinntekter eller kontantstrømmer. Ved å finne pris/bokverdi, som fokuserer på markedspris i forhold til regnskapsmessig bokført verdi av selskapet, kan man både for NextGenTel og bransjen oppnå en viss innsikt om hvorvidt noen selskaper er over-/underpriset. Det samme kan gjøres for pris/fortjeneste. I praksis er pris/bok og pris/fortjeneste de mest brukte.

I en komparativ verdsettelse er man avhengig av markedet da man må anta at markedet priser selskaper riktig i gjennomsnitt, men at det feilpriser enkelte individuelle aksjer. Man må også anta at en sammenligning av forholdstall som pris/bokverdi vil kunne gjøre oss i stand til å avdekke eventuell feilprising. Det finnes ulike typer av komparative verdsettelse hvor de mest vanlige er sammenligning basert på forholdstall eller fundamentale forhold i selskapene.

Opsjonsbasert verdsettelse

Man har ulike typer opsjoner. En put opsjon gir eieren rett til å selge et aktivum til en spesifisert pris (kontraktspris) innen eller på utløpsdatoen. En call opsjon gir eieren en rett til å kjøpe et aktivum til en spesifisert pris på eller innen en bestemt utløpsdato. I følge utledning av Black & Scholes i 1972 kan verdsettelse av en opsjon gjøres som en funksjon av følgende variabler; nåværende verdi og varians til verdi av underliggende aktivum, kontraktspris og gjenværende løpetid for opsjonen og risikofri rente²¹.

²¹ Bodie, Kane, Marcus (2005): Investments

En opsjonsbasert verdsettelse kan sies å være en utvidning av en fundamental verdsettelse hvor man har som mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet. Dette kan eksempelvis være fleksibiliteten, eller altså opsjonen, til å kunne ekspandere eller avvikle. Det kan være problematisk å finne ut hva fleksibiliteten er verdt. Imidlertid kan realopsjoner som eksempelvis opsjonen til å ekspandere salget til et nytt land prises inn i verdiesestimater man får fra fundamental verdsettelse ved å velge en relativt høy vekstrate. På grunn av dette kan man rettferdiggjøre det å utelate en opsjonsbasert verdsettelse. Fordelen med likevel å gjøre en opsjonsbasert verdsettelse er at man eksplisitt tenker gjennom og drøfter virkningen av opsjoner som bedriften måtte ha.

Valg av verdsettelsesteknikk

Det kan diskuteres om fundamental verdsettelse er den beste metoden for verdivurdering av NextGenTel da selskapet, sammen med bransjen, er i sterk vekst. For å vurdere valg av verdsettelsesteknikk bør man se på hvilken fase av livssyklusen selskapet er i. Komparativ og opsjonsbasert verdsettelse er teknikker som gjerne benyttes dersom selskapet er i en introduksjons- og vekstfase. Dersom selskapet er i samme tidlige fase som resten av bransjen, noe som kan sies å være tilfelle for NextGenTel og bredbåndsbransjen, kan disse alternative metodene benyttes. Imidlertid må man også se på fare for avvikling når man velger verdsettelsesmodell, altså hvorvidt selskapet skal verdsettes på basis av fremtidig inntjening. Analyse av risiko vil bli foretatt senere i utredningen. Tatt i betraktning NextGenTel sin sterke vekst og markedsandeler vil sannsynligheten for konkurrisiko trolig være lav. Dette taler for at man bør benytte fundamental verdsettelse, supplert med andre teknikker.

Verdsettelsen av NextGenTel gjennomføres med hovedfokus på fundamental verdsettelse. For å kompensere for det faktum at selskapet og bransjen er i vekst, utarbeides det et alternativt verdsettelsesestimat basert på komparativ verdsettelse. En opsjonsbasert verdsettelse vil ikke bli gjennomført på grunn av oppgavens omfang, usikkerhet og mangel på informasjon.

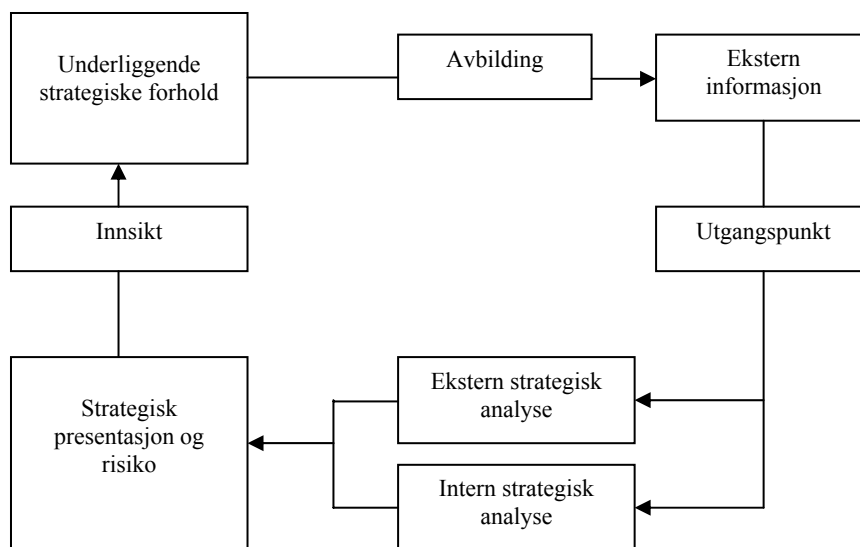
3.0 Strategisk Analyse

3.1 Rammeverk for den strategiske analysen

I de neste kapitlene analyseres den finansielle utviklingen til NextGenTel. Før denne analysen er det nyttig å få en mer helhetlig forståelse av selskapet gjennom å betrakte mer kvalitative og underliggende faktorer, som eksempelvis NextGenTel sin konkurransesituasjon og kompetanse.

En bedrift sin fremtid påvirkes av en rekke faktorer. Det er derfor nødvendig å se på de strategiske omgivelsene en bedrift befinner seg i. Den strategiske posisjonen bedriften har i dag og i fremtiden, vil gi en indikasjon på den fremtidige meravkastningen på selskapets investeringer. Med meravkastning menes om NextGenTel er i stand til å gi eierne en avkastning på investeringene som er høyere enn deres avkastningskrav.

I figur 3.1 angis rammeverket som benyttes for gjennomføringen av den strategiske analysen²². Målet med analysen er å få innsikt i underliggende strategiske forhold. Som det fremgår av rammeverket vil analysen kun være basert på offentlig informasjon. Dette vil kunne sette noen begrensninger på analysen i forhold til analyse som er basert på intern informasjon.



Figur 3.1 Rammeverk for strategisk analyse

Den strategiske analyse blir delt i to deler, en ekstern og en intern. Den eksterne analysen er bransjeorientert, det vil si å undersøke om det finnes muligheter i bredbåndsbransjen for å

²² Knivsflå, K.H (2006) Forelesningsnotater BUS425

eventuelt kunne opparbeide seg midlertidig og/eller varig meravkastning. Den interne analysen er ressursorientert og vurderer hvorvidt NextGenTel internt har ressurser som kan gi grunnlag for meravkastning. Dette vil typisk være hvis NextGenTel har ressurser som er verdifulle, sjeldne og vanskelig eller umulig for konkurrentene å kopiere.

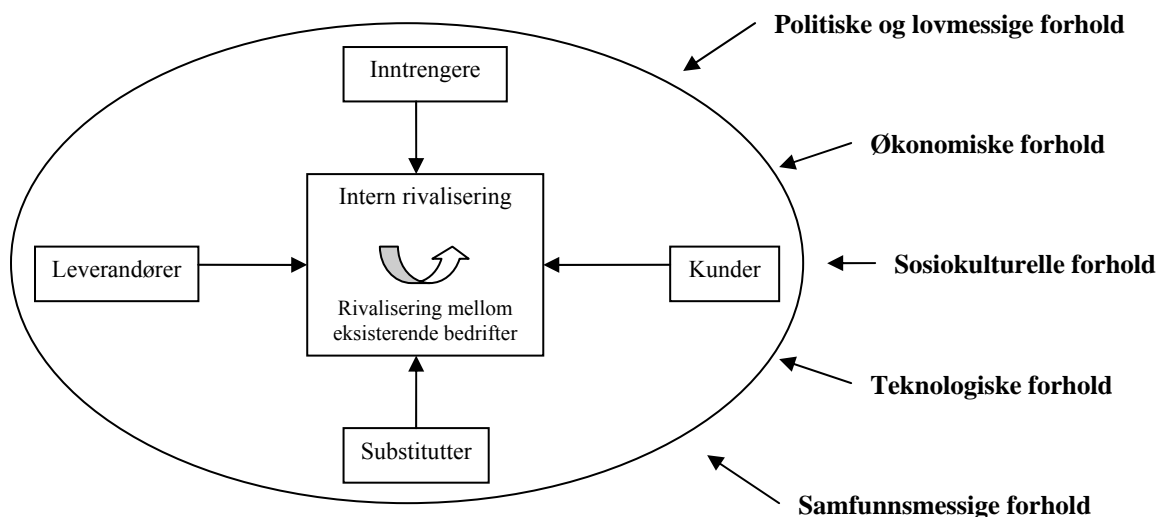
Med bakgrunn i de to analysene forsøker vi å danne oss en oppfatning av NextGenTel sin strategiske posisjon og risiko. Med strategisk risiko menes faren for at egenkapitalrentabiliteten er mindre enn egenkapitalkravet. Den strategiske analysen er et godt utgangspunkt for den regnskapsbaserte verdsettelsen da strategisk posisjon og risiko har innvirkning på regnskapsmåling og kontantstrømmer.

3.2 Ekstern analyse

Hensikten med den eksterne analysen er å identifisere hvilke muligheter og trusler NextGenTel møter i markedet. Dette for å belyse om NextGenTel kan oppnå meravkastning på den kapitalen som er investert. Analysen deles opp i to deler; en samfunns- og trendanalyse og en bransjeanalyse. I samfunns- og trendanalysen kartlegges ”ytre” påvirkninger på bransjen. Det vil si at fokus vil være på generelle samfunnsforhold og trender som påvirker konkurransesituasjonen i bredbåndsmarkedet. Bransjeanalysen tar utgangspunkt i Porters konkurransemodell, som benyttes for å analysere faktorer som påvirker konkurransesituasjonen innad i bransjen.

3.2.1 Samfunns- og trendanalyse

Finnes det trender eller andre forhold som kan påvirke muligheten for meravkastning i bredbåndsbransjen? Denne analysen må ses i sammenheng med Porters konkurransekrefter (avsnitt 3.2.2) ettersom det nå fokuserer på makroomgivelsene utenfor Porters konkurransekraftmodell (jamfør figur 3.2). De meste relevante faktorene i en slik makroanalyse er; samfunnsmessige, økonomiske, politiske og lovmessige, sosiokulturelle og teknologiske forhold.



Figur 3.2 Samfunns- og trendanalyse²³

Samfunnsmessige forhold

Med samfunnsmessige forhold menes blant annet befolkningssammensetning, sosiale klasser, demografi og urbanisering.

Etterspørselen etter produkter vil kunne bli påvirket av befolkningssammensetningen. For eksempel vet man at unge mennesker er raskere til å ta i bruk ny teknologi enn eldre, mens middelaldrende personer gjerne har størst kjøpekraft. Tendensen i befolkningssammensetning er at gjennomsnittsalderen øker litt²⁴. Dette er imidlertid så lite at det nok ikke vil ha nevneverdig betydning på en lang stund. Av andre forhold som kan nevnes er demografi. Norge er et land med en relativt spredt bosetting og lange avstander. Det betyr at det er kostnadskrevenende å bygge landsomfattende nett for bredbånd. Dette har ført til at mange aktører kun satser på leie av nett konsentrert rundt de store byene hvor avstandene er små og kundegrunnet stort. Implikasjonen av dette er at man ser en større konkurranse om kundene i de større byene enn man kan oppleve i distriktene.

Vi mener at samfunnsmessige forhold sett under ett, ikke har særlig betydning for muligheten for meravkastning i bransjen.

²³ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

²⁴ www.ssb.no

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold påvirker nasjoners generelle tilstand og vekst. Ved analyse av slike forhold i sammenheng med strategianalyse pekes det i litteraturen ofte på fire viktige faktorer i det makroøkonomiske bildet²⁵; økonomiens vekstrate, rentenivå, valutakurser og inflasjonsrater.

Vedrørende vekstraten i økonomien er Norge nå inne i en høykonjunktur som i den senere tid har gitt utslag i økt sysselsetting og lavere arbeidsledighet²⁶. Dette har ført til økning i husholdningenes konsum, noe som generelt sett betyr at konkurransepresset minsker. Bredbånd er en tjeneste som man nå kan få relativt billig og de fleste aktørene tilbyr billigste abonnement til rundt 250 kroner i måneden²⁷. Det er derfor rimelig å anta at bransjen ikke er veldig konjunkturavhengig, da tjenesten er relativt billig. På den annen side vil nok etterspørselen etter datamaskiner avhenge mer av økonomisk vekst, da dette er en større investering. Videre kan datamaskin og bredbånd i de seneste år ses på som komplementære produkter. De færreste kjøper i dag en ny datamaskin uten å samtidig investere i bredbånd. Det kan også tenkes at høykonjunktur fører til flere nyetableringer. Hvor mye den økonomiske veksten faktisk spiller inn er vanskelig å tallfeste. Vi er imidlertid av den overbevisning at det er andre forhold som virker sterkere inn på muligheten for meravkastning.

Rentenivået er en annen faktor som er viktig for husholdningenes forbruk. Samtidig er ofte denne faktoren mest relevant i bransjer hvor kundene må ta opp lån for å kunne kjøpe bransjens produkter, for eksempel i bilbransjen. Men, som nevnt over vil det nok være en viss synergi mellom økt investering hos husholdningene på datamaskiner og kjøp av bredbånd, noe som impliserer at rentenivået har en viss betydning. Rentenivået i Norge har vært lavt de siste årene, og de fleste prognoser viser relativt lavt rentenivå også i fremtiden²⁸. Vi er derfor av den oppfatning at rentenivået, på lik linje med den økonomiske vekstraten, ikke har noen særlig stor betydning for bransjen. Imidlertid vil rentenivået kunne påvirke bransjens investeringsvilje og man har i de seneste år sett mye teknisk utvikling innen blant annet IP-telefoni og IP-TV, samt at aktørene hele tiden søker etter å gjøre linjene sine raskere og mer driftssikre.

For å gi en kort oppsummering tror vi ikke at bransjen er særlig påvirket av økonomiske forhold. Bredbånd kan på mange måter i dagens samfunn sammenlignes med fasttelefonibransjen, som historisk sett har vært lite preget av konjunkturer.

²⁵ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

²⁶ www.ssb.no

²⁷ www.telepriser.no

²⁸ www.ssb.no

Politiske og lovmessige forhold

Lover og reguleringer legger begrensninger på bedrifters operasjoner, noe som kan gi både muligheter og trusler. Gjennom politiske vedtak og reguleringer kan ofte bransjer skjermes for utenlandske inntrengere og dermed redusere konkurransen. Bedrifter har til en viss grad mulighet til å påvirke disse vedtakene gjennom lobbyvirksomhet.

Den viktigste reguleringsaktøren innen bredbåndsmarkedet er Post- og Teletilsynet. Blant deres viktigste arbeidsoppgaver i forhold til bredbåndsmarkedet er å sørge for en effektiv konkurranse og at Telenor ikke misbruker sin dominerende rolle²⁹. Det har blitt signalisert fra politisk hold at det å stimulere til økt etterspørsel i offentlig sektor samt sørge for bedre koordinering og tilrettelegging av bredbåndsutbygging er viktige temaer i forhold til offentlig regulering³⁰.

Det nye regelverket i EU legger opp til en teknologinøytral regulering, det vil si at bredbåndnett betraktes på lik linje med andre elektroniske kommunikasjonsnett. Generelt kan tilbydere med sterk markedsstilling pålegges å gi tilgang til nett og tjenester dersom markedsanalyser viser markedssvikt. Slik tilgang kan omfatte alle ”essensielle fasiliteter” og nettelementer som anses å være nødvendig for konkurrerende tjenester. Dette kan eksempelvis være felles utnyttelse av infrastruktur og tilgang til overføringskapasitet. Telenor er nå pålagt særskilte forpliktelser når det gjelder tilgang til det faste aksessnettet og tilbyr tilgang til andre aktører gjennom produktet ”operatøraksess”. Det kan i denne sammenheng nevnes at Post- og teletilsynet har utpekt (21.02.2006)³¹ Telenor som en tilbyder med sterk markedsstilling og dermed pålagt selskapet særskilte forpliktelser i grossistmarkedene og bredbåndsaksess. Tilsynet har blant annet gitt Telenor en pristaksregulering som gjelder markedet for tilgang til det faste aksessnettet for levering av bredbånd. Prisreguleringen innebærer en prisreduksjon på ca 30 % fra 01.06.2006. Videre pålegger tilsynet Telenor å imøtekomme enhver rimelig anmodning om tilgang til det kobberbaserte aksessnettet.

Vi er av den oppfatning at politiske og lovmessige forhold fungerer som en viktig premissleverandør til bransjen, men at det ikke har så stor innvirkning på muligheten for meravkastning.

²⁹ Post- og teletilsynet (www.npt.no); Policydokument bredbåndnett

³⁰ www.npt.no

³¹ www.npt.no

Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler om hvordan sosiale trender og verdier påvirker en bransje. Sterke sosiokulturelle bevegelser kan endre folks konsummønster. Dette vil kunne skape bevegelse i markedene og muligheter og trusler for bedriftene.

I dagens samfunn ser man et økende fokus på tilgjengelighet. Folk ønsker blant annet å kunne jobbe hjemmefra og til enhver tid ha kontakt med omverden. Bredbånd kan da fungere som et viktig redskap. Videre ser man et sterkt økende fokus på teknologi. Bruksmønsteret vedrørende Internet og bredbånd har endret seg de siste årene. Forbrukerne har blitt mer avanserte nettbrukere og bruker nettet til blant annet å laste ned musikk og filmer, noe som setter krav til kapasiteten på bredbåndslinjene³². Internet blir også i stor grad brukt til direkte kommunikasjon, eksempelvis gjennom tjenester som MSN Messenger og Skype. Netthandel øker i omfang grunnet stort utvalg, rimelige priser og tilgjengelighet for forbrukerne. I tillegg belønnes ofte forbrukerne hvis de tar i bruk Internet når de handler. Blant annet tar flyselskapene mindre betalt når kunden bestiller over Internet enn hvis man gjør det pr. telefon. Disse trendene reflekteres i statistikk som er gjort på graden av bruk av ulike massemedia en gjennomsnittsdag (se fig. 3.3). Andelen som benyttet Internet en gjennomsnittsdag i aldersgruppen 9-79 år var i 2005 på ca 55 %, og nordmenn surfer i gjennomsnitt 44 minutter på Internet hver dag³³.

Andel som brukte ulike massemedier en gjennomsnittsdag, alder 9-79 år. 1995-2005. Prosent

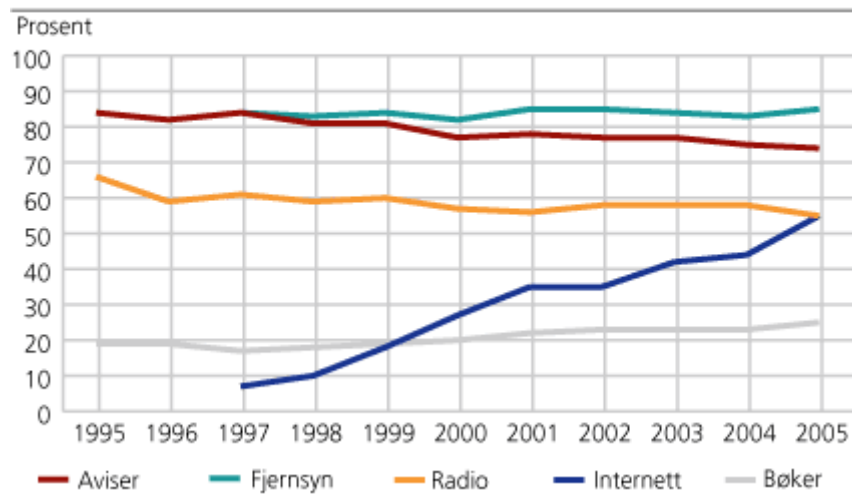


Fig 3.3 2006 © Statistisk Sentralbyrå

³² www.dagbladet.no

³³ www.ssb.no

Andre trender er folks økende mobilitet, samt økende globalisering. Med økende mobilitet mener vi at folk er mer i bevegelse enn før. Et resultat av dette er at de ønsker mobilt kommunikasjonsutstyr for å være mer fleksible. En følge av økt globalisering er økt antall samtaler på tvers av landegrensene. Dette er en fordel for aktører som tilbyr IP-telefoni da de har bedre vilkår for denne type samtaler ettersom de tilbyr billigere ringetid.

Vi mener at trendene som er nevnt vil kunne gi bransjen mulighet for meravkastning.

Teknologiske forhold

Endringer i teknologi kan raskt gjøre produkter gammeldags. Et av de viktigste resultatene av teknologisk utvikling er effekten på inngangsbarrierer. Det kreves ikke vesentlige investeringer i bygninger og ansatte for å starte i bredbåndsbransjen. Dette reflekteres i det store antall nye aktører som har kommet til de siste årene, og da særlig i urbane strøk, hvor det ”vrirler” av aktører³⁴.

Dette medfører at forbrukernes byttekostnader går ned med hensyn på hvilken leverandør man skal velge. De fleste leverandører klarer nå å tilby raske hastigheter på sine linjer noe som fører til at konkurransen konsentreres mer om pris. Både reduserte inngangsbarrierer og byttekostnader vil kunne være en trussel for bransjens mulighet til å oppnå meravkastning.

Generelt har den teknologiske utviklingen innenfor telekommunikasjon gått raskt de siste årene, og utviklingen ser til å fortsette. Dette byr både på muligheter og trusler for bransjen. Aktører har mulighet til å komme med nye og bedre løsninger, samtidig som man kan risikere at konkurrenter kommer i forkjøpet.

Innenfor IP-telefoni vil det nå de nærmeste årene komme trådløs IP-telefoni over WiMax-nettet. WiMax er et trådløst Metropolitan Area Network (MAN) med rekkevidde på opp til 20 km. Dette betyr at IP-telefoni på sikt vil kunne konkurrere med mobiltelefoni.

³⁴ www.computerworld.no

Oppsummering av samfunns- og trendanalysen

Det er flere forhold i samfunnet som påvirker muligheten for meravkastning i bredbåndsbransjen. Sosiokulturelle og teknologiske forhold har størst påvirkningskraft. I tillegg er politiske og lovmessige forhold viktige som en premissleverandør til bransjen.

3.2.2 Bransjeanalyse

For å identifisere trusler og muligheter NextGenTel står ovenfor innad i bransjen er det nødvendig å analysere bredbåndsbransjen. Som grunnlag for analysen er det naturlig å ta utgangspunkt i Porters Five Forces (konkurranseskraftmodellen)³⁵, se figur 3.4. I følge modellen står bedrifter ovenfor fem hovedtrusler i sin bransje som på hver sin måte truer bedriftenes muligheter for å drive lønnsomt i bransjen. Disse er intern rivalisering, kundens forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, substitutter og nykommere (inntrengere). Porter peker i sin modell på at jo sterkere de ulike kreftene er, jo mer vanskelig er det for etablerte bedrifter å bedre sin profit. Videre er modellen ment for å synliggjøre hvilke aktører som kaprer de største verdiene/har makt i bransjen.

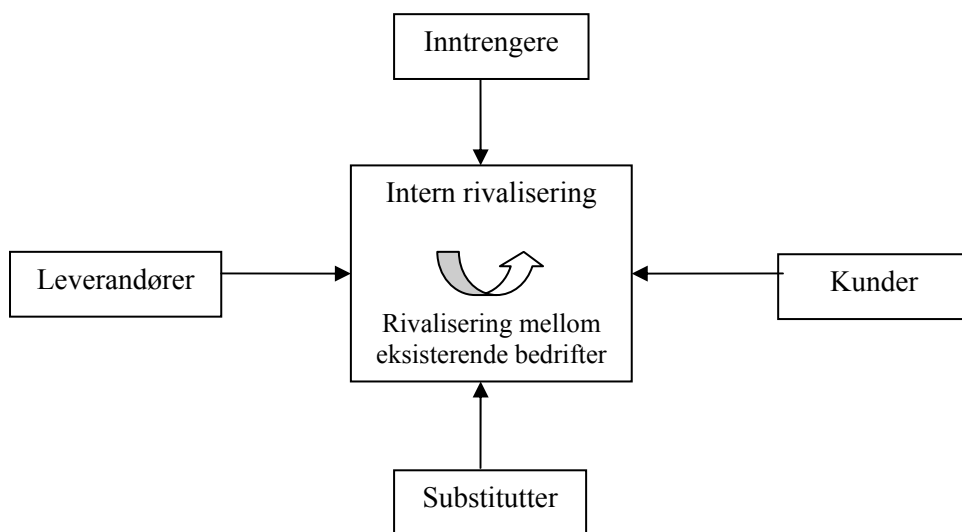


Fig. 3.4 Konkurranseskraftmodellen

Intern rivalisering

Intern rivalisering omhandler graden av konkurranse innad i bransjen. Eksisterende konkurrenter inngår i denne delen av modellen, og kan defineres som bedrifter som tilbyr produkter/tjenester

³⁵ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

som dekker samme behov hos kunden³⁶. Viktige momenter ved vurdering av intern rivalisering er markedsstruktur, etterspørsel og inn- og utgangsbarrierer.

Markedsstruktur

Bredbåndsmarkedet består av rundt 130 aktører. Markedet er fremdeles i vekst noe som fører til stadig tilvekst av nye aktører. Av de ulike tilbyderne har de fem største aktørene en markedsandel på til sammen ca 90 % (jamfør tabell 2.1). Det vil si at de resterende 125 aktørene deler på ca 10 % av markedet. De små tilbyderne har derfor svært liten markedsrett. Den fragmenterte markedsstrukturen fører til hard kamp om kundene gjennom eksempelvis priskonkurranse. Dette utgjør en trussel for bransjen og spesielt for de minste aktørene.

Verdt å merke seg i bredbåndsbransjen er Telenors dominerende posisjon. Telenor kontrollerer mesteparten av det norske bredbåndsnettet og leier ut kapasitet til mindre aktører. Markedet blir derfor til en viss grad regulert gjennom Telenors handlinger (som igjen reguleres av myndighetene).

Dagens fragmenterte markedsstruktur har få store aktører. På sikt er det ikke utenkelig at man ser en mer konsolidert bredbåndsbransje. Allerede i dag ser man tendenser til oppkjøp av små vellykkede aktører i kampen om markedsandelene. Når markedsveksten etter hvert avtar vil kampen om markedsandelene i enda større grad bestå av oppkjøp av konkurrenter. Hardere konkurranse på pris og tjenester kan også føre til exit for mange av de minste aktørene som i dag myldrer i bransjen. En konsolidert bredbåndsbransje kan gi større muligheter for meravkastning i bransjen.

Etterspørselsforhold

Bredbåndsbransjen er en relativt ung bransje, eksempelvis så NextGenTel dagens lys i 2000. Markedet er i fremdeles vekst noe som gjenspeiles i stadig nye bredbåndskunder:

	juli 2002	juli 2003	juli 2004	juli 2005
Bredbåndabonnement pr. 100 husstander	6,2	12,7	23,3	37

Tabell 3.1 Utbredelse av bredbånd³⁷

Ved utgangen av 2005 var 41 % av norske husholdninger tilknyttet bredbånd. Et marked i vekst gir de ulike aktørene grunnlag til å vokse uavhengig av hverandre. Bredbåndsmarkedet er enda i

³⁶ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

³⁷ www.bredbandsportalen.no

vekstfasen. Med samme tilbud av tjenester vil markedet etter hvert modnes og etterspørselen avta. Ny eller forlenget vekstfase til et produkt kan oppstå ved for eksempel ny teknologi. Dette kan sies å være aktuelt for bredbåndsbransjen. Mange husstander har i dag Internetttilgang gjennom bredbånd. Allikevel er det kun et fåtall som benytter seg av bredbåndstelefon. Bredbåndstelefon er nytt og lite utbredt og kan dermed sies å være i fødselsfasen. Denne teknologien kan derfor gi ekstra vekst og danne grunnlag for meravkastning over lengre tid for bransjen.

Inngangsbarrierer

Inngangsbarrierene til en bransje kan føre til redusert konkurranse. Høye inngangsbarrierer fører til mindre nyetableringer og kan derfor dempe konkurransepresset. Bredbåndsbransjen kan betegnes som en bransje med lave inngangsbarrierer. En nærmere utdyping av denne determinanten blir foretatt i avsnittet om inntrengere.

Utgangsbarrierer

Store utgangsbarrierer binder bedriftene til bransjen og kan hindre spekulative etableringer da det kan bli en kostbar affære dersom etableringen ikke lykkes. I bredbåndsbransjen er det noen aktører som har investert i eget bredbåndsnett. Dette er kostnadskrevenne langsiktige investeringer. Disse bransjespesifikke investeringene har liten alternativ verdi og øker derfor utgangsbarrierene. Det er et skille i bransjen mellom de aktørene med eget bredbåndsnett og de aktørene som leier kapasitet. Utgangsbarrierene for de sistnevnte aktørene er selvsagt lavere enn for dem med eget bredbåndsnett.

Bredbåndsbransjen er preget av oppkjøp. Det er en tendens til oppkjøp fremfor nedleggelse i bransjen. Dersom en får solgt kapitalbindende spesifikke investeringer vil dette gjøre exitmulighetene fra bransjen enklere.

En annen faktor som kan øke utgangsbarrierene er følelsesmessige bånd til bedriften/bransjen. Bredbåndsbransjen har en relativt kort historie uten særlige tradisjoner. Det kan tenkes at enkelte gründere har sterke bånd til bedriften/bransjen, men i hovedsak er eierne profittmaksimerende investorer uten følelsesmessig tilknytning.

Oppsummering intern rivalisering

Den interne rivaliseringen kan utgjøre en trussel mot bransjens mulighet til å oppnå en meravkastning. Hovedgrunnen til det er den fragmenterte strukturen og de lave inngangsbarrierene.

Selv om etterspørselsforholdene og utgangsbarrierene begrenser trusselen, mener vi at den interne rivaliseringen samlet sett mer utgjør en trussel enn en mulighet.

Kunder

Kundenes makt er med på å avgjøre en bedrifts evne til å skape profitt. Kundenes forhandlingsmakt refererer til kundenes evne til å forhandle ned prisene eller å øke kostnadene i en bransje ved å etterspørre bedre kvalitet og/eller service³⁸. Faktorer som eksempelvis størrelse på kunden, antall kunder, byttekostnader, andel av omsetningen og produkt differensiering er med på å avgjøre graden av kundemakt. Stor grad av kundemakt kan være en trussel for bransjen.

Bredbåndsbransjens kunder er sluttbrukerne/abonnentene. Kundene er hovedsakelig mange og små, med unntak av enkelte større bedriftskunder, hvor den enkelte kunde utgjør en liten del av den totale omsetningen. Dette tilsier at den enkelte kunde har relativt liten forhandlingsmakt. Kundene i bredbåndsbransjen handler i små kvanta og det er få muligheter for vertikal integrasjon.

Kundene har allikevel en reell forhandlingsmakt ved at de enkelt kan skifte leverandør. Bredbåndsbransjen er en gjennomsiktig bransje noe som øker graden av kundemakt. Ulike Internetaktører³⁹ tilbyr prissammenligningstester og bidrar til hardere konkurranse i markedet. Prisbevisste kunder kan dermed enkelt finne det billigste bredbåndet som tilfredsstillende ønsket hastighet og ”shoppe rundt” mellom de ulike aktørene. Dette øker kundenes forhandlingsmakt.

Byttekostnader reduserer kundenes forhandlingsmakt. Vanlig praksis hos bredbåndsleverandørene er både bindingstid på abonnement og etableringsgebyr. Dette for å binde kundene tettere til aktørene og redusere faren for å tape kunder til konkurrenter. Byttekostnader vil alltid være et sterkt virkemiddel for å holde på kundene. En illustrasjon på at byttekostnadene i bredbåndsbransjen er høye for kundene kan illustreres med oppkjøpet NextGenTel gjorde av Agder Energi høsten 2005. Her betalte NextGenTel en pris som tilsvarer ca 9200 kroner pr kunde⁴⁰. Til sammenligning betalte TeliaSonera ca. 5000 pr. kunde ved oppkjøpet av Chess⁴¹ noe som ble betegnet som en høy pris. Det kan altså synes som om selskapene verdsetter kundene mer i bredbåndsbransjen på grunn av sterkere kundelojalitet og høyere byttekostnader enn mobilbransjen.

³⁸ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

³⁹ Eks: www.telepriser.no

⁴⁰ www.nextgentel.no; Børsmelding; ”Closing av avtalen med Agder Energi AS”

⁴¹ www.computerworld.no

Kort oppsummert kan man si at kundene har en viss forhandlingsmakt i og med deres mulighet til å skifte tilbydere. Allikevel er ikke dette noe foreløpig trussel mot bransjen da kundene er mange og små.

Substitutter

Substitutter er produkter som helt eller delvis dekker de samme behovene hos forbrukerne⁴². Nære substitutter er en sterk konkurransemessig trussel ettersom disse begrenser prisen selskaper kan ta for sine produkter og dermed redusere bransjens lønnsomhet. Er prisnivået på marginen lavere i substituttmarkedet, er faren stor for at kundene vil gå over til disse substituttene.

Bredbåndsbransjen leverer tjenester forbrukerne kan få dekket i også andre bransjer. Det finnes substitutter til både bredbånds Internet, bredbåndstelefoner og digital-TV.

Hovedproduktet til bredbåndsbransjen er høyhastighets Internettilgang. Det er vanskelig å finne tilsvarende tilbud, men bruken av analoge signaler gjennom telefonlinjen kan dekke et grunnleggende behov hos forbrukerne til surfing på Internet. Vi anser likevel ikke dette til å være et fullverdig substitutt da hastigheten, som stadig blir viktigere, er svært begrenset ved analoge signaler. Byttekostnadene vil være store dersom en anser tid som en knapp faktor.

Bredbåndstelefoner er fremdeles lite utbredt og helt i startfasen. Det eksisterer flere produkter som kan regnes å være substitutter til denne typen telefoner. Først og fremst er den vanlige analoge telefonen og mobiltelefoner sterke konkurrenter. Den kanskje sterkeste utfordreren til bredbåndstelefoner er dataprogrammer som kan brukes til gratis telefoner over Internet. Et eksempel er det svært populære gratisprogrammet Skype som på kort tid har etablert en svært solid og global kundemasse. Skype gir brukerne anledning til å snakke sammen gratis samt ringe svært billig til fasttelefon. Gründer av Skype, Niklas Zennström, uttalte i mars 2005 at de da hadde 29 millioner brukere med en daglig tilvekst på 155 000 brukere⁴³. Ved utgangen av april 2006 hadde Skype passert 100 millioner brukere⁴⁴. Det er innlysende at slike dataprogrammer er reelle trusler og substitutter til bredbåndstelefoner.

⁴² Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

⁴³ www.dagbladet.no

⁴⁴ www.n24.no

Bredbåndsselskapene skal prøve å ta opp kampen mot etablerte leverandører av TV-signaler. Både parabol, kabel-TV og til dels den vanlige TV-antennen er substitutter til TV gjennom bredbåndsnettet. I parabol og kabel-TV markedet er det flere tilbydere og en sterk konkurransesituasjon. Slike tilbydere er sterke substitutter til bredbånds-TV og det er i dag flere kabel-TV leverandører som også tilbyr bredbåndstjenester.

Oppsummert kan man si at bredbåndsselskapene ikke opplever noen særlig trussel fra substitutter hva gjelder bredbånds Internet. Når det gjelder andre tjenester som bredbåndstelefon og TV er trusselen mer reell, men siden dette foreløpig er en liten del av bransjen har det ikke så mye å si for helheten.

Inntrengere

Inntrengere vedrører potensielle konkurrenter som ikke på nåværende tidspunkt konkurrerer i bransjen, men som er kapable til det⁴⁵. I lønnsomme bransjer vil det alltid være en trussel for at nye aktører vil komme inn på markedet. Derfor vil eksisterende aktører være ivrige etter å ha høye inngangsbarrierer. Risikoen for inntrengere avhenger i stor grad av eventuelle inngangsbarrierer og vil kunne utgjøre en trussel for bransjens eksisterende aktører.

I vårt tilfelle kan inntrengere være kabeloperatører eller strømleverandører som allerede betjener nett til kundene og besitter kompetansen som skal til for å videreutvikle sitt produktvalg til også å gjelde bredbånd. Inntrengerne vil derfor kunne ha lavere inngangsbarrierer enn nystartede aktører da de kan benytte sine allerede eksisterende ressurser. Andre inntrengere kan være utenlandske bredbåndsselskaper.

Store aktører vil ofte ha fordeler ved å kunne sentralisere funksjoner som markedsføring og salg. Slike fordeler betegnes gjerne skalafordeler. Det vil videre være slik at de større aktørene ofte har lavere kostnader pr. nye kunde enn det mindre aktører har og at eksisterende aktører nyter godt av skalafordeler ved utvikling og etablering av ny infrastruktur. Å kunne dele de faste kostnadene ut på en stor kundemasse kan være avgjørende for om en slik investering er lønnsom. Det er her viktig å skille mellom aktører med eget nett og de som baserer seg på leie. Bredbåndsaktører uten eget nett har lavere faste kostnader noe som gir lavere inngangsbarrierer til denne delen av bransjen.

⁴⁵ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

For sluttbruker vil det i utgangspunktet være det samme hvor man får bredbånd fra. Dette da de fleste leverandørene tilbyr de samme hastighetene. Dette gjør bredbånd isolert sett til et lite differensierbart produkt. Videre er det flere nettstedet som gir daglige oversikter over alle aktørenes tilbud og tilhørende priser. På den måten kan man si at bransjen er relativ lik mobilbransjen ettersom merkeloyalitet spiller en mindre rolle. Man opplever heller større fokus på prisdifferensiering. Lav merkeloyalitet gir lavere inngangsbarrierer.

Imidlertid kan aktørene differensiere seg gjennom ulike tilleggstjenester tilknyttet bredbåndet. Dette kan eksempelvis være bredbånds-TV eller IP-telefoni, noe ikke alle aktørene tilbyr. I den senere tid har man sett at flere aktører, deriblant NextGenTel, har fått sterk kritikk av ulike forbrukerorganisasjoner grunnet dårlig kundeservice. Slike forhold kan skade merkeloyaliteten til de berørte aktørene. Samtidig skal man huske på at bredbåndsbransjen er en relativ ung bransje hvor mange av aktørene kun har vært på markedet noen få år. Dette betyr at de færreste har hatt tilstrekkelig tid til å opparbeide seg et sterkt merkenavn, eksempelvis forbundet med lave priser og/eller høy hastighet. Unntaket i den sammenheng vil kunne være selskap som allerede før inntreden i bredbåndsmarkedet hadde et etablert merkenavn grunnet deltakelse i andre markeder, eksempelvis Telenor, BKK og Lyse.

Kostnadmessige fortrinn dreier seg om hvorvidt inntrengere kan oppnå samme kostnadsstruktur som de etablerte aktørene eller om de etablerte har en absolutt fordel. Her vil det typisk være slik at de større mer etablerte aktørene oppnår bedre finansieringsvilkår da de ofte representerer mindre risiko. I bredbåndsbransjen er det et skille mellom aktører som har eget nett og de som ikke har det. Aktørene uten eget nett må leie kapasitet, noe som kan resultere i langvarige høye leiekostnader. Alternativet til å leie vil være å bygge eget nett, men det innebærer for de fleste for store engangsinvesteringer hvor man i stor grad er avhengig av skalafordeler og effektiv utnyttelse av investeringen.

Myndighetene regulerer og legger forholdene til rette for nye aktører. Telenor reguleres relativt hardt og er påbudt blant annet å selge tilgang til konkurrenter i bredbåndsbransjen. Dette gir en betydelig begrensning i inngangsbarrierene til bransjen, og er kanskje hovedårsaken til det store antallet nyetableringer vi har sett de siste årene. For å regulere Telenor er myndighetene i stor grad avhengig av Telenors evne og vilje til å rapportere kostnader forbundet med videresalg av linjekapasitet. Dette gir Telenor insentiver til å oppjustere kostnadene. Om dette er tilfelle er uvisst,

men det sannsynliggjør det faktum at muligheten til enda lavere etableringskostnader er tilstede. Post- og Teletilsynet har altså her en utfordring da de må gjennomskue og se bak de tallene Telenor rapporterer. I hvilken grad tilsynet klarer dette er usikkert.

Med denne bakgrunn kan man hevde at inntrengere utgjør en trussel mot bransjens mulighet til meravkastning på grunn av de relativt lave inngangsbarrierer.

Leverandører

Leverandørenes forhandlingsmakt refererer til leverandørenes evne til å øke prisen på innsatsfaktorer og/eller å øke kostnadene i bransjen på annen måte, eksempelvis ved lav kvalitet eller dårlig service⁴⁶. Grad av leverandørenes forhandlingsmakt avhenger av de ulike leverandørenes størrelse, andel av omsetningsmasse hos forhandlerne og antall leverandører på de ulike produktmarkedene.

De fleste av aktørene i bredbåndsbransjen leier i dag nett av Telenor. Dette betyr at de ikke i noen særlig grad er avhengig av leverandører, annet enn eventuelt til rutere og programvare/hardware. Her finnes det mange alternative leverandører og byttekostnadene mellom disse er lave. De vil derfor ikke ha noen vesentlig forhandlingsmakt overfor bransjen.

Det er her viktig å legge merke til Telenor sin rolle i markedet ettersom Telenor både er en konkurrent og en leverandør. Det at Telenor kontrollerer det klart største nettverket gir i seg selv selskapet mye makt. Forhandlingsmakten til Telenor som leverandør er likevel begrenset grunnet de reguleringer selskapet står ovenfor, som tidligere beskrevet.

Enkelte selskaper, som NextGenTel, satser i likhet med Telenor på eget nett. Disse vil være avhengig av leverandører som kan tilby nettverkskomponenter og som kan hjelpe til med utbygging og vedlikehold av nettet. Her kommer store leverandører som Bravida, Ementor og Cisco inn i bildet. Eksempelvis er Bravida den klart største aktøren innen montering og vedlikehold av nett, og vil inneha forhandlingsmakt.

Samlet sett utgjør ikke leverandørene noen stor trussel mot bransjens mulighet som helhet for meravkastning.

⁴⁶ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

Oppsummering bransjeanalyse

Intern rivalisering i bredbåndsbransjen vil kunne utgjøre en trussel for samtlige aktører i bransjen. Inntrengere utgjør også en trussel, da inngangsbarrierene i bransjen er relativt lave. Dette avhenger imidlertid av at Telenor fortsatt vil bli regulert av Post- og Teletilsynet, noe som vil skje så lenge de har en dominerende stilling og besitter ”essensielle fasiliteter” de er lovpålagt å dele. Selv om det eksisterer alternative tilgangsmuligheter er det ingen klare substitutter til høyhastighets Internetttilgang via bredbånd og kundenes forhandlingsmakt kan anses som lav. Dette kan gi muligheter for meravkastning for bransjen. Leverandørens forhandlingsmakt kan også anses som lav, men her er det viktig å være klar over Telenor sin rolle, da de for flere aktører i bransjen fungerer som en leverandør.

3.3 Intern analyse

Den interne analysen skal identifisere bedriftens sterke og svake sider. Fokus vil være å avdekke NextGenTel sine eventuelle konkurransefortrinn. Med konkurransefortrinn menes at bedriften skaffer seg en posisjon som gjør den i stand til å oppnå en høyere lønnsomhetsgrad enn gjennomsnittet i bransjen⁴⁷. Med vedvarende konkurransefortrinn vil bedriften kunne opprettholde en høyere lønnsomhetsgrad også på sikt. For å kartlegge bedriftens konkurransefortrinn er det nødvendig å analysere ressursene som bedriften baserer sin virksomhet på samt de aktivitetene den benytter i konkurransen på markedet.

KIKK-analysen identifiserer NextGenTels mulige kilder til konkurransefortrinn. Ettersom bedriftens konkurransefortrinn baserer seg på dens ressurser gjennomgås de ulike gruppene av ressurser for å identifisere hvor bedriften har sin styrke. Deretter benyttes SVIMA-analyse for å vurdere hvorvidt de strategiske ressursene vil kunne gi grunnlag for vedvarende konkurransefortrinn.

En ressursbasert intern analyse gir innsikt i strategiske fordeler som man må ta hensyn til i den strategiske budsjetteringen i kapittel 6.

⁴⁷ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

3.3.1 KIKK analyse

I KIKK-analysen kartlegges kildene til mulige konkurransefortrinn hos NextGenTel. Kildene deles inn i fire; Kostnadsstruktur, Innovasjon, Kvalitet og Kundeorientering⁴⁸.

Kostnadsstruktur

En lav kostnadsstruktur vil kunne gi selskap konkurransefortrinn. Dette gjelder spesielt i gjennomslippt bransjer, som bredbåndsbransjen, hvor mange av aktørene tilbyr like produkter.

NextGenTel opplyser at de hele tiden er ute etter å tilby best mulige tjenester til konkurransedyktige priser. Dette skal oppnås gjennom blant annet automatiserte prosesser og rutiner som minimaliserer menneskelig involvering. Selskapet opplyser at de har en faktabasert kultur med et sterkt fokus på statistikk over alle prosesser som skal hjelpe dem i å tilby et bedre produkt mest mulig kostnadseffektivt.

En viktig ting å påpeke er at NextGenTel har eget nett som de hele tiden forsøker å forbedre og bygge ut. Her er det sentralt å få gode avtaler og vilkår av leverandører, eksempelvis Bravida. Det er tidligere påpekt at Bravida innehar en del forhandlingsmakt. Det kan derfor være vanskelig for NextGenTel å få unike avtaler av en så stor leverandør. NextGenTel satser på produktutvikling og best mulig hastighet. Dette er faktorer som genererer kostnader. Man kan derfor vanskelig hevde at NextGenTel er en typisk lavprisaktør. Da særlig hvis man ser mot konkurrenter som leier nett av Telenor og kun satser på å tilby det billigste abonnementet.

NextGenTel må likevel kunne klare å konkurrere på pris for å overleve. For å få dette til ser det ut til at selskapet fokuserer mer på noen områder enn andre. Kundeservice er noe de har fått sterk kritikk for de siste årene og ser ut til være et område hvor NextGenTel prioriterer å være svært kostnadseffektive. Selskapet vektlegger blant annet løsninger som gjør at kundene selv kan betjene og løse problemer med sitt abonnement. Dette er også fremhevet av analytikere. Blant annet sa Carnegie-analytiker Espen Torgersen i et intervju med Aftenposten 17.11.05; "Det er ingen teleaktører som yter super kundeservice til alle sine kunder - det er for dyrt i Norge. Det er veldig vanskelig, ikke minst for et selskap som vokser så mye som NextGenTel, å ha den rette balansen på kostnader på kundeservice på den ene siden og kundetilfredshet på den andre⁴⁹".

⁴⁸ Stensaker, Inger (2005), Forelesningsnotater STR210.

⁴⁹ www.aftenposten.no

På den annen side ser det ut til at NextGenTel satser hardt på kontinuerlige hastighetsøkninger, uten at dette skal øke prisen kundene betaler. De mest vanlige abonnementene selskapet tilbyr har fått en hastighetsøkning på 40-50 % bare i januar 2006, uten at kundene må betale mer. For å få dette til må man nødvendigvis oppgradere og forbedre nett, noe som genererer kostnader og ressurser.

NextGenTel har 216 ansatte og ca 150 000 kunder. Det gir et snitt på ca. 700 kunder pr. ansatt. Sammenlignes dette med for eksempel Lyse Tele og Catch/Bluecom, som også har bredbånd som sin hovedbeskjeftigelse, har disse henholdsvis ca 350 og 330 kunder pr. ansatt⁵⁰. Dette peker i retning av at NextGenTel er effektivt organisert og kan dra nytte av stordriftsfordeler. Sannsynligvis har NextGenTel en god kostnadsstruktur sammenliknet med sine mindre konkurrenter. Det kan derimot tenkes at Telenor og Tele2, som tross alt er blant de største konkurrentene til NextGenTel, muligens drar nytte av stordriftsfordeler i større grad enn NextGenTel da de er vesentlig større organisasjoner. Eksempler på stordriftsfordeler for Tele2 og Telenor i bredbåndsmarkedet kan tenkes å være reklamekampanjer, kundeservice og administrasjon.

Kort oppsummert er vi av den oppfatning at NextGenTel sannsynligvis har en god kostnadsstruktur. Allikevel er det ikke først og fremst på dette området selskapet har sine konkurransefortrinn, spesielt sammenliknet med sine største konkurrenter. NextGenTel sin kostnadsstruktur vil bli ytterligere belyst i forholdstallsanalysen, kapittel 5.

Innovasjon

Utvikling av nye produkter, tjenester og forbedring av eksisterende tilbud er resultater av innovasjon. Innovasjon kan gi NextGenTel konkurransefortrinn i form av eksempelvis lavere kostnader eller differensierte produkter.

Innovasjon er utvilsomt et satsingsområde for NextGenTel. Deres visjon om å endre måten vi lever på gjennom Internet og telekommunikasjon ved å være et ”neste generasjons telekommunikasjonsselskap”, krever innovasjon. Selskapet jobber derfor kontinuerlig med utvikling av nye og forbedrede tjenester for å kunne differensiere seg i bredbåndsmarkedet. Et godt eksempel på det er stadig raskere bredbåndslinje-hastighet ut til kundene til samme eller lavere pris.

⁵⁰ Ravn Foretaksinformasjon

Siden oppstarten i 2000 har NextGenTel økt hastigheten ti ganger til samme abonnementspris. Siste oppgradering skjedde i slutten av januar 2006. Til sammenligning har Telenor lovet sine kunder samme hastighetsøkning, men det skjer ikke før på vårparten inneværende år⁵¹. Utvikling av bredbåndstelefon og IP-TV er også et av satsingsområdene til NextGenTel. Selskapet har et langsiktig mål om å inkludere mobiltelefonløsninger i sitt produktinnhold.

Broadpark er NextGenTel sin bredbåndsportale på Internet. Her tilbys kunden blant annet å se video og tv-programmer til lave priser. Denne tjenesten lar kunden personifisere sitt innhold og er under stadig utvikling. På denne måten skiller NextGenTel seg fra andre bredbåndsselskaper som ikke tilbyr samme tjenester. Den direkte inntjeningseffekten av salget til slike tjenester er foreløpig minimal, men når kundemassen etter hvert stabiliseres ser NextGenTel fremtidige inntjeningsmuligheter på dette området. Det kan tenkes at tjenestene har ført til flere nyetableringer og opptjent goodwill, men dette er svært vanskelig å måle.

For å kunne utvikle nye produkter og tjenester har NextGenTel et tett samarbeid med partnere som it- og teletjenesteleverandørene Cisco, Alcatel og IBM. Ved å dra nytte av disse samarbeidspartners teknologier og tjenester kan NextGenTel stadig tilby kundene et bedre og oppdatert produkt.

Hard konkurranse i bredbåndsmarkedet medfører økt fokus på differensiering og lave kostnader. Dette har NextGenTel tatt konsekvensene av ved å blant annet satse på innovative løsninger. Når de i tillegg er en av de største aktørene i markedet blir nye løsninger mer synlige blant kundene. Å differensiere seg fra mindre aktører som ikke har samme ressurser tilgjengelig til utvikling kan danne et verdifullt grunnlag for meravkastning over tid.

Kvalitet

Kvalitet er et mål på hvor godt produktet tilfredsstiller de krav som stilles til produktets egenskaper. Ved å differensiere seg på kvalitet kan en bedrift oppnå at konsumentene foretrekker deres produkt framfor konkurrentenes.

NextGenTel er opptatt av å gi kundene kvalitet gjennom hurtig linjehastighet og mangfoldig produktutvalg til lave priser. Attraktive bredbåndsmuligheter skal tilfredsstille høye kundekrav. For

⁵¹ www.telenor.no

å sikre nødvendig kvalitet på sine tjenester er NextGenTel opptatt av å analysere markedet til enhver tid. Alt fra innhenting av data om allmenn interesse for bredbånd til hvor mange kunder som velger å oppgradere linjene sine måles og analyseres for best mulig å kunne dekke høye kvalitetskrav fra forbrukerne. NextGenTel er opptatt av et driftssikkert og stabilt nett. For å sikre dette har de døgnkontinuerlig overvåkning av linjene samt driftspersonell strategisk plassert for rask å ordne opp i problemer.

Servicekvalitet er et viktig kvalitetsaspekt i de fleste markeder. Dette har inntil nylig vært et nedprioritert område hos NextGenTel. Fjoråret var preget av flere nyhetsoppslag om dårlig service, da spesielt hos kundesenteret. Kundeservice har blitt forsømt til fordel for satsing på innovasjon. Dette har nå NextGenTel tatt konsekvensene av. Flere tiltak er iverksatt for at kundene skal oppleve tilfredsstillende servicekvalitet. Allikevel kom NextGenTels markedsjef Morten Ågnes med følgende innrømmelse til Aftenposten den 15.11.05⁵²; ”NextGenTel legger mest vekt på å ha det beste produktet til den riktige prisen, kundeservice er ikke topp-prioritet.”

Kvalitet hos NextGenTel uttrykkes gjennom deres tilbud av produkter og tjenester. Dette er satsingsområder selskapet stadig utvikler videre. Selv om ikke selskapet kan sies å ha like god kvalitet i alle ledd mener vi allikevel kvalitet er en kilde til konkurransefortrinn som bør analyseres nærmere.

Kundeorientering

Kundeorientering vedrører det å identifisere og tilfredsstillende kundebehov. Det innebærer blant annet servicebegrepet som ble presentert og delvis behandlet i forrige avsnitt. Det er her altså viktig å påpeke at det servicearbeidet NextGenTel utfører gjenspeiler en del av deres kundeorientering, og det kan være naturlig å hevde at selskapet undervurderte kundenes behov for direkte støtte. Denne konklusjonen støttes av antall klager Forbrukerombudet mottok på NextGenTel i 2005. Frem til november 2005 hadde ombudet mottatt 889 klager, og mye av klagen dreiet seg om dårlig hjelp til problemer som hadde oppstått⁵³.

Det er naturlig at et selskap med over 150 000 kunder opplever at enkelte kunder eksempelvis får problemer med noe av det utstyret de får tilsendt. Fra kundens synsvinkel er dette uakseptabelt,

⁵² www.aftenposten.no

⁵³ www.aftenposten.no

men feilen blir fort glemt så lenge selskapet raskt retter den opp. Problemet til NextGenTel er at de har brukt meget lang tid på en del av disse tilfellene. Kundene opplever at de ikke kommer i kontakt med selskapets kundeservice og når de først har kommet gjennom så er hjelpen tilsynelatende mangelfull. Slike forhold kan svekke selskapets merkenavn og bidra til lavere kundeorientering.

Det kan imidlertid nå se ut som om selskapet ønsker å fokusere mer på kundeservice da markedsdirektør Morten Ågnes i slutten av november 2005 gav følgende uttalelse; ”Kundeservice er viktig. En rekke avhjelpende tiltak er iverksatt for å sette NextGenTel i stand til å levere de beste produktene til alle våre kunder, med kundeservice som kundene kan være fornøyd med. Blant annet er bemanningen økt, en rekke rutiner er gjennomgått og endret, kundene er gitt enda flere muligheter til selv å kunne utføre endringer på vår web”⁵⁴.

Hvorvidt disse tiltakene vil bedre servicen til kundene på sikt er enda uvisst, men signalene er positive. Blant annet uttaler forbrukerombudet 06.01.06; ”Vi mener NextGenTel har ordnet bra opp i selskapet, ombudet mottar nå svært få klager på NextGenTel”⁵⁵.

Samlet sett mener vi at NextGenTel nå har en akseptabel kundeorientering. Man kan likevel ikke se bort i fra at mange forbrukere har fått et så dårlig bilde av selskapet at det kan bli vanskelig å opprette tilliten umiddelbart. Selskapet sin kundeorientering kan ikke sies å gi grobunn til konkurransefortrinn.

Oppsummering av KIKK-analysen

Kvalitet og innovasjon er de viktigste kildene til konkurransefortrinn for NextGenTel. Disse vil derfor bli særlig belyst videre i et ressursbasert perspektiv. Med kvalitet tenker vi først og fremst på hurtig linjekapasitet til konkurransedyktige priser.

3.3.2 Ressursbasert perspektiv

Et selskap som NextGenTel har mangfoldige ressurser på flere ulike plan og en bedrift kan dermed sees på som en portefølje av ressurser. Ressurser har både sterke og svake egenskaper, noe som gir virksomheten fordeler og ulemper i forhold til konkurrentene⁵⁶. Vi vil her begrense oss til å

⁵⁴ www.nettavisen.no

⁵⁵ www.dagensit.no

⁵⁶ Barney J.B. (2001): Gaining and sustaining competitive advantage

identifisere de hovedressursene som kan antas å gi opphav til konkurransefortrinn. Dette skjer på bakgrunn av diskusjonen tilknyttet NextGenTels kilder til konkurransefortrinn. Ressursene deler vi i fem ulike kategorier; fysiske, finansielle, organisatoriske, relasjonsbaserte og kompetansebaserte⁵⁷. Neste steg blir å analysere de mest vesentlige ressursene ved hjelp av SVIMA-verktøyet for å se i hvilken grad noen av disse kan skape varige fortrinn.

Fysiske ressurser

Fysiske ressurser er vanligvis balanseført. I den sammenheng kan det være naturlig å se på fysiske ressurser som eksempelvis driftsmidler og varer.

NextGenTel har eget bredbåndsnett, noe som helt klart er en viktig fysisk ressurs for selskapet. Utviklingen av eget nett har foregått kontinuerlig siden oppstarten av selskapet i 2000. Med stadig utbredelse og forbedring gir dette et verdifullt grunnlag for NextGenTel i kampen om markedsandelene. Selskapet er svært opptatt av å levere kvalitet til kunden. Derfor har de inngått strategisk samarbeid med ledende utstyrsleverandører for å sikre videre utvikling av de ulike nettverkskomponentene. NextGenTel er opptatt av å benytte mørk fiber i sitt nettverk. Fordelene med å bruke mørk fiber fremfor vanlig fiber er at kapasiteten og hastigheten kan økes hurtig uavhengig av andre aktører. For å sikre stabil bredbåndstilgang er også bredbåndslinjene konstruert i ringer slik at ved eventuelle brudd på en ring kan trafikken rutes i motsatt retning uten at det merkes hos kunden.

De ulike IT-systemene til NextGenTel må også trekkes frem under fysiske ressurser. Utvikling av informasjonsteknologi er særdeles viktig for en bredbåndsaktør som NextGenTel. Effektive IT-systemer kan bidra til høyere kundetilfredshet og ikke minst lavere kostnader. For å levere bredbånd til en økende kundemasse og til konkurransedyktige priser er NextGenTel avhengig av stadig forbedring av prosesser ved hjelp av automatiserte systemer og rutiner. Det kan nevnes at det i 2005 ble investert ca. 16 millioner kroner i interne utviklingskostnader. NextGenTel baserer seg på salg av bredbåndabonnement over Internet og telefon. Å bruke Internet som salgskanal stiller krav til utviklet teknologi og oversiktelig hjemmeside. Kunden må få inntrykk av kvalitet fra første stund. Også på dette området har NextGenTel lagt ned mye ressurser til utvikling. Stadige forbedringer medfører at det blir enklere å både bli kunde og være kunde hos NextGenTel.

⁵⁷ Stensaker, Inger (2005), Forelesningsnotater STR210.

Av andre fysiske ressurser kan det nevnes at NextGenTel har hovedkontor i Bergen og mindre kontorer i de øvrige større byene. Denne geografiske utbredelsen kan skape en viss nærhet til kundene, men lokalitet er ikke det viktigste for NextGenTel da de baserer seg på indirekte kundekontakt gjennom Internet og telefon.

At NextGenTel har eget bredbåndsnett regner vi som den viktigste fysiske ressursen til selskapet. Eget nett kan skape meravkastning over tid etter hvert som investeringene avtar og selskapet kan høste gevinst av å eie fremfor leie.

Finansielle

Finansielle ressurser er finansielle eiendeler som fordringer, bankinnskudd, kontanter og investeringer. Slike eiendeler er som oftest balanseført og da til historisk kost eller virkelig verdi.

NextGenTel har de første årene gått med underskudd. Dette skyldes den oppstart- og vekstfasen selskapet fremdeles er inne i. Selskapet opplyser i sin årsrapport for 2004 om et underskudd for konsernet på 7,3 millioner kroner. Året før var underskuddet på 52,6 millioner kroner. Det har følgelig vært en betydelig resultatforbedring, en utvikling selskapet regner med vil vedvare. Rapporterte tall for 2005 viser et overskudd på 2 millioner kroner. Dette er i samsvar med utviklingen de siste årene.

NextGenTel sitter på en stor kontantbeholdning, og ved utgangen av 2005 var denne på 144,9 millioner kroner. Dette gir selskapet finansiell frihet til å kunne vokse gjennom oppkjøp, investeringer i nett og utvikling av ulike nye tjenester. Eksempelvis kjøpte de opp PC Support Bredbånd i 3.kvartal 2005 for 19,6 millioner. Utbyggingen av nett fortsetter også kontinuerlig. Gjennom 2005 har selskapet investert i utvidet infrastruktur samt etablert en rekke nye sentraler. Vedrørende finansieringsstrukturen hadde selskapet en egenkapitalandel på 42,7 % i 2005, noe som må betegnes som solid.

For å ytterligere styrke sine finansielle muligheter til å investere tok selskapet opp et obligasjonslån (sitt første) på 200 millioner kroner i januar 2006⁵⁸. Dette illustrerer viktigheten av investeringer for at NextGenTel skal lykkes i bredbåndsmarkedet og gir grunnlag til å satse videre på nyskaping.

⁵⁸ NextGenTel børs melding 1. februar 2006

For å kunne drive virksomhet på en lønnsom måte er det et krav at NextGenTel har en forsvarlig finansieringsstruktur. Tatt i betraktning av at NextGenTel er i en vekstfase og driver i et marked hvor kontinuerlige investeringer er en nødvendighet anser vi dette som en viktig ressurs for selskapet.

Organisatoriske

Organisatoriske ressurser er immaterielle og omfavner blant annet rutiner, prosedyrer og organisasjonskultur.

NextGenTel fremhever sin egen kultur som faktabasert da de legger stor vekt på måling og analyse. Faren med å være faktabasert er at man ikke oppnår den kreativiteten og utviklingen som er nødvendig i en bransje som preges av endringer. For å løse dette har selskapet en utpreget prosjektkultur hvor man kan utveksle ideer og utnytte kunnskapen som ligger i selskapet. Blant annet gjør selskapet en vesentlig del av systemutviklingen internt, eksempelvis rundt utviklingen av bredbåndstelefon, bredbåndsportalen Broadpark og tjenesteutvikling av selskapet som en Triple Play aktør. Dette er og har vært vellykkede prosjekter og beviser dermed til en viss grad at organisasjonskulturen og organiseringen fremhever utvikling.

Ved utgangen av 2005 hadde selskapet ca. 216 ansatte. Selskapet opplyser ikke hvordan disse er organisert. Det man imidlertid kan si på generelt grunnlag er at når organisasjoner vokser kan man etter hvert få uønskede byråkratiske effekter. Med det menes at tiden fra en ny idé blir lagt frem til en avgjørelse blir tatt og vedtaket satt ut i livet kan bli lengre enn ønskelig. Det kan også bli vanskelig å "snu seg" hurtig i markedet, hvis nødvendig, med mange ansatte. Av andre ting kan det nevnes at selskapet i årsrapporten opplyser om et lavt sykefravær og et godt arbeidsmiljø.

Det eksisterer ikke velfungerende markeder for organisatoriske ressurser⁵⁹. Dette gjør at ressursen kan være en kilde til konkurransefortrinn. Dette gjelder særlig organisasjonskultur, da det ikke er et produkt av enkeltindivider, men hvordan ansatte fungerer sammen. Det vil derfor være nærmest umulig å kopiere eller overføre kultur fra et selskap til et annet på kort sikt. Hvorvidt kulturen og organiseringen i NextGenTel er unik er vi usikre på, men vi mener selskapets organisatoriske ressurser kan være noe som muliggjør konkurransefortrinn.

⁵⁹ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

Relasjonsbaserte ressurser

NextGenTels merkevareposisjon er viktig for fremtidig vekst og økte markedsandeler. Det er derfor sentralt at kundene har positive assosiasjoner til merkenavnet NextGenTel. I et marked ledet av Telenor kan det å skille seg ut med et merkenavn være avgjørende for de øvrige aktørene. Som tidligere nevnt var det flere negative avisoppslag om dårlig kundeservice hos NextGenTel høsten 2005. Utallige klager fra misfornøyde kunder førte til at selskapet mistet deler av tilliten de hadde opparbeidet seg gjennom årene. Tidligere ble NextGenTel assosiert med kvalitet gjennom rask forbindelse til overkommelig pris. Nå må derimot NextGenTel sørge for at merkenavnet bygges opp igjen til tidligere nivå og helst litt til. Det er usikkert hvor mye skade den negative omtalen fikk for NextGenTel da de fremdeles opplevde vekst gjennom hele høsten. Allikevel kan det tenkes at veksten kunne vært enda høyere foruten den negative blesten.

Sterke relasjoner til leverandører og samarbeidspartnere er alltid et viktig moment for om aktører skal lykkes i et marked. NextGenTel har et tett samarbeid med sine nærmeste leverandører noe som bidrar til å sikre kvalitet og utvikling. Å kunne utnytte hverandres erfaring og kompetanse kan danne grunnlag for differensiering i markedet i form av ny teknologi og nye tjenester og derav også gi merprofit. Telenor er NextGenTels største konkurrent. Samtidig er Telenor i en unik posisjon hvor de eier mesteparten av det eksisterende telenettet som de fleste bredbåndsaktørene er avhengig av, inkludert NextGenTel. Det er derfor en balansegang mellom det å ha Telenor som bitter konkurrent samtidig som de skal fungere som en tillitsfull leverandør av sine tjenester. Å knytte relasjoner til Telenor er derfor viktig, men samtidig også utfordrende.

Et sterkt merkenavn kan være av avgjørende betydning for å skille seg ut i et genuint marked. NextGenTel har de fleste forutsetninger til stede for å kunne bygge enda sterkere merkenavn og dermed også forbedre fremtidige resultater.

Kompetansebaserte

Ansattes kunnskaper, ferdigheter og evner er en viktig ressurs for alle selskap uavhengig bransje. Det å ha dyktige ledere og kompetente medarbeidere er ofte en kritisk suksessfaktor.

Konsernledelsen i NextGenTel er preget av mennesker med mye erfaring innenfor forskjellige forretningsområder som selskapet kan dra nytte av. Administrerende direktør, Olav Stokke, er en

av gründerne bak selskapet. Dette vil sannsynligvis være med på å sikre entusiasme rundt det ledelsen formidler og samtidig være en garanti for langsiktig tenkning.

Selskapets øvrige ansatte er spredd ut på ulike funksjoner i alt fra kundeservice til teknisk utvikling. For de ansatte i eksempelvis kundeavdelingen vil det ikke være noe grunnlag for å si at man der kan finne en unik kompetanse. Utdanning og skolering innen områder som kundevennlighet kan lett imiteres og er ofte standardisert. Slik kompetansebygging forekommer hos de fleste store aktørene i bransjen og vil derfor heller ikke kunne anses som sjeldent.

Det motsatte vil være tilfellet for de som jobber innenfor utviklingen av selskapet med tanke på nye tekniske løsninger og utbedring av nett. Her vil det avgjørende at man har de rette personene som kan drive selskapet fremover, og da gjerne et stykke foran konkurrentene. NextGenTel har vist seg som en av de ledende innen innovasjon i bransjen og selskapet utfører veldig mye utvikling internt med vellykkede resultater. Dette tyder på at selskapet besitter verdifull kompetanse i form av menneskelige ressurser.

Sammenfattet vil vi si at menneskelige ressurser i mange tilfeller er noe av det viktigste et selskap har. Det kan derfor være interessant å analysere dette nærmere i en SVIMA-analyse og da se det i sammenheng med organiseringen av selskapet.

Oppsummering ressursbasert perspektiv

NextGenTels viktigste ressurser for å muliggjøre konkurransefortrinn har sitt utgangspunkt i sterk likviditet, eget bredbåndsnett, merkenavn og organisering av selskapet og menneskelige ressurser.

3.3.3 SVIMA-analyse

For å finne ut om NextGenTel kan skape varige konkurransefortrinn vil vi gjennomføre en SVIMA-analyse. Analysen er delt opp i fem elementer for å avgjøre om ressursene er mulige kilder til meravkastning. De fem elementene i analysen er; **Sjelden**, **Viktig**, **Ikke-imiterbar**, **Mobilisert** og **Appropriert**⁶⁰.

⁶⁰ Hill C.W.L. & G.R. Jones (2004): Strategic Management: An Integrated Approach

SPØRSMÅL: Har bedriften ressurser - materielle eller immaterielle som er						
1) Sjelden i markedet eller mellom konkurrentene						Sjelden
2) Verdifull for kunden						Viktig
3) Vanskelig å imitere for konkurrenter						Ikke-imiterbar
4) Tatt i bruk og utnyttet						Mobilisert
5) Til fordel for bedriften, og ikke tilfaller andre						Appropriert
SVAR:	1	2	3	4	5	Meravkastning
	nei	nei	nei	nei	nei	ekr < ekk
	ja	nei	nei	nei	nei	ekr = ekk
	ja	ja	nei	nei	nei	ekr > ekk kort sikt
	ja	ja	ja	ja	ja	ekr > ekk lang sikt

Tabell 3.2 SVIMA-analyse⁶¹ (ekr=egenkapitalrentabilitet, ekk=egenkapitalkrav)

Ut i fra det ressursbaserte perspektivet er det identifisert fire ressurser som har potensial til å utgjøre bedriftens varige konkurransefortrinn. Ressursene behandles enkeltvis.

Eget nett

Sjelden: Det å inneha eget nett må sies å være sjeldent i en bransje hvor flesteparten av aktørene leier båndbredde hos andre i stedet for å bygge ut selv.

Viktig: Eget nett vil være viktig da NextGenTel kan handle mer uavhengig enn andre, samt tilby hastigheter og produkter som andre aktører ikke er i stand til. Det å inneha eget nett vil kunne være med på å sikre NextGenTel en unik posisjon i bredbåndsmarkedet.

Ikke-imiterbar: Nett vil være mulig for andre å imitere, imidlertid vil dette innebære store investeringskostnader noe som utelukker eget bredbåndnett for de mindre aktørene. De store kostnadene forbundet med utbygging av eget nett kan derfor sies å gjøre denne ressursen vanskelig å imitere.

Mobilisert: Selskapet har klart å bygge seg opp en betydelig kundemasse som daglig benytter nettet. Fremdeles er nettet under utbygging og innehar ledig kapasitet, allikevel må utnyttelsen av nettet sies å være god og dermed også mobilisert.

Appropriert: Nettet er en fysisk ressurs som NextGenTel eier og som ikke genererer inntekter for andre. Foreløpig har ikke selskapet noen leieinntekter på nettet sitt, men i fremtiden kan det være

⁶¹ Knivsflå K.H. (2006), forelesningsnotater BUS 425

aktuelt for selskapet å leie ut kapasitet i likhet med Telenor. Uavhengig av leieinntekter vil nettet være appropriert da verdien av nettet tilfaller NextGenTel. Om dette er en fullt ut appropriert ressurs er derimot usikkert. Dersom det er tilfelle må kapasiteten prises på en optimal måte for å få ut mest mulig av verdien i nettet. Det er fremdeles ledig kapasitet i nettet og prisen avhenger av markedet, noe som kan indikere at dette ikke er en fullt utnyttet ressurs. Allikevel mener vi at såpass mye av verdien i nettet er utnyttet til at vi kan karakterisere dette som en appropriert ressurs.

Likvide midler

Sjelden: De ulike aktørene i bredbåndsbransjen har i samsvar med sin størrelse ulik finansiell struktur og styrke. NextGenTel sitter på en stor andel likvide midler, men det vil være galt å hevde at de er alene om det. Telenor kontrollerer store verdier og en aktør som Tele2, som er et stort internasjonalt selskap med en omsetning i 2005 på nærmere 50 milliarder SEK⁶², har naturlig nok stor finansiell styrke. På den annen side, sammenligner man NextGenTel med de mindre, ”rene” bredbåndsaktørene, er det grunn til å anta at NextGenTel innehar en finansiell ressurs som ingen av disse kan måle seg mot. Bransjen sett under ett gir likevel ikke grunnlag til å anse NextGenTel sine likvide midler som sjeldne, da flere andre også er i besittelse av det.

Viktig: De likvide midlene NextGenTel råder over gir selskapet mulighet for ytterligere utbygging av nett, innovasjon og ulike oppkjøp. Dette kan skape grunnlag for fremtidig vekst i markedet og økt inntjening. Kapital skaper handlefrihet og større omstillingsevne, noe som er viktig i en bransje med kontinuerlig utvikling.

Ikke-imiterbar: På generelt grunnlag har de fleste aktører muligheten for å oppnå god likviditet. Gjennom god eierstyring, strategi og handlingsplan vil også de mindre aktørene på sikt kunne klare å tilegne seg en slik ressurs. Man kan derfor hevde at god likviditet er imiterbar.

Mobilisert: Som tidligere nevnt er NextGenTel i en stadig utviklingsprosess med tanke på investeringer og forbedringer i eget nett. I tillegg foretar selskapet stadige oppkjøp. Disse aktivitetene blir i stor grad muliggjort av selskapets finansielle ressurser, og er på den måten mobilisert.

⁶² www.tele2.no

Appropriert: Som følge av at NextGenTel bruker mye av sine tilgjengelige finansielle ressurser på utbygging og vedlikehold av nett vil naturligvis noe likviditet tilfalle leverandører. Dette gjelder særlig leverandører med stor forhandlingsmakt. Likevel vil det være NextGenTel som i hovedsak drar nytte av ressursen da midlene materialiseres i forbedrede fysiske ressurser samt nye kunder gjennom oppkjøp.

Merkenavn

Sjelden: I bredbåndsbransjen finner man flere aktører med sterke merkenavn, deriblant Telenor og Tele2. NextGenTel er et forholdsvis nyetablert selskap som på kort tid har klart å etablere et merkenavn de fleste forbrukere av bredbånd kjenner til. En del forbrukere vil kunne assosiere navnet NextGenTel med kvalitet og lave priser. Imidlertid har selskapet den senere tid, som nevnt tidligere, opplevd negativ omtale i presse. Merkenavnet til selskapet vil nok derfor ikke være like sterkt nå som det var for ett år siden. Dette i tillegg til at andre aktører i bransjen har godt etablerte merkenavn gjør at ressursen ikke kan sies å være sjelden.

Viktig: Enkelte hevder at det er merkenavnet som må vinne tillit hos kundene og ikke selve produktet, for det kan alle tilby⁶³. Dette kan selvfølgelig diskuteres, men viktigheten av et godt merkenavn skal ikke undervurderes i kampen om kundene. Etter hvert som markedet modnes og selskapene ikke kan vokse uavhengig av hverandre vil betydningen av å inneha et sterkt merkenavn øke. Et sterkt merkenavn vil derfor være viktig.

Ikke-imiterbar: Et merkenavn er en immateriell ressurs som er vanskelig å imitere. I bredbåndsbransjen har man en mengde ulike aktører hvor enkelte differensierer seg mer enn andre ved sterke merkenavn. Samtidig er bransjen preget av relativt homogene produkter noe som gjør at mange aktører prøver å bygge merkenavn på de samme premissene, hvor det mest vanlige er ”høy hastighet til lav pris”. Man kan derfor hevde at det er delvis mulig å imitere, men med tanke på NextGenTel sin unike posisjon i markedet som en innovativ ledende aktør vil vi påstå at dette er en ressurs som ikke er imiterbar.

Mobilisert: Selskapet er aggressive i sin markedsføring, i likhet med resten av bransjen. Merkenavnet benyttes her aktivt for å forsøke å differensiere seg fra resten av aktørene og er dermed mobilisert.

⁶³ Kunde J. (2002): Unik Nu eller Aldrig

Appropriert: Ressursen tilfaller utvilsomt NextGenTel.

Organisering av selskapet og menneskelige ressurser

Sjelden: En prosjektkultur er relativt enkel å innføre og brukes av mange teknologiske bedrifter hvor de er opptatt av innovasjon. På den annen side er menneskelige ressurser i form av kompetanse sterkt etterspurt i en bransje i vekst. Denne kompetansen har NextGenTel opparbeidet seg, men det er usikkert hvorvidt den er sjelden i forhold til andre bredbåndsaktører. Vi konkluderer derfor med at organiseringen av selskapet og menneskelige ressurser er en delvis sjelden ressurs.

Viktig: Bredbåndsbransjen er en teknologisk bransje som er preget av utvikling og stadig nye produkter/tjenester. I en slik sammenheng vil de ansattes kompetanse være avgjørende for hvorvidt selskapet kan være en innovatør og en kvalitetstilbyder. Videre vil organiseringen av de menneskelige ressursene være avgjørende for om man oppnår en best mulig utnyttelse og ønskede resultater. Derfor vil organiseringen NextGenTel har valgt være svært viktig.

Ikke-imiterbar: En bedrift sin kultur vil på kort sikt være umulig å kopiere eller imitere da den er et produkt av hvordan mennesker jobber sammen. På lengre sikt når veksten i markedet begynner å avta vil både kultur og kompetanse kunne bli spredd utover og imitert. Typisk vil mindre vellykkede aktører forsøke å imitere lønnsomme aktører.

Mobilisert: Organisering av selskapet og menneskelige ressurser er mobilisert da de er iverksatt og inngår i den daglige driften.

Appropriert: Organiseringen av selskapet er appropriert, da dette er et organisatorisk grep som NextGenTel nyter godt av. Faktorer som trekker i retning av at menneskelig kompetanse er en ikke-appropriert ressurs, er at kompetansen ikke kan eies og at en rekke leverandører og samarbeidspartnere også vil tjene på kompetansen. Likevel anser vi ressursen som appropriert. Dette fordi den menneskelige kompetansen skaper mer verdi i bedriften enn utenfor. Dessuten vil den økonomiske verdien som skapes tilfalle NextGenTel i mye større grad enn leverandører og samarbeidspartnere.

Oppsummering SVIMA-analyse

I tabell 3.3 er SVIMA-analysen oppsummert. En av selskapets største styrker er eget nettverk, noe som gir NextGenTel flere muligheter enn de fleste andre aktører. Ut i fra analysen kan eget nett gi selskapet et varig fortrinn.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Eget Nett	Ja	Ja	Delvis	Ja	Ja	Lang sikt
Likvide midler	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Merkenavn	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Organisering av selskapet og menneskelige ressurser	Delvis	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig

Tabell 3.3 Oppsummert SVIMA-analyse

Organiseringen av selskapet og menneskelige ressurser kan gi et delvis midlertidig fortrinn da kompetansen NextGenTel innehar kan anses som sjelden. Bedriftsspesifikk kompetanse er vanskelig å erstatte og bør for NextGenTel være i fokus også fremover. Det å inneha eget nett kan gi NextGenTel grunnlag for en langsiktig strategisk fordel. De øvrige ressursene som ble analysert gav selskapet paritet i forhold til andre aktører i bransjen. Analysen illustrerer at bredbåndsbransjen er preget av relativt stor likhet mellom aktørene. Altså differensierer selskapene seg lite fra hverandre, noe som gjør det vanskelig å finne ressurser som er enestående for den enkelte aktør og som på den måten fremstår som sjeldne.

3.3.4 Oppsummering og konklusjoner av strategisk analyse

Trender i samfunnet som økt fokus på tilgjengelighet og teknologi gir store muligheter for meravkastning for bransjen. Politiske og lovmessige forhold fungerer som premissleverandør for bransjen og legger til rette for virksom konkurranse. Dette gir muligheter for enkelte aktører og restriksjoner for andre, som Telenor. Innad i bransjen utgjør den fragmenterte strukturen og de lave inngangsbarrierene trusler for bransjens evne til å skape meravkastning. På den annen side har ikke bransjen noen nære substitutter som i nærmeste fremtid kan true de etablerte og kundene har relativt lite makt i et marked i fortsatt vekst. I forlengelsen av dette kan det peke mot at bredbåndsbransjen kan inneha en bransjeorientert strategisk fordel⁶⁴.

⁶⁴ - Bransjeorientert strategisk fordel; om forhold i bransjen skaper eller kan skape en midlertidig eller varig superprofitt.

- Ressursorientert strategisk fordel; om ressursene til selskapet skaper eller kan skape en midlertidig eller varig merrentabilitet i forhold til bransjen.

Ut i fra våre vurderinger er NextGenTels viktigste kilder til konkurransefortrinn innovasjon og kvalitet. Dette er spesielt viktige faktorer i et marked i vekst hvor det å differensiere seg fra konkurrentene kan være avgjørende for økte markedsandeler. Ressursene som muliggjør disse konkurransefortrinnene hos NextGenTel er i første rekke sterk likviditet, eget bredbåndsnett, merkenavn og organisering av selskapet og dets menneskelige ressurser.

Fra SVIMA-analysen kom vi frem til at NextGenTels ressurser kan karakteriseres som paritet i forhold til de øvrige aktørene eller gi grunnlag for midlertidig og langvarig strategisk fordel. En slik klassifisering hvor de fleste ressursene enten gir paritet eller midlertidig fortrinn er vanlig. Bedrifter har en stor utfordring i å arbeide med sine ressurser og aktiviteter slik at de forlenger sine fortrinn lengst mulig. NextGenTel har forsøkt å differensiere sine produkter fra konkurrentene gjennom kvalitet og innovasjon. Ved kontinuerlig å gi kundene et produkt med bedre spesifikasjoner enn konkurrentene vil NextGenTel kunne opprettholde ett av sine fortrinn. NextGenTel må likevel være bevisst på at deres innovasjonsperspektiv ikke går ut over andre deler av driften som eksempelvis servicekvalitet. I tillegg må de klare å tilby en konkurransedyktig pris på sine tjenester.

På kort sikt kan det tenkes at det ligger en meravkastning i selskapet. På lengre sikt er det derimot mer usikkert, men det er grunn til å tro at NextGenTel er i stand til å generere meravkastning. Dette fordi NextGenTel har en strategisk fordel i det å inneha eget nett. Dersom de også klarer å ivareta en sterk organisasjonskultur og bygge opp et enda sterkere merkenavn vil dette kunne øke den fremtidige inntjeningen ytterligere. På sikt vil ulike konkurransekrefter legge press på selskapets fortjenestemarginer⁶⁵, men det er allikevel sannsynlig at NextGenTel kan forvente en viss meravkastning sammenlignet med bransjegenomsnittet.

Vi er av den oppfatning at NextGenTel både kan inneha en bransjeorientert strategisk fordel og en ressursorientert strategisk fordel. På grunn av den fragmenterte strukturen i bransjen mener vi at den ressursorienterte er mest fremtredende. Mye av fokuset i bredbåndsbransjen er knyttet rundt de strategiske valgene lave kostnader og differensiering. Det å kunne differensiere seg i markedet og samtidig tilby lave priser blir stadig viktigere. NextGenTels utfordring er å tilpasse seg bransjen internt for slik å kunne utnytte bransjeforholdene til egen fordel. Det viser selskapet gjennom blant

⁶⁵ Penman S.H. (2003) Financial Statement Analysis and Security Valuation

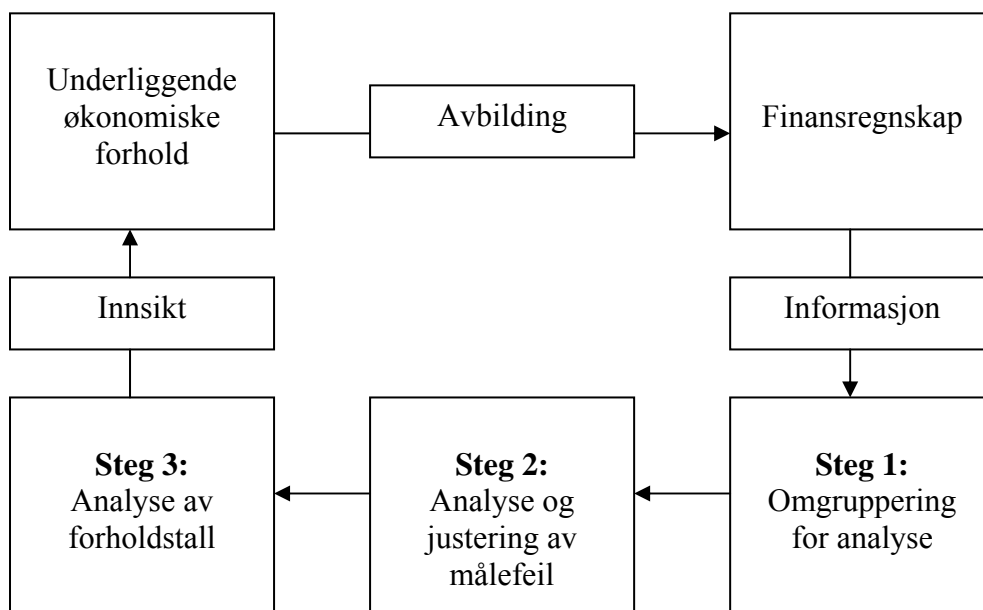
annet å prioritere utvikling og kvalitet. Med visjon om å være et ”neste generasjons telekommunikasjonsselskap” satser NextGenTel på sin måte å øke markedsandelene.

På bakgrunn av den strategiske analysen og presentasjonen av selskapet i kapittel 2 er det forespeilt en mulig meravkastning for selskapet og bransjen i fremtiden. Kombinert med selskapets lyse fremtidsutsikter og et marked i vekst gjør bredbåndsbransjen, og da særlig NextGenTel, interessant for investorer og eventuelle oppkjøp.

4.0 Regnskapsanalyse

4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Figur 4.1 viser rammeverket for regnskapsanalysen⁶⁶. Analysen består av 3 hovedpunkter; omgruppering for analyse, analyse og justering av målefeil og forholdstallsanalyse. Sistnevnte gjennomføres i kapittel 5. Målet med regnskapsanalysen er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold i NextGenTel.



Figur 4.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen i denne utredningen er investororientert hvor formålet er å verdsette egenkapitalen pr. utestående aksje. Investor ønsker å benytte regnskapet for å kunne ta avgjørelser med hensyn på å investere i selskapet samt utøve kontroll. Dette betyr at man som investor ønsker verdirelevant informasjon i form av gode estimat på verdien av og inntjeningen til egenkapitalen i fremtiden⁶⁷. Fokus blir da mer på resultat enn kontantstrøm, samt at man har et fokus på virkelig verdi og/eller korrekt historisk kost. Den oppstillingsplanen som er utarbeidet etter god regnskapsskikk vil være mer kreditororientert enn investororientert. Eksempelvis har man i resultatoppstillingen fra god regnskapsskikk fokus på om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld, altså om årsresultatet til egenkapitalen er positivt. På grunn av dette er første steg i regnskapsanalysen å omgruppere regnskapstallene til en investororientert oppstillingsplan. Videre justeres regnskapet for vesentlige målefeil før siste steg blir å foreta en

⁶⁶ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

⁶⁷ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

forholdstallsanalyse. I forholdstallsanalysen sees NextGenTel opp mot bransje og/eller over tid (tidsserieanalyse).

4.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

NextGenTel blir analysert samlet, det vil si at de ulike forretningsområdene ikke analyseres enkeltvis. Hovedgrunnen til dette valget er tilgangen på regnskapsinformasjon. NextGenTel utgir ikke segmentresultat. I strategianalysen ble selskapet vurdert som en enhet, altså samlet med alle tjenester de tilbyr, noe som støtter opp under valget om en samlet analyse.

Ved valg av analyseperiode bør man vektlegge om selskapet har vært stabilt over tid eller om det har endret karakter. Har selskapet vært stabilt taler det for en lang analyserhorisont. Det motsatte gjelder hvis selskapet har vært preget av endringer da eldre regnskapstall ikke er særlig relevante. Bredbåndsbransjen må kunne sies å være en bransje preget av endringer. NextGenTel ble etablert i mars 2000. Det er derfor naturlig å starte analysen fra 2001. Analyseperiode strekker seg da fra 2001 til og med 2005.

Før man starter med regnskapsanalysen er det naturlig å identifisere komparative virksomheter som måles opp mot NextGenTel i forholdstallsanalysen. Bredbåndsbransjen i Norge består av en mengde aktører som tilbyr bredbånd som en tjeneste ved siden av andre tjenester. Det være seg strøm, mobiltelefoni eller kabel-TV. Da NextGenTel kan betegnes som en ”ren” bredbåndsaktør er det naturlig å sammenligne selskapet med tilsvarende aktører. Det er svært vanskelig å finne god regnskapsinformasjon for slike norske aktører. Vi har derfor valgt selskap hvor bredbånd utgjør en stor andel av omsetningen, selv om enkelte av selskapene også tilbyr andre tjenester. Den komparative bransjeanalysen bygger av denne grunn på tall fra det norske bredbåndsselskapet BaneTele og de utenlandske selskapene; Elisa (Finland), VersaTel (BeNeLux-landene) og United Internet (Tyskland).

4.3 Rapporterte tall

NextGenTel ble etablert i mars 2000 og notert på Oslo Børs sin SMB-liste 19.12.03. Av denne grunn har ikke NextGenTel offentliggjort årsrapport for 2001 og 2002. Det foreligger derfor ingen detaljerte regnskapstall med noter for disse to årene og tallene som er oppgitt er proforma regnskapstall. Det vil si at tallene fra 2001 og 2002 er tilpasset av NextGenTel slik at de er sammenlignbare med tallene fra og med 2003 etter børsintroduksjonen.

Rapportert resultat:

(i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter					
+ Salgsinntekter	30 247	147 481	297 794	454 195	599 818
+ Annen driftsinntekt					
= Sum driftsinntekter	30 247	147 481	297 794	454 195	599 818
Driftskostnader					
- Varekostnad	28 597	76 770	141 844	196 182	290 175
- Lønnskostnad	29 317	36 465	49 164	63 358	82 388
- Ordinære avskrivninger	11 374	47 460	91 207	109 866	117 700
- Annen driftskostnad	67 172	63 373	56 434	72 134	90 031
= Sum driftskostnader før finansposter	136 460	224 068	338 649	441 540	580 294
= Driftsresultat før finansposter	(106 213)	(76 587)	(40 855)	12 655	19 524
+ Finansinntekter	2 856	3 290	2 363	2 264	3 406
- Finanskostnader	6 368	24 350	37 662	26 084	19 512
= Netto finansposter	(3 512)	(21 060)	(35 299)	(23 820)	-16 106
= Ordinært resultat før skattekostnad	(109 725)	(97 647)	(76 154)	(11 165)	3 418
- Skattekostnad på ordinært resultat	(30 687)	(27 341)	(23 567)	(3 838)	1 360
= Årsresultat	(79 038)	(70 306)	(52 587)	(7 327)	2 058

Tabell 4.1 Rapportert resultat

Rapportert balanse:

(i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Eiendeler					
Aktiverte utviklingskostnader	7 285	14 602	21 589	22 798	36 339
Rettigheter, lisenser				13 075	
Goodwill					27 100
Utsatt skattefordel	37 304	70 466	94 899	98 737	102 388
Sum immaterielle eiendeler	44 589	85 068	116 488	134 610	165 827
Leasede driftsmidler	104 411	253 719	232 967	192 680	155 040
Periodiserte etableringskostnader		9 672	10 007	6 643	7 872
Driftsløsøre, inventar,utstyr	7 406	31 800	55 191	72 793	169 125
Sum varige driftsmidler	111 817	295 191	298 165	272 116	332 037
Investeringer i datterselskap					
Investeringer i andre selskaper	657	657	657	657	657
Lån til foretak i samme konsern					
Andre langsiktige fordringer	8 324	16 722	22 866	1 120	221
Sum finansielle anleggsmidler	8 981	17 379	23 523	1 777	878
Sum anleggsmidler	165 387	397 638	438 176	408 503	498 742
Kundefordringer	7 351	22 182	40 959	28 640	65 852
Andre fordringer	11 924	7 257	5 729	10 157	37 335
Periodiserte kostnader		13 855	14 333	19 169	
Sum fordringer	19 275	43 294	61 021	57 966	103 187
Bankinnskudd, kontanter og lignende	5 109	3 007	80 151	198 350	144 934
Sum omløpsmidler	24 384	46 301	141 172	256 316	248 121
Sum eiendeler	189 771	443 939	579 348	664 819	746 863

(i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital					
Aksjekapital	140 000	248 200	24 700	27 319	27 848
Overkursfond			396 813	495 266	290 989
Sum innskutt egenkapital	140 000	248 200	421 513	522 585	318 837
Annen egenkapital					
Øvrig konsernkapital	(96 104)	(160 588)	(212 556)	(222 860)	
Sum opptjent egenkapital	(96 104)	(160 588)	(212 556)	(222 860)	-
Sum egenkapital	43 896	87 612	208 957	299 725	318 837
Utsatt skatteforpliktelse					7 567
Gjeld					
Gjeld til kredittinstitusjoner		14 196	32 459	84 708	147 542
Gjeld til selskap i samme konsern					
Øvrig langsiktig gjeld	101 633	220 605	188 085	132 212	88 764
Sum annen langsiktig gjeld	101 633	234 801	220 544	216 920	236 306
Gjeld til kredittinstitusjoner		8 887			
Leverandørgjeld	24 344	90 119	63 279	57 238	69 282
Skyldig offentlige avgifter		3 835	10 947	6 969	37 553
Annen kortsiktig gjeld	19 898	18 685	75 621	83 967	77 318
Sum kortsiktig gjeld	44 242	121 526	149 847	148 174	184 153
Sum gjeld	145 875	356 327	370 391	365 094	420 459
Sum egenkapital og gjeld	189 771	443 939	579 348	664 819	746 863

Tabell 4.2 Rapportert balanse

4.4 Omgruppering for analyse

Omgruppering av årsregnskap for investororientert analyse består av fire steg; 1) Omgruppering av det avsatte utbyttet fra kortsiktig gjeld til egenkapital. 2) Kartlegging av ”dirty surplus” og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. 3) Skille mellom normalt og unormalt resultat. 4) Omgruppering av poster i resultatregnskapet og balansen klart i drift og finansiering og å fordele skattekostnaden på driftsresultat, finansinntekter og finanskostnader⁶⁸.

Steg 1 og 2: Omgruppering av utbytte samt ta hensyn til ”dirty surplus”

NextGenTel er i en vekstfase hvor de trenger kapital for planlagte investeringer og tilbakebetaling av gjeld. Det er derfor vedtatt at selskapet ikke skal utbetale utbytte på mellomlang sikt.

Etter kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 skal alle inntekter og kostnader resultatføres. Det er i loven gitt unntak for at virkning av endring av regnskapsprinsipper, korrigering av feil i tidligere årsregnskap og andre unntak i samsvar med god regnskapsskikk kan føres direkte mot egenkapitalen⁶⁹. ”Dirty surplus” innebærer et brudd på kongruensprinsippet. Egenkapitalen endrer seg kun som følge av opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet og kapitalinnskudd eller -uttak.

NextGenTel hadde et ”dirty surplus” i 2003 grunnet omregningsdifferanser. Ettersom selskapet ikke betaler utbytte består netto betalt utbytte kun av netto kapitalinnskudd, det vil si at netto betalt utbytte har en negativ verdi. I noter for 2003 og 2004 opplyser selskapet om økt egenkapital gjennom emisjoner. I netto betalt utbytte er da emisjonskostnadene trukket fra. For årene 2001 og 2002 foreligger det ingen noter, netto betalt utbytte ble da funnet residualt med utgangspunkt i inngående og utgående egenkapital samt årsresultat. Fullstendig nettoresultat er rapportert nettoresultat inkludert ”dirty surplus”.

Endring i egenkapital	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapital 01.01	60 860	43 896	87 612	208 957	299 725
+ Fullstendig nettoresultat	(79 038)	(70 306)	(51 365)	(7 327)	2 058
- Netto betalt utbytte	(62 074)	(114 022)	(172 710)	(98 094)	(17 055)
= Egenkapitalen pr 31.12	43 896	87 612	208 957	299 724	318 838

Tabell 4.3 Endring i egenkapital

⁶⁸ Knivsfå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

⁶⁹ Johnsen & Kvaal (1999): Regnskapsloven

Steg 3: Normalt kontra unormalt

Normale poster er poster som er varige og permanente, det vil si poster man forventer kommer tilbake periode etter periode. Slike poster vil være relevante for fremtiden. Unormale poster er gjerne engangsposter som kun har innvirkning på en eller noen få perioder. Unormale poster vil dermed ikke være særlig relevante for fremtiden.

Hos NextGenTel fant vi ingen poster som kan karakteriseres som unormale finansposter. Det er heller ingen poster som kan karakteriseres som unormale driftsposter. Unntak fra dette vil være ”dirty surplus”, som vi klassifiserer som driftsrelatert. I unormalt netto driftsresultat inkluderes unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Unormal driftsskatt er driftsskattesatsen de ulike årene i analyseperioden fratrukket den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden. Den siste størrelsen er gjerne kalt den normaliserte driftsskattesatsen. Det unormale netto driftsresultatet vil inngå i det omgrupperte resultatregnskapet.

Steg 4: Drift kontra finansiering (omgruppering)

I en investororientert analyse ønsker man å skille klart mellom drift og driftsinvestering og finansiering og finansiell investering. Dette for å kartlegge hvor mye driften gir i avkastning og hvor mye finansieringen koster. Med andre ord ønsker man å få frem hva som er kildene til verdiskapning i NextGenTel. For å få til dette omgrupperes balansen fra å ha fokus på likviditet til å ha fokus på sysselsatt kapital samt at resultatoppstillingen endres. Før omgrupperingen fordeles skattekostnaden på drift og finansiering, samt unormale og normale poster. Den omgrupperte resultatoppstillingen vises etter analyse og justering av målefeil.

4.5 Analyse og justering av målefeil

Formålet med å justere er at det omgrupperte og justerte årsregnskapet skal gi en bedre avbildning av underliggende økonomiske forhold enn det omgrupperte alene. I denne utredningen har vi et verdsettelsesformål. Det prinsipielle målet vil da være å justere mot verdibasert regnskapsføring. Dette siden et verdibasert regnskap reflekterer verdien av og verdiendringen i underliggende forhold hos NextGenTel. Ettersom det foreligger informasjonsmangel benyttes tilnærminger ved justering av årsregnskapene til NextGenTel. Våre praktiske delmål vil derfor være å justere netto driftseiendeler mot korrekt historisk kost og finansielle eiendeler og gjeld mot virkelig verdi⁷⁰.

⁷⁰ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

Resultatvirkningene av justeringene føres mot nettoresultatet til egenkapitalen og balansevirkningene korrigeres mot de aktuelle balansepostene.

NextGenTel skiller mellom utgifter vedrørende forskning og utgifter tilnyttet utvikling. Selskapet kostnadsfører utgifter til forskning løpende. Slike utgifter bør balanseres som investert kapital og avskrives over et passende estimat på levetiden. Grunnen til dette er at slike utgifter i gjennomsnitt er lønnsomme investeringer. Imidlertid har ikke NextGenTel hatt noen utgifter til forskning i analyseperioden. Utgiftene til utvikling balanseføres og avskrives av selskapet.

Selskapet avskriver både varige driftsmidler og immaterielle eiendeler lineært. I prinsippet bør lineære avskrivninger justeres til korrekt historisk kost avskrivning, men dette har ikke vi nok informasjon til å gjøre. Ettersom det heller ikke foreligger informasjon om kontantstrømprofilen til de ulike investeringene er det vanskelig å vurdere om hvorvidt selskapet burde benyttet andre mekaniske avskrivningsmetoder som kunne ha passet kontantstrømprofilen bedre.

I 2005 har NextGenTel gjennomført en amortisering av merverdi. Dette relaterer seg til avskrivning av goodwill i forbindelse med NextGenTels tre oppkjøp i 2005. Goodwill ved oppkjøp bør i utgangspunktet avskrives. Allikevel kan det argumenteres for det motsatte i bedrifter med mye egengenerert goodwill. Dette fordi egengenerert goodwill ikke kan føres i balansen. NextGenTel prioriterer utvikling av ny teknologi og tjenester og vi mener derfor det er naturlig at de har mye egengenerert goodwill. Avskrivningen av goodwill ved oppkjøpene i 2005 velger vi derfor å tilbakeføre i sin helhet i balansen. Samlet amortisering av merverdi for 2005 var på 1.371.000 kroner. Virkningen på det omgrupperte regnskapet og balansen blir dermed:

Justering av merverdi	2005
Samlet avskrivning/amortisering	1371
= Virkning på driftseiendeler	1371
- Virkning på utsatt skatt	389
= Virkning på egenkapital	982
Tilbakeføring av avskrivning	1371
- Endring i utsatt skatt	389
= Virkning på netto driftsresultat	982
+ Endring i utsatt skatt	0
= Virkning på fullstendig driftsresultat	982

Tabell 4.4 Justering av merverdi

4.6 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

I den omgrupperte resultatoppstillingen er fokus på drift og finansiering og normale kontra unormale poster. I balansen har vi valgt å fokusere på sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital kan sies å være den kapitalen som er skutt inn i NextGenTel og dermed sysselsatt av eierne og de finansielle långiverne.

Det er viktig å påpeke at omgrupperingen ikke endrer på de rapporterte tallene til NextGenTel, men gjør de bedre i stand til å kunne foreta forholdstallsanalyse.

Justert omgruppert resultatregnskap:

(i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter	30247	147481	297794	454195	599818
- Varekostnad	28597	76770	141844	196182	290175
- Lønnskostnad	29317	36465	49164	63358	82388
- Ordinære avskrivninger	11374	47460	91207	109866	116329
- Annen driftskostnad	67172	63373	56434	72134	90031
= Driftsresultat	-106213	-76587	-40855	12655	20895
- Driftsrelatert skattekostnad	-30143	-21735	-11594	3591	5541
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-76070	-54852	-29261	9064	14965
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskap	0	0	0	0	0
= Netto driftsresultat	-76070	-54852	-29261	9064	14965
+ Netto finansinntekter	2056,32	2368,8	1701,36	1630,08	2452,32
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	-74014	-52483	-27559	10694	17417
- Netto finanskostnader	4584,96	17532	27116,64	18780,48	14048,64
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til egenkapitalen	-78599	-70015	-54676	-8087	3369
+ Unormalt netto driftsresultat	-439	-291	3311	760	-329
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-79038	-70306	-51365	-7327	3040
- Netto betalt utbytte	-62074	-114022	-172710	-98094	-17055
= Endring i egenkapitalen	-16964	43716	121345	90767	20095

Tabell 4.5 Justert omgruppert resultatregnskap

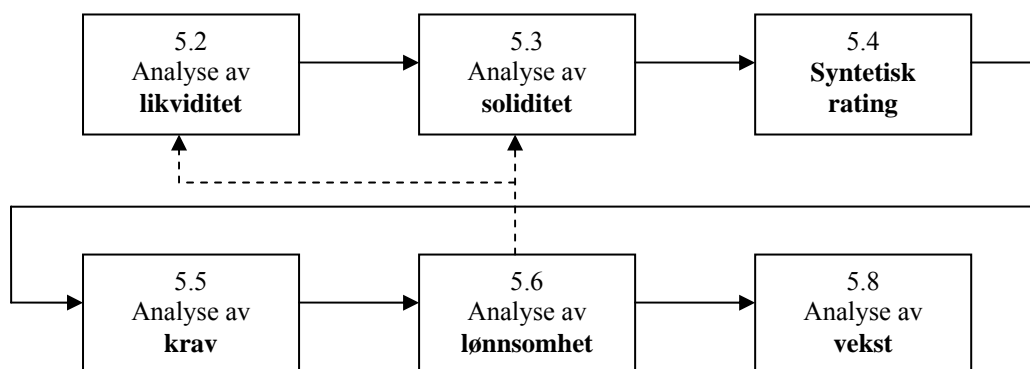
Justert omgruppert balanse:

(i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsrelaterte anleggsmidler	156406	380259	414653	406726	499235
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	0	7956
= Netto anleggsmidler	156406	380259	414653	406726	491279
Driftsrelaterte omløpsmidler	19275	43294	61021	57966	103187
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	44242	108804	138900	141205	146600
= Driftsrelatert arbeidskapital	-24967	-65510	-77879	-83239	-43413
Netto driftseiendeler	131439	314749	336774	323487	447866
Finansielle anleggsmidler	8981	17379	23523	1777	878
+ Finansielle omløpsmidler	5109	3007	80151	198350	144934
= Finansielle eiendeler	14090	20386	103674	200127	145812
SYSSELSATTE EIENDELER	145529	335135	440448	523614	593678
Egenkapital	43896	87612	208957	299725	319819
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	101633	234801	220544	216920	236306
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	12722	10947	6969	37553
= Finansiell gjeld	101633	247523	231491	223889	273859
SYSSELSATT KAPITAL	145529	335135	440448	523614	593678

Tabell 4.6 Justert omgruppert balanse

5. Forholdstallsanalyse

5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse



Figur 5.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse⁷¹

Som rammeverket viser starter forholdstallsanalysen med analyse av risiko (analyse av likviditet og soliditet). Selskapsspesifikk usystematisk risiko og dermed regnskapsbasert risikoanalyse er relevant for egenkapitalinvestorer som ikke er veldiversifiserte⁷². Formålet med risikoanalysen er å vurdere NextGenTel sin kredittrisiko. Kredittrisiko kan sies å være faren som långiver har for at lånet pluss avtalt rentebetaling helt eller delvis blir misligholdt⁷³. Regnskapstall kan i denne sammenheng fungere som varseltegn på finansiell krise og konkurs. Risikoanalysen starter med analyse av likviditet. Det vil si finne ut om selskapet har tilstrekkelig med likvide midler for å kunne dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling - kortsiktig kredittrisiko. I neste steg, soliditetsanalysen, vurderes hvorvidt NextGenTel har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap – langsiktig kredittrisiko. Avslutningsvis oppsummeres risikoanalysen ved syntetisk rating.

Forholdstallsanalysen fortsetter med analyse av krav. Kravene vil reflektere kredittrisikoen og er en målestokk for lønnsomheten. Lønnsomheten og kildene til den analyseres i del 5.6 og 5.7. Siste del av analysen fokuserer på om selskapet har evne til å vokse, og om veksten har sitt utgangspunkt internt gjennom resultater eller eksternt gjennom kapitalinnskudd.

I analysen av lønnsomhet og vekst fokuseres det i hovedsak på normaliserte tall. Dette er objektive tall som også forventes å være relevante for fremtiden. Fullstendige forholdstall omfatter også

⁷¹ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

⁷² Penman, S. H. (2003), Financial Statement Analysis and Security Valuation

⁷³ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425

unormale poster og svinger mye mer enn normaliserte tall. I risikoanalysen fokuseres det dermed på fullstendige tall.

Forholdstallene i alle analyser sammenlignes med nøkkeltall i bransjen til NextGenTel og/eller bakover i tid(tidsserieanalyse). For å få et mest mulig informativt bilde velger vi i alle grafer/tabeller å se bransjen samlet. I tillegg blir enkelte grafer supplert med verdiene til de ulike komparative selskapene. Dette for å synliggjøre eventuelle forskjeller og avvik i bransjen.

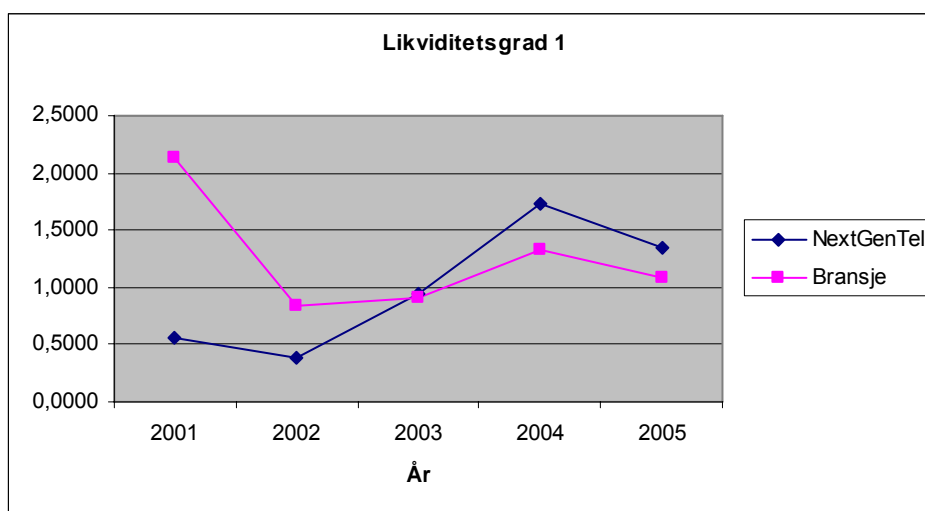
I alle utregninger av gjennomsnitt for NextGenTel (angitt i tabellene som ”01-05”) er det benyttet et tidsvektet gjennomsnitt, noe som vil si at de siste årene tillegges størst vekt. På grunn av til dels ekstreme observasjoner i 2001, grunnet oppstarten av selskapet, er dette året utelatt i gjennomsnittet da vi ønsker å estimere et mest mulig korrekt bilde av virksomheten slik den fremstår i dag. Ved utregning av bransjesnitt (angitt i tabellene som ”bransje”) er tallene normalisert ved å blant annet utelate de mest ekstreme observasjonene. Dette for å skape et mest mulig korrekt fremoverskuende bilde. Blant annet er det komparative selskapet United utelatt i beregningen av omløpet til netto driftseiendeler(onde) for bransjen da selskapet gjennomgående har en unormal høy onde(eksempelvis onde i 2004 på ca.12, mens resten av bransjen ligger rundt 1-1,5). På samme måte er det komparative selskapet BaneTele utelatt i utregningen av bransjens egenkapitalrentabilitet da de i 2004 har en rentabilitet på over 1100% grunnet en meget lav egenkapitalprosent. Gjennomsnittet blir tidsvektet på samme måte som for NextGenTel. For den komparative bransjen har ikke BaneTele og VersaTel offentliggjort tall for 2005, mens Elisa ikke har offentliggjort noen tall for 2001.

5.2 Analyse av likviditet

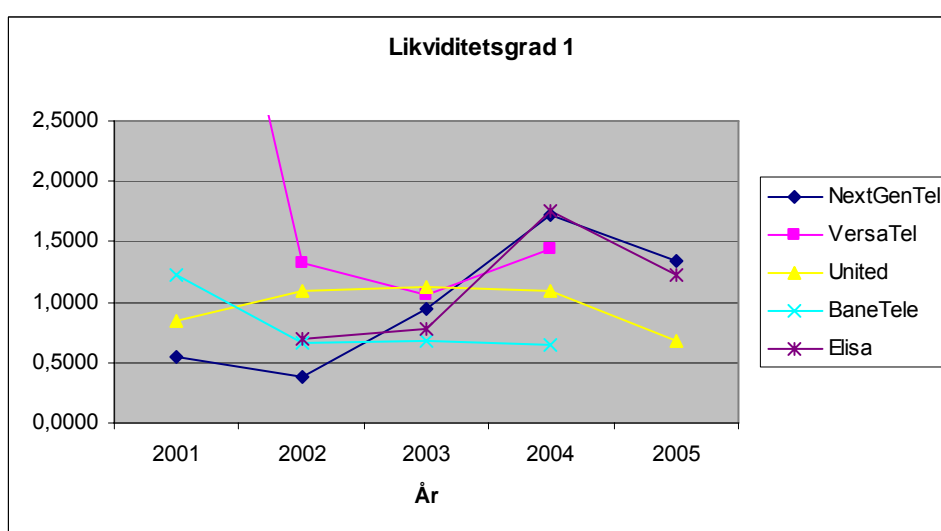
Dekomponering likviditetsgrad 1	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Driftsrelatert likviditetsgrad	0,436	0,398	0,439	0,411	0,704	0,543	0,674
x Vekt KDG ift KG	1,000	0,895	0,927	0,953	0,796	0,876	0,890
+ Likviditetsgrad 2	0,115	0,025	0,535	1,339	0,787	0,864	0,604
= Likviditetsgrad 1	0,551	0,381	0,942	1,730	1,347	1,331	1,196

Tabell 5.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld. Den kan dekomponeres som vist i tabell 5.1.



Figur 5.2 Likviditetsgrad 1 for NextGenTel



Figur 5.3 Likviditetsgrad 1 for komparativ bransje

NextGenTel har en positiv utvikling i likviditetsgrad 1 med et tidsvektet gjennomsnitt like over bransjen. Årsaken er at NextGenTel har en høyere grad av finansielle omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld (likviditetsgrad 2) enn bransjen. Man kan derfor si at NextGenTel har godt med likvide midler til å dekke kortsiktig gjeld. Ut i fra figur 5.3 ser man at VersaTel har en unormal høy likviditetsgrad 1 i 2001 (5,88). Dette skyldes en høy andel finansielle omløpsmidler dette året i forhold til kortsiktig gjeld.

For ytterligere å belyse gjeldsdekningen til NextGenTel gjennom balansen kan man se på finansiell gjeldsdekningsgrad:

Total gjeldsdekning	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Finansiell gjeldsdekningsgrad	0,139	0,082	0,448	0,894	0,532	0,601	0,327

Tabell 5.2 Finansiell gjeldsdekningsgrad

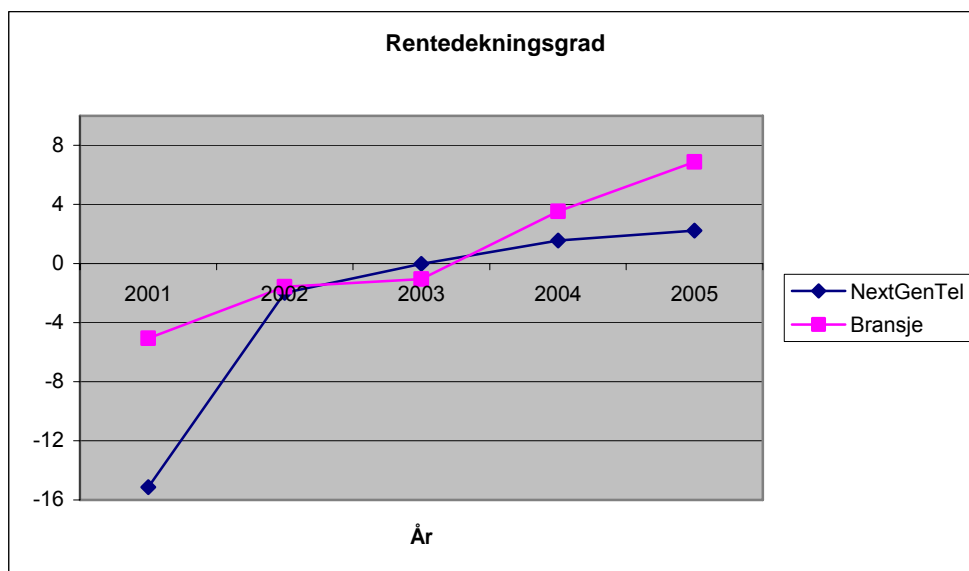
NextGenTel har fra oppstarten en positiv vekst i finansiell gjeldsdekningsgrad. De ligger også klart høyere enn bransjen og kan sies å ha godt med finansielle eiendeler til å dekke finansiell gjeld.

Rentedekningsgraden angir NextGenTel sin gjeldsdekning gjennom nettoresultatet de har til fordeling.

Rentedekningsgrad	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Nettoresultat SSK/ Netto finanskostnad	-15,1428	-1,9936	-0,0163	1,5694	2,2398	1,3427	1,9674

Tabell 5.3 Rentedekningsgrad

NextGenTel har en klar positiv trend i rentedekningsgraden, men ligger i tidsvektet gjennomsnitt under bransjen.



Figur 5.4 Rentedekningsgrad

Generelt kan man si at selskap innen IKT på Oslo Børs har en meget lav rentedekningsgrad da de typisk ikke er så flinke til å skape likviditet gjennom resultatet⁷⁴.

⁷⁴ Knivsflå, K. H. (2005), Forelesningsnotater BUS 425

For å vurdere likviditeten ytterligere er det interessant å se på kontantstrømoppstillinger som forklarer endringen i finansielle eiendeler og behovet for opptak av finansiell gjeld.

Endring finansielle eiendeler (i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsresultat	-76070	-54852	-29261	9064	14965
+ Unormalt netto driftsresultat	-439	-291	3311	760	-329
- Endring i netto driftseiendeler	131976	183310	22025	-13287	124379
= Fri kontantstrøm fra drift	-208485	-238453	-47975	23110	-109743
- Netto finanskostnad	4585	17532	27117	18780	14049
+ Endring i finansiell gjeld	101633	145890	-16032	-7602	49970
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift	-111437	-110095	-91123	-3272	-73821
- Netto betalt utbytte	-62074	-114022	-172710	-98094	-17055
= Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift	-49363	3927	81587	94822	-56766
+ Netto finansinntekter	2056	2369	1701	1630	2452
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0
= Endring i finansielle eiendeler	-47307	6296	83288	96452	-54314
+ Finansielle eiendeler 01.01	61397	14090	20386	103674	200127
= Finansielle eiendeler 31.12	14090	20386	103674	200126	145813

Tabell 5.4 Endring finansielle eiendeler

NextGenTel sin beholdning av finansielle eiendeler har økt mye over analyseperioden. Dette er positivt. Kontantstrømmen fra drift har med unntak av 2004 vært negativ og man har i løpet av årene tatt opp en del finansiell gjeld. Økningen i finansielle eiendeler fra 2003 og fremover har mye å gjøre med store netto kapitalinnskudd (negativt netto betalt utbytte). Det vil være viktig at NextGenTel i årene som kommer klarer å skape en positiv kontantstrøm fra drift, men utviklingen må likevel kunne sies å være positiv.

Fokus på finansiell gjeld (i tusen kroner)	2001	2002	2003	2004	2005
Netto driftsresultat	-76070	-54852	-29261	9064	14965
+ Unormalt netto driftsresultat	-439	-291	3311	760	-329
- Økning i netto driftseiendeler	131976	183310	22025	-13287	124379
= Fri kontantstrøm fra drift	-208485	-238453	-47975	23110	-109743
+ Netto finansinntekter	2056	2369	1701	1630	2452
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0
- Økning finansielle eiendeler	-47307	6296	83288	96453	-54315
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	-159122	-242380	-129561	-71713	-52975
- Netto betalt utbytte	-62074	-114022	-172710	-98094	-17055
- Netto resultat til minoritet	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	-97048	-128358	43149	26381	-35920
- Netto finanskostnad	4585	17532	27117	18780	14049
= Evne til å betale tilbake finansiell gjeld - avdrag	-101633	-145890	16032	7601	-49969

Tabell 5.5 Fokus på finansiell gjeld

Setter man fokus på låneopptak har NextGenTel i årene 2001, 2002 og 2005 hatt et behov for opptak av finansiell gjeld. Trenden er positiv, men skal NextGenTel klare å være mindre avhengig av kapitalinnskudd må kontantstrømmen fra drift forbedres i fremtiden. Ellers bør det poengteres at NextGenTel er et meget ungt selskap med oppstart i 2000. Dette kan forklare mye av de tallene man observerer da selskapet er i en investeringsfase og hvor kontantstrømmene enda ikke er kommet skikkelig i gang.

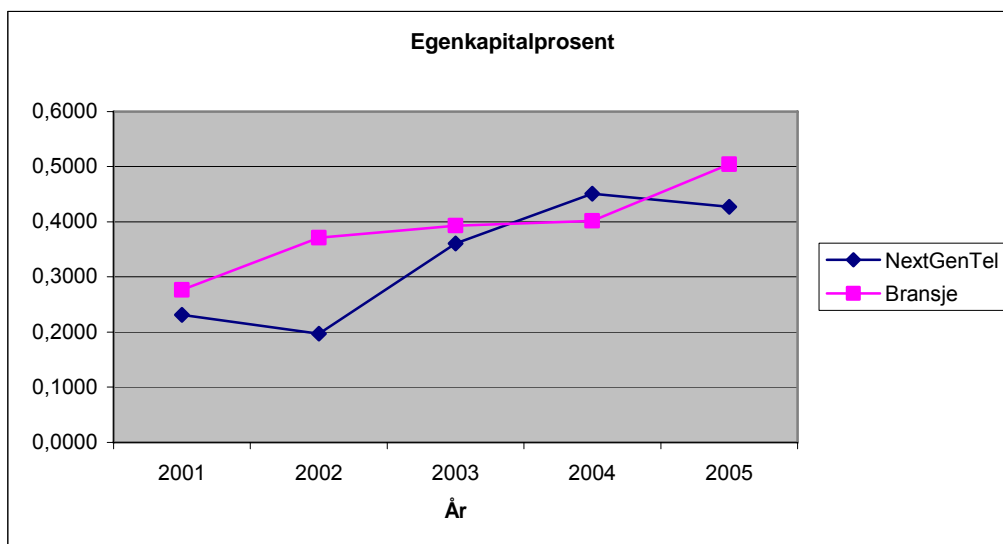
Forfallstrukturen på gjelden bør også analyseres. Dette for å identifisere faren for at NextGenTel kommer i gjeldsskvis når særlig store lån forfaller til betaling. Grunnet informasjonsmangel kan ikke denne analysen gjennomføres. Fra årsrapporten foreligger det informasjon om NextGenTel sine lånevilkår. Lånevilkår ("covenants") er vilkår som långiver ofte krever skal være oppfylt for å yte lån. Dersom kravene ikke er oppfylt faller lånet i prinsippet til betaling. NextGenTel kan ikke ha egenkapitalandel under 27,5 %. Analyse av egenkapitalprosenten kommer i neste avsnitt, men man kan allerede her si at NextGenTel oppfylder vilkåret de siste årene. I tillegg krever långiver at frie bankinnskudd minimum skal være 17 millioner kroner. Også dette kravet oppfyller NextGenTel.

5.3 Analyse av soliditet

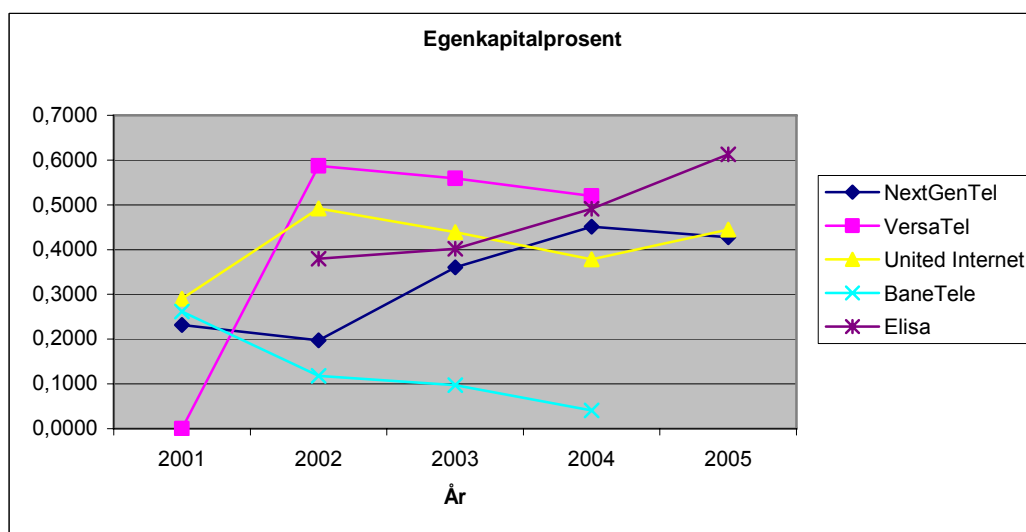
År	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Egenkapitalprosent	0,231	0,197	0,361	0,451	0,427	0,402	0,406

Tabell 5.6 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten betegnes gjerne som soliditetsmål nummer en. Dette da det er egenkapitalen som er buffer mot fremtidige tap og konkurs. Egenkapitalprosenten har hatt en positiv utvikling over analyseperioden og det tidsvektede gjennomsnittet til NextGenTel er på 40,2 % mot bransjens tidsvektede gjennomsnitt på 40,6 %.



Figur 5.5 Egenkapitalprosent NextGenTel



Figur 5.6 Egenkapitalprosent til komparativ bransje

Det kan virke som om egenkapitalprosenten til NextGenTel stabiliserer seg på et nivå i overkant av 40 %. Dette er positivt med tanke på selskapets evne til å tåle lengre perioder med fremtidig tap. For de ulike komparative selskapene skiller BaneTele seg ut da de har en meget lav egenkapitalprosent. I 2004 kan det nevnes at BaneTele har nærmere 35 millioner kroner i egenkapital av en total kapital på ca 632 millioner kroner, noe som er svært lite.

2005 (prosent)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,64	0	0,02	0,34			0,67
FAM				1			0,001
DOM				0,62	0,38		0,14
FOM					0,74	0,26	0,19
TK	0,43	0	0,01	0,32	0,20	0,05	1

Tabell 5.7 Statisk finansieringsmatrise NextGenTel (2005)

Bransjen (prosent)	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	0,595	0,003	0,052	0,350			0,688
FAM				1,000			0,007
DOM				0,290	0,710		0,142
FOM					0,787	0,212	0,163
TK	0,410	0,002	0,036	0,289	0,229	0,035	1,000

Tabell 5.8 Statisk finansieringsmatrise for bransjen (2005)

Den statiske finansieringsmatrisen gir innsikt i hvordan NextGenTel er finansiert ved utgangen av 2005. Jo raskere de gule feltene går i bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen. Altså vil det minst risikable være 100 % egenkapitalfinansiering, mens det mest risikable vil være 100 % finansiering gjennom kortsiktig gjeld. NextGenTel finansierer driftsrelaterte anleggsmidler og finansielle anleggsmidler med langsiktig kapital. Resten er finansiert med kortsiktig kapital. Det kan nevnes at NextGenTel har svært lite finansielle anleggsmidler, men en stor andel av driftsrelaterte anleggsmidler. Kapitaltilgangen bør være sikret gjennom børsintroduksjonen i 2003, og finansieringsmatrisen indikerer derfor kun moderat risiko. Bransjen i 2005 har en relativt lik finansieringsmatrise som NextGenTel.

Som nevnt er egenkapitalen en buffer mot tap da egenkapitalen, og dermed soliditeten, blir forvitret av dårlig lønnsomhet. Analyse av lønnsomhet vil derfor være en del av lønnsomhetsanalysen. Lønnsomhet analyseres i del 5.6.

5.4 Syntetisk rating

Rating	Likviditets-grad 1 lg1	Rente-dekningsgrad rdg	Egenkapital-prosent ekp	Netto drifts-rentabilitet ndr	Konkurs-risiko (årlig)
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,001
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,001
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,002
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,004
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,014
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,061
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,309
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,542
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,775
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	1,000

Tabell 5.9 Ratingklasser⁷⁵

⁷⁵ Knivsflå, K. H. (2005), Forelesningsnotater BUS 425 (Modifiserte Standard & Poor's ratingklasser)

Det er foretatt en syntetisk rating av NextGenTel. Det vil si at selskapet klassifiseres i en risikoklasse på basis av forholdstallsanalyse, og da særlig likviditets- og soliditetsanalyse⁷⁶. Samlet gir dette en årlig kredittrating som benyttes ved beregningen av NextGenTels avkastningskrav i del 5.5.

Kredittrating	2001	2002	2003	2004	2005
Likviditetsgrad 1	0,551	0,381	0,942	1,730	1,347
<i>Delrating 1</i>	<i>CCC</i>	<i>C</i>	<i>B</i>	<i>BBB</i>	<i>BB</i>
Rentedekningsgrad	-15,143	-1,994	-0,016	1,569	2,240
<i>Delrating 2</i>	<i>D</i>	<i>C/D</i>	<i>CCC</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>
Egenkapitalprosent	0,231	0,197	0,361	0,451	0,427
<i>Delrating 3</i>	<i>B</i>	<i>B</i>	<i>BB</i>	<i>BBB</i>	<i>BBB</i>
Netto driftsrentabilitet	-0,735	-0,219	-0,086	0,028	0,040
<i>Delrating 4</i>	<i>D</i>	<i>D</i>	<i>CC</i>	<i>CCC</i>	<i>B</i>
Årlig rating	C	C	B	BB	BB

Tabell 5.10 Kredittrating

I 2005 gis NextGenTel ratingen BB, noe selskapet ser ut til å ha stabilisert seg på. Dette gir en årlig konkurssannsynlighet på ca 1 %. I ratingen inngår netto driftsrentabilitet. Denne analyseres nærmere i del 5.6, analyse av lønnsomhet.

5.5 Analyse av krav

Avkastningskravet for en virksomhet er den avkastningen som er nødvendig over tid for å trekke til seg og beholde kapital i virksomheten⁷⁷. Selskapets avkastningskrav er derfor lik den forventede avkastningen kapitalmarkedet gir på investeringer med samme risiko som selskapet. Kravet til avkastning blir generelt brukt på to måter, som målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen. Normaliserte avkastningskrav utarbeides for de ulike kapitalene som følger av den omgrupperte og justerte balansen til NextGenTel. Dette for å måle og fremskrive lønnsomhet. Avkastningskravet til egenkapitalen vil bli brukt til å vurdere om selskapet genererer en superprofitt.

Egenkapitalrentabiliteten som estimeres senere er en nominell rente etter skatt. Gjennom omgruppering for investororientert analyse er fokus på nettoresultatene til selskapet da det trekkes ut skattekostnad. Det er resultatbegrepet ”nettoresultat til egenkapital” som er grunnlaget for

⁷⁶ www2.standardandpoors.com

⁷⁷ Bøhren, Ø. & D.Michalsen (2001), Finansiell økonomi: Teori og praksis

egenkapitalrentabiliteten i vår analyse. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er en rente etter skatt må sammenligningsgrunnlaget i form av egenkapitalkravet også være en rente etter skatt.

For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen benyttes kapitalverdimodellen. Modellen består av elementene risikofri rente, egenkapitalbeta og risikopremie.

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f)$$

For å beregne risikofri rente tar vi utgangspunkt i 3 måneders Nibor-rente⁷⁸. Nibor-renten kan ikke karakteriseres som helt risikofri og det trekkes derfor ut et risikotillegg på 10 %. For å få et egenkapitalkrav etter skatt må også skatt trekkes ut.

Egenkapitalbetaen er den daglige egenkapitalbetaen til NextGenTel. Den historiske egenkapitalbetaen er estimert på basis av historiske kursdata for NextGenTel og avkastningen til OSEBX-indeksen på Oslo Børs. Den er beregnet til å være 1,22. Før man starter å estimere egenkapitalbetaen forventer man at den skal være lik aksjemarkedsbetaen, altså 1. Det benyttes derfor en justert egenkapitalbeta. Dette kan også forsvares med at betaen er tilbakevendende til gjennomsnittet og at det er knyttet stor usikkerhet til estimatet for underliggende egenkapitalbeta i forhold til historisk kursutvikling. Estimater vektet med 1/3 mot 1 og med 2/3 mot 1,22. Den justerte egenkapitalbeta blir da 1,15.

For å kunne regne ut egenkapitalbetaen årlig trenger vi også å regne ut finansiell eiendelsbeta, finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta. Gjennomsnittlig netto driftsbeta for NextGenTel er 0,78. Denne forutsettes konstant over analyseperioden i henhold til Miller og Modigliani's "proposition 1" som sier at verdien på selskapet er uavhengig av finansieringen⁷⁹.

For å kunne benytte kapitalverdimodellen til å beregne egenkapitalkravet behøver vi markedets risikopremie ($r_m - r_f$) etter skatt. Markedets risikopremie etter skatt over analyseperioden er regnet ut som den gjennomsnittlige risikopremien ved Oslo Børs i perioden 2001 til 2005 og er estimert til 4,60 %⁸⁰.

⁷⁸ www.norgesbank.no

⁷⁹ Brealy R. A. & Myers S.C. (2003): Principles of Corporate Finance

⁸⁰ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS425

Investorer og virksomheter vil inneha ulik informasjon og man kan derfor si at kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt. Graden av markedssvikt kan uttrykkes med en likviditetspremie. Likviditetspremien skal kompensere for den innlåsningsrisikoen investor påtar seg ved en illikvid investering. Med dette menes at det kan bli dyrt eller relativt vanskelig å selge aksjen. En likviditetspremie bør vanligvis være i størrelsesorden 0-5 %. Hvor stor den skal være avhenger av graden av markedssvikt i den aktuelle aksje og selskapsspesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten⁸¹. NextGenTel ble notert på Oslo Børs desember 2003. Aksjen er preget av nokså høy likviditet, særlig grunnet alle oppkjøpsspekulasjoner rundt selskapet. En passende likviditetspremie for NextGenTel vil derfor kunne være lav og settes her til 2 %.

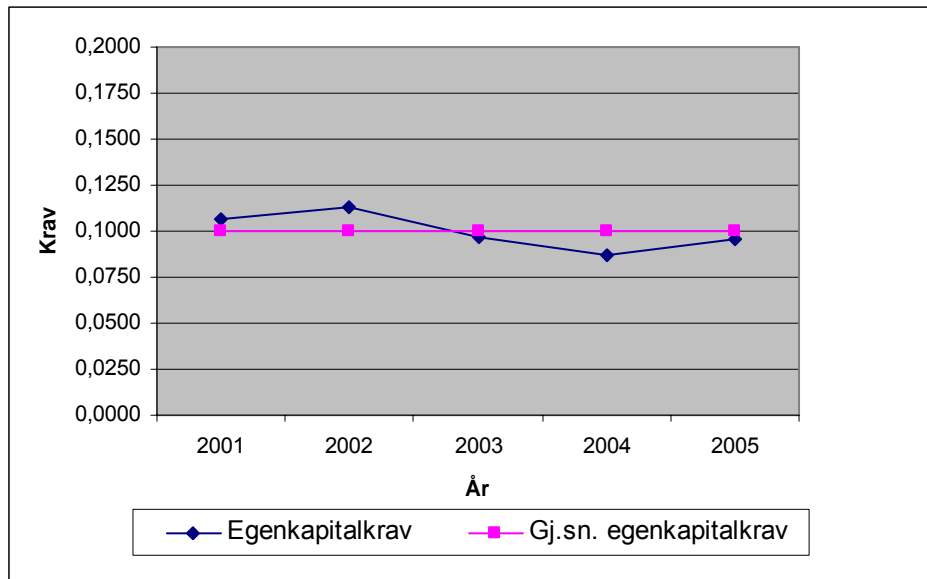
Egenkapitalkravet år for år:

Egenkapitalkrav	2001	2002	2003	2004	2005
Nibor-rente, 3 mnd effektiv	0,075	0,072	0,041	0,021	0,023
- Risikopremie, 10 % av Nibor	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002
= Risikofri rente før skatt	0,068	0,065	0,037	0,018	0,020
- 28% skatt	0,019	0,018	0,010	0,005	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015
+ Justert beta	0,883	1,946	1,517	0,986	0,961
x Risikopremie etter skatt	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064
+ Likviditetspremie	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
= Egenkapitalkrav	0,1062	0,1134	0,0966	0,0865	0,0962

Tabell 5.11 Egenkapitalkrav

Avkastningskravet til egenkapitalen over analyseperioden er i gjennomsnitt 9,98 % med et tidsvektet gjennomsnitt på 9,43 %. Egenkapitalkravet må kunne sies å være relativt stabilt.

⁸¹ Knivsflå, K.H. (2006), Forelesningsnotater BUS425



Figur 5.7 Egenkapitalkrav

I tillegg til avkastningskrav til egenkapitalen er det også beregnet finansielle krav og selskapskrav. Ser av tabell 5.12 at de finansielle kravene har sunket betraktelig siden 2001. Hovedgrunnen til dette er at disse kravene avhenger av en kredittrisikopremie som blir fastsatt via ratingen til selskapet. Ratingen til NextGenTel forbedret seg i løpet av analyseperioden fra en rating C i 2001 til en rating BB i 2005. Ettersom både netto driftskravet og kravet til sysselsatt kapital er vektete avkastningskrav der man blant annet vekter kravet til finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld har også disse kravene samme utvikling. Gjennomsnittskravene ("01-05") er tidsvektede over analyseperioden.

Avkastningskrav	2001	2002	2003	2004	2005	01-05
Finansielt gjeldskrav	1,368	1,306	0,053	0,021	0,024	0,109
Finansielt eiendelskrav	0,829	1,081	0,033	0,014	0,015	0,084
Krav til netto finansiell gjeld	3,043	1,331	0,061	0,039	0,045	0,127
Netto driftskrav	0,441	0,841	0,079	0,077	0,087	0,129
Krav til sysselsatt kapital	0,543	0,855	0,072	0,057	0,064	0,113
Egenkapitalkrav	0,106	0,113	0,097	0,087	0,096	0,094

Tabell 5.12 Avkastningskrav

5.6 Analyse av lønnsomhet

Ved utregning av rentabilitet benyttes en normalisert rentabilitet da denne er fremoverskuende og mer relevant for budsjettering og fremskriving. For å unngå å få en kontinuerlig rentabilitet benyttes en etterskuddsrentabilitet. Dette gjøres ved å trekke ut den opptjente kapitalen gjennom resultatet i perioden. Resultatet blir dermed en normalisert etterskuddsrentabilitet. Alle

gjennomsnitt, både for NextGenTel ("01-05") og bransjen ("bransje"), er tidsvektede gjennomsnitt, jamfør diskusjonen i del 5.1.

Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Egenkapitalrentabilitet	-0,857	-0,695	-0,311	-0,031	0,011	-0,107
- Bransjegjennomsnitt	-0,750	-0,625	-0,146	0,044	0,078	-0,019
= Superprofitt ifht bransjen	-0,107	-0,070	-0,165	-0,075	-0,067	-0,088

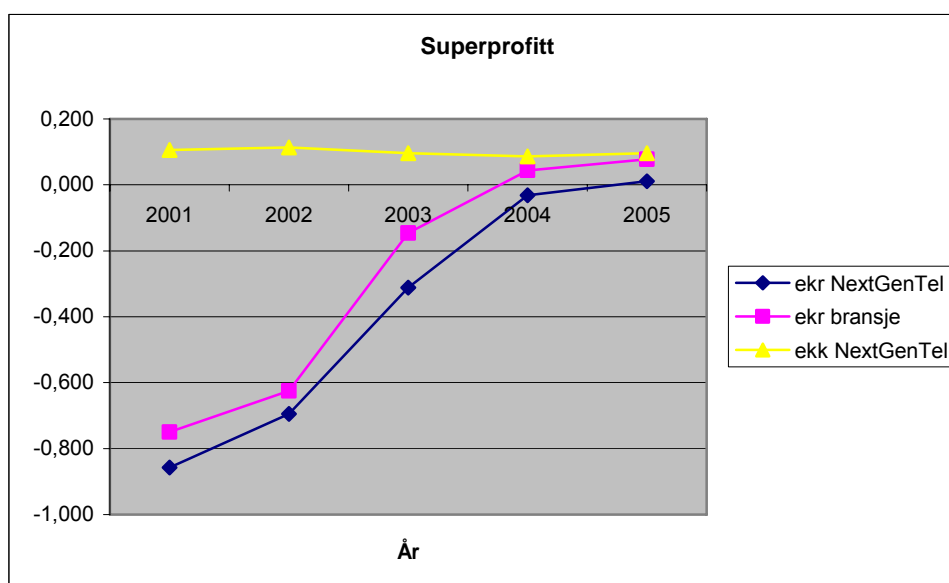
Tabell 5.13 Superprofitt ifht. til bransje

NextGenTels egenkapitalrentabilitet har en sterk positiv trend, men tar ikke positiv verdi før 2005. Dette er første året selskapet leverer et positivt årsresultat. Imidlertid ser vi at bransjen har tilnærmet samme utvikling, men jevnt over bedre rentabilitet. NextGenTel klarer altså ikke å generere superprofitt i forhold til bransjen over analyseperioden.

Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Egenkapitalrentabilitet	-0,857	-0,695	-0,311	-0,031	0,011	-0,107
- Krav til avkastning på egenkapitalen	0,106	0,113	0,097	0,087	0,096	0,094
= Superprofitt ifht kravet	-0,964	-0,808	-0,408	-0,118	-0,085	-0,201

Tabell 5.14 Superprofitt ifht. til krav

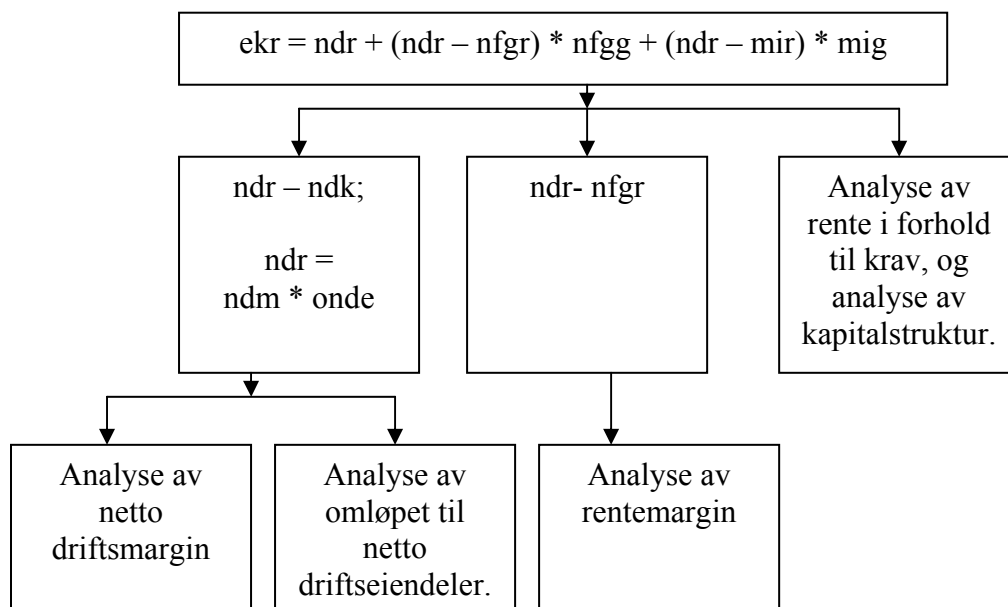
Den samme utviklingen ser vi angående superprofitt i forhold til avkastningskravet til egenkapitalen. Man klarer ikke å generere noen superprofitt, men utviklingen er klart positiv. Som grafene viser i figur 5.6 samsvarer NextGenTel sin utvikling med bransjen.



Figur 5.8 Superprofitt

5.7 Dekomponering av lønnsomhet

For å få innsikt i hvor egenkapitalrentabiliteten(ekr) til NextGenTel blir skapt dekomponeres egenkapitalrentabiliteten i forhold til netto driftsrentabilitet(nder). En slik dekomponering skiller klart mellom drift og finansiering. Dekomponeringen blir som følger:



Figur 5.7 Dekomponering av lønnsomhet

Etttersom NextGenTel ikke har minoritetsinteresser vil virkningen av minoritetsgearing (siste leddet i dekomponeringen; mig) falle vekk.

Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Netto driftsrentabilitet	-0,735	-0,219	-0,086	0,028	0,040	-0,004
+ Netto finansiell gearing	-0,122	-0,476	-0,225	-0,059	-0,029	-0,103
= Egenkapitalrentabilitet	-0,857	-0,695	-0,311	-0,031	0,011	-0,107

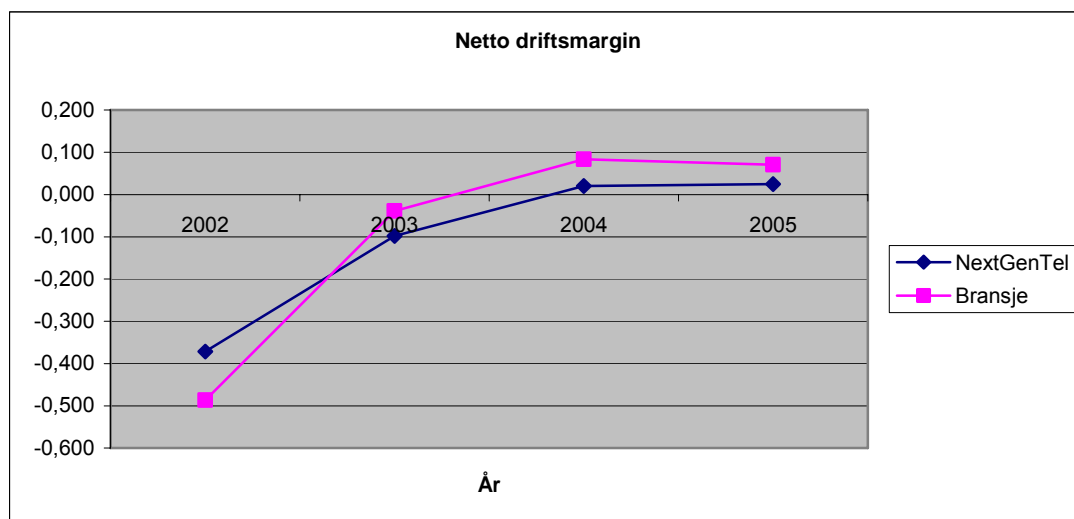
Tabell 5.15 Egenkapitalrentabilitet

Utviklingen over tid er positiv for både netto driftsrentabilitet og netto finansiell gearing. Driften gir en tidsvektet gjennomsnittlig nettorentabilitet på -0,4 %. Dette er svakt, men må ses i lys av den fasen NextGenTel har vært og er inne i. Den tidsvektede gjennomsnittlige virkningen av finansiell gearing er -10,3 %. Dette er hovedårsaken til at den tidsvektede gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten er -10,7 %.

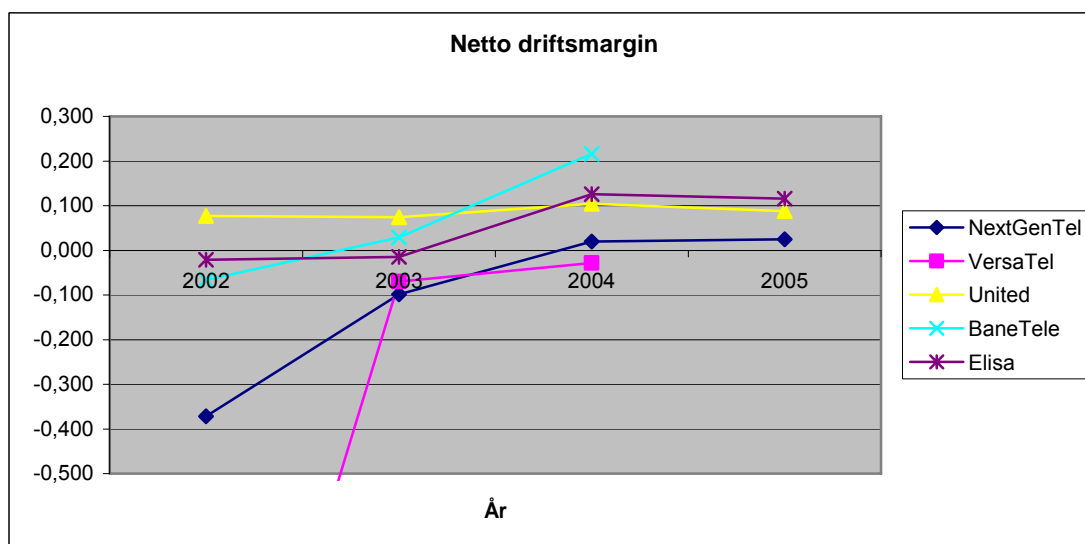
Netto driftsrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Netto driftsmargin	-2,515	-0,372	-0,098	0,020	0,025	-0,025
x Omløpet til NDE	0,292	0,589	0,875	1,395	1,586	1,331
= Netto driftsrentabilitet	-0,735	-0,219	-0,086	0,028	0,040	-0,004

Tabell 5.16 Netto driftsrentabilitet

Ser vi nærmere på netto driftsrentabilitet kan den splittes opp i netto driftsmargin(ndm) og omløpet til netto driftseiendeler(onde). Netto driftsmargin måler NextGenTels evne til å generere netto driftsresultat per omsatt krone.



Figur 5.9 Netto driftsmargin NextGenTel



Figur 5.10 Netto driftsmargin til komparativ bransje

Vi ser at driftsmarginen øker over analyseperioden for NextGenTel, men at man generelt ligger under bransjen. Dette underbygger antagelsen fra den strategiske analysen om at NextGenTel ikke har sine største konkurransefortrinn i kostnadsstrukturen. Det vil derfor være viktig for

NextGenTel å klare å opprettholde en vekst i driftsmarginen også i årene som kommer. Det kan nevnes at VersaTel enda ikke har et positivt netto driftsresultat, noe som gir negativ netto driftsmargin.

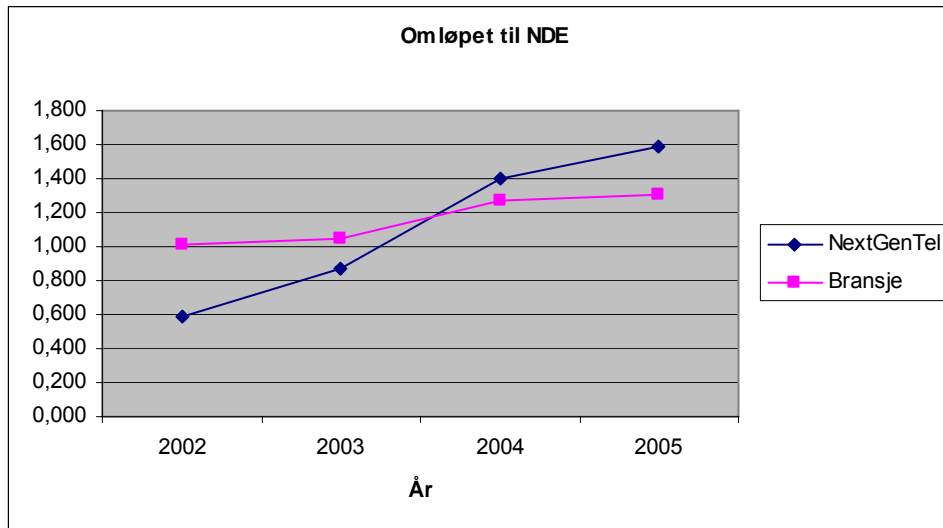
”Common size” resultat gir innsikt i hva som skaper driftsmarginen.

Common size resultat	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05	Bransje
Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1
- Driftskostnader	4,512	1,519	1,137	0,972	0,965	1,034	0,999
= Driftsresultat	-3,512	-0,519	-0,137	0,028	0,035	-0,034	0,001
- Driftsrelatert skattekostnad	-0,997	-0,147	-0,039	0,008	0,009	-0,010	-0,028
= Netto driftsresultat	-2,515	-0,372	-0,098	0,020	0,025	-0,025	0,028
+ Netto finansinntekter	0,068	0,016	0,006	0,004	0,004	0,005	0,010
= Nettoresultat til SSK	-2,447	-0,356	-0,093	0,024	0,029	-0,020	0,032
- Netto finanskostnader	0,152	0,119	0,091	0,041	0,023	0,048	0,043
= Nettoresultat til egenkapitalen	-2,599	-0,475	-0,184	-0,018	0,006	-0,067	-0,011
+ Unormalt netto driftsresultat	-0,015	-0,002	0,011	0,002	-0,001	0,002	-0,048
= Fullstendig nettoresultat til EK	-2,613	-0,477	-0,172	-0,016	0,005	-0,065	-0,060
- Netto betalt utbytte	-2,052	-0,773	-0,580	-0,216	-0,028	-0,237	-0,168
= Endring i egenkapitalen	-0,561	0,296	0,407	0,200	0,034	0,172	0,108

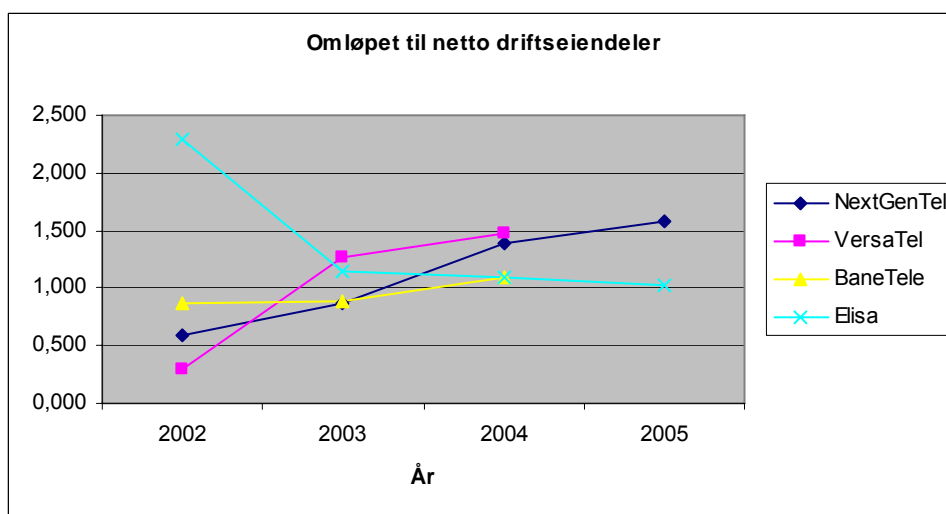
Tabell 5.17 Common size resultat

Driftskostnadene er i gjennomsnitt fortsatt meget store og i snitt større enn driftsinntektene noe som er hovedgrunnen til at rentabiliteten fra drift er så lav. For bransjens del er driftskostnadene høye, men i tidsvektet gjennomsnitt lavere enn hos NextGenTel. NextGenTel har hatt en særdeles positiv utvikling hva gjelder kostnadseffektivitet de siste årene da driftskostnader i prosent av driftsinntektene har sunket betraktelig. På bakgrunn av denne analysen samt den strategiske analysen er det allikevel ikke grunnlag for å hevde at NextGenTel er mer kostnadseffektive enn sine største konkurrenter, Telenor og Tele2.

Omløpet til netto driftseiendeler(onde) måler effektiviteten i kapitalbruken, med andre ord NextGenTel sin evne til å skape driftsinntekt pr. krone investert.



Figur 5.11 Omløpet til netto driftseiendeler NextGenTel



Figur 5.12 Omløpet til netto driftseiendeler for komparativ bransje

NextGenTel har en positiv utvikling i onde og ligger over bransjen. Bredbåndsbransjen er en kapitalintensiv bransje, spesielt for de aktørene som investerer i egne nett, noe som kan gi lav onde sammenlignet med andre bransjer. Som nevnt innledningsvis i kapittel 5 er her det komparative selskapet United utelatt.

Superprofitt drift	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Netto driftsrentabilitet	-0,735	-0,219	-0,086	0,028	0,040	-0,004
- Netto driftskrav	0,441	0,841	0,079	0,077	0,087	0,129
= Superprofitt drift	-1,176	-1,060	-0,165	-0,049	-0,047	-0,133

Tabell 5.18 Superprofitt drift

Superprofitten fra drift er negativ over hele perioden, men i likhet med de fleste andre størrelser har den en positiv utvikling.

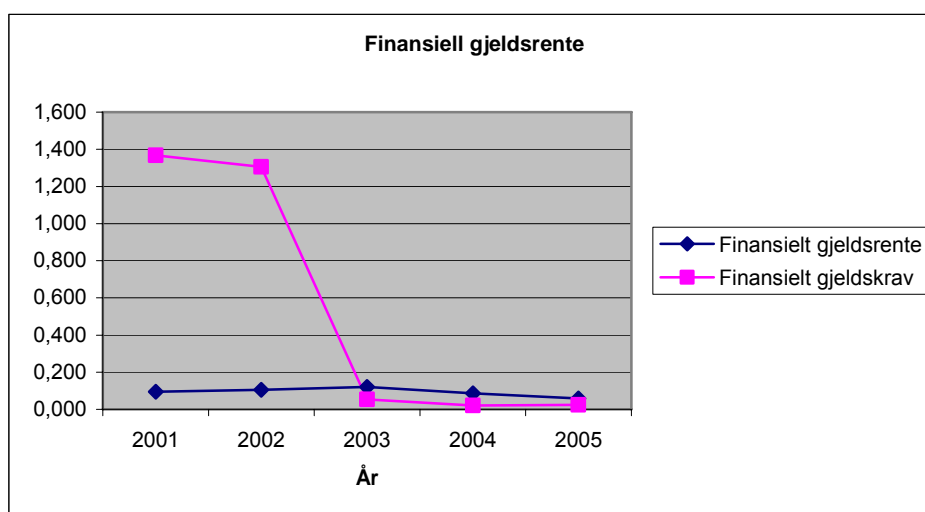
For å se nærmere på hvorfor virkningen av netto finansiell gearing har vært negativ i analyseperioden starter man med å se på netto finansiell gjeldsrente(nfgr).

Netto finansiell gjeldsrente	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05	Vektet Krav
finansiell gjeldsrente (fgr)	0,094	0,106	0,120	0,086	0,058	0,081	0,109
x FG/NFG	4,109	1,107	1,371	3,248	3,450	2,851	
- finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,056	0,148	0,028	0,011	0,014	0,024	0,084
x FE/NFG	3,109	0,107	0,371	2,248	2,450	1,851	
= Netto finansiell gjeldsrente	0,214	0,101	0,154	0,255	0,165	0,187	0,127

Tabell 5.19 Netto finansiell gjeldsrente

Netto finansiell gjeldsrente for NextGenTel er relativt høy. Dette skyldes at de ulike vektene, og da spesielt finansiell gjeld i forhold til netto finansiell gjeld, er høye.

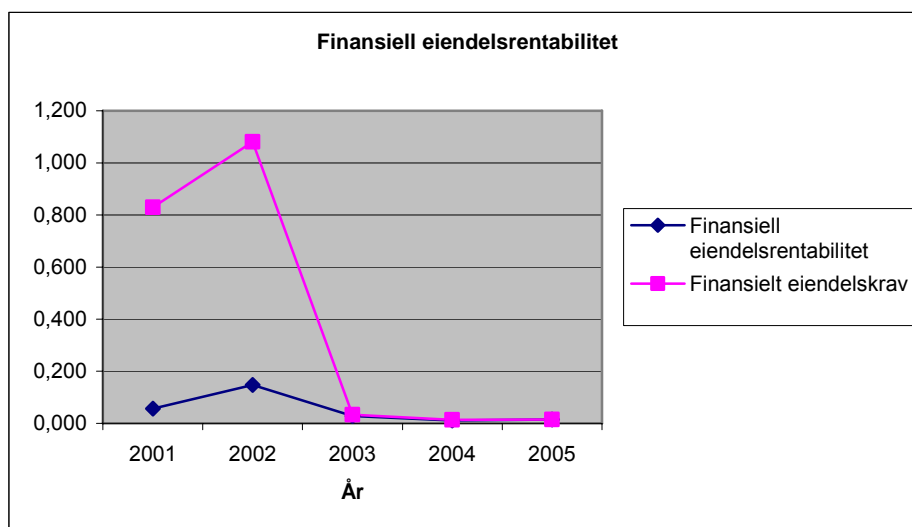
Tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsrente(fgr) er under det tidsvektede kravet(fgk). Den tidsvektede merrenten på finansiell gjeld er -2,8 % (0,081 – 10,9). Dette innebærer at NextGenTel betaler en rente som i tidsvektet snitt er lavere enn det estimerte kravet.



Figur 5.13 Finansiell gjeldsrente

Grunnen til det store spranget i det finansielle gjeldskravet(fgk) er som tidligere nevnt forbedret rating.

Den tidsvektede superrentabiliteten(fer-fek) på finansielle eiendeler er -6 % (0,024 – 0,084), noe som tyder på at NextGenTel foreløpig ikke er spesielt dyktige til å skape finansielle merverdier. Utviklingen er imidlertid positiv og man ser av figur 5.11 at rentabiliteten tilnærmer seg kravet. Generelt er det vanskelig å skape en superrentabilitet i finansmarkedet.



Figur 5.14 Finansiell eiendelsrentabilitet

NextGenTel har et stort fall i det finansiell eiendelskravet. Grunnen til dette, er som tidligere nevnt, at kravet avhenger av en kredittrisikopremie som blir fastsatt gjennom ratingen av selskapet.

Netto finansiell gjeldsgrad	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05
Finansiell gjeldsdel (fgd)	0,469	0,662	0,664	0,670	0,639	0,655
- Finansiell eiendelsdel (fed)	0,355	0,064	0,180	0,464	0,454	0,381
x Den inverse egenkapitalprosent	1,129	2,486	1,938	1,260	1,228	1,450
= Netto finansiell gjeldsgrad	0,129	1,486	0,938	0,260	0,228	0,450

Tabell 5.20 Netto finansiell gjeldsgrad

Netto finansiell gjeldsgrad(nfgg) er netto finansiell gjeld over egenkapitalen. Forholdstallet kan dekomponeres som vist i tabellen over. Gjeldsgraden har en synkende trend og en gjeldsgrad i 2005 på 22,8 % kan ikke sies å representere en særlig risikabel kapitalstruktur.

Analyse av finansiell gearing	2001	2002	2003	2004	2005	01 - 05	Vektet Krav
Netto driftsrentabilitet	-0,735	-0,219	-0,086	0,028	0,040	-0,004	0,129
- Netto finansiell gjeldsrente	0,214	0,101	0,154	0,255	0,165	0,187	0,127
= Netto rentemargin	-0,949	-0,320	-0,240	-0,227	-0,126	-0,191	
x Netto finansiell gjeldsgrad	0,129	1,486	0,938	0,260	0,228	0,450	
= Netto finansiell gearing	-0,122	-0,476	-0,225	-0,059	-0,029	-0,103	

Tabell 5.21 Netto finansiell gearing

Ser man på netto finansiell gearing samlet så er netto rentemargin klart negativ. I tidsvektet gjennomsnitt låner NextGenTel til en rente som er 19,1 % høyere enn det driften kaster av seg. Netto driftsrentabiliteten er mindre enn netto finansiell gjeldsrente. Ettersom netto finansiell gjeldsgrad er positiv vil bruken av netto finansiell gjeld da ha en negativ virkning på egenkapitalrentabiliteten. Driften kaster altså mindre av seg enn kostnaden ved bruk av netto finansiell gjeld.

5.8 Analyse av vekst

I analyse av vekst er det vanlig å se på det geometriske gjennomsnittet. Negative verdier vanskeliggjør utregning av et geometrisk gjennomsnitt. På bakgrunn av en del negative verdier i tallmaterialet fokuseres det derfor på et tidsvektet aritmetisk gjennomsnitt. Det tilhørende geometriske gjennomsnittet vil bli angitt for noen størrelser. Ettersom både NextGenTel og bransjen er preget av mye negative tall de første årene er en del vekstfaktorer gjort absolutte for å få frem det riktige bildet av den faktiske veksten.

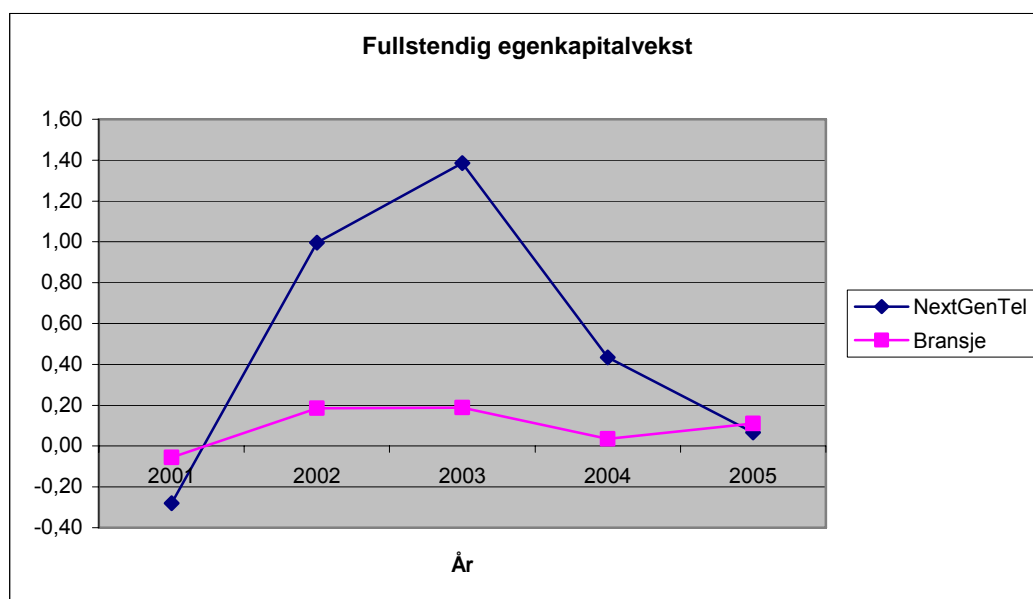
Innledningsvis i vekstanalysen er fokus på den fullstendige egenkapitalveksten. Hovedfokus vil imidlertid være på normalisert egenkapitalvekst og tilhørende resultatvekst da den normaliserte er fremoverskuende og mer relevant for verdsettelse.

5.8.1 Fullstendig egenkapitalvekst

Fullstendig EK-vekst	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Fullstendig tilbakeholdsgrad	0,21	-0,62	-2,36	-12,39	6,61	-1,461	0,633
* Fullstendig EK-rentabilitet	-1,30	-1,60	-0,59	-0,04	0,01	-0,217	0,006
= Fullstendig egenkapitalvekst	-0,28	1,00	1,39	0,43	0,07	0,487	0,190

Tabell 5.22 Fullstendig egenkapitalvekst

Den fullstendige egenkapitalveksten omfatter all vekst i egenkapitalen. NextGenTel har i snitt høyere egenkapitalvekst enn bransjen, noe som er positivt. Hovedgrunnen til dette er alle emisjonene NextGenTel har foretatt.



Figur 5.15 Fullstendig egenkapitalvekst

Den tilhørende gjennomsnittlige geometriske veksten til NextGenTel er 39,4 % mot bransjens 9,0 %.

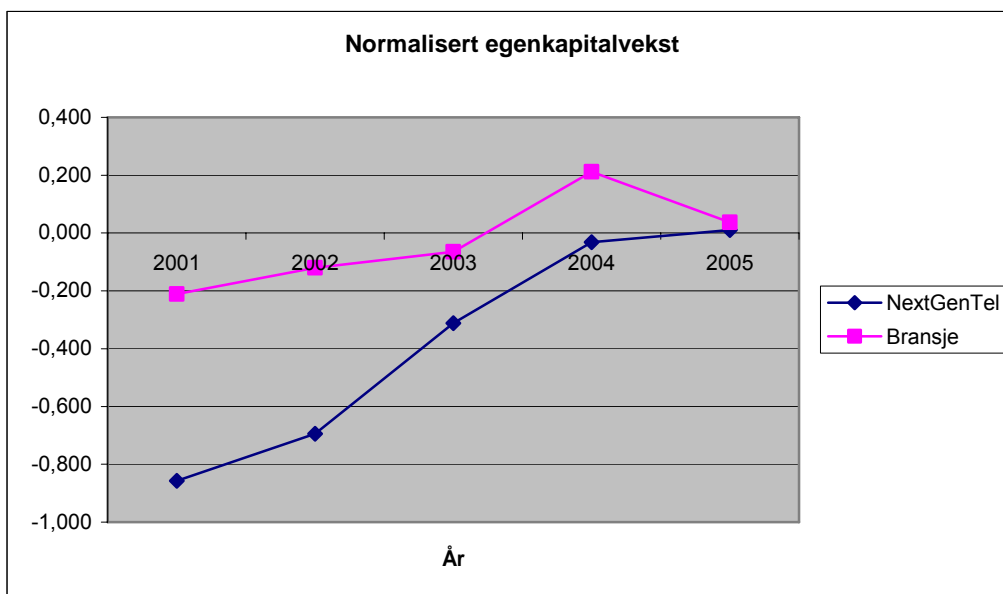
5.8.2 Normalisert egenkapitalvekst

Den normaliserte egenkapitalveksten tar ikke hensyn til unormal vekst. Unormal vekst har oftest sin kilde i unormale resultat og unormale kapitalinnskudd og – uttak. Den normaliserte veksten er vedvarende og fremoverskuende, og dermed relevant for verdsetting.

Normalisert EK-vekst	2001	2002	2003	2004	2005	01-05
Normalisert utdelingsforhold	1	1	1	1	1	1
* Normalisert egenkapitalrentabilitet	-0,857	-0,695	-0,311	-0,031	0,011	-0,107
= Normalisert egenkapitalvekst (ekv)	-0,857	-0,695	-0,311	-0,031	0,011	-0,107

Tabell 5.23 Normalisert egenkapitalvekst

Ettersom NextGenTel ikke betaler ut, eller har noe foreslått utbytte, vil man forvente at egenkapitalen vokser med den normaliserte egenkapitalrentabiliteten. Således har NextGenTel hatt en moderat, men positiv utvikling.



Figur 5.16 Normalisert egenkapitalvekst

Den normaliserte egenkapitalveksten til NextGenTel ligger jevnt under bransjen, men har noenlunde samme utvikling. Dette bildet samsvarer med data fra Oslo Børs som viser at IKT har en lav egenkapitalvekst som i snitt ligger rundt 0⁸².

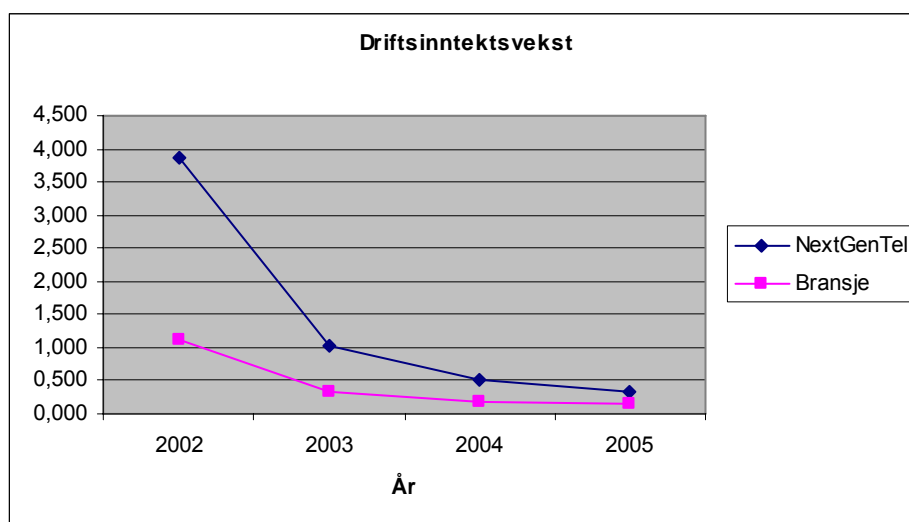
5.8.3 Resultatvekst

Det er interessant å se på veksten i driftsinntektene. Denne veksten vil være fullstendig.

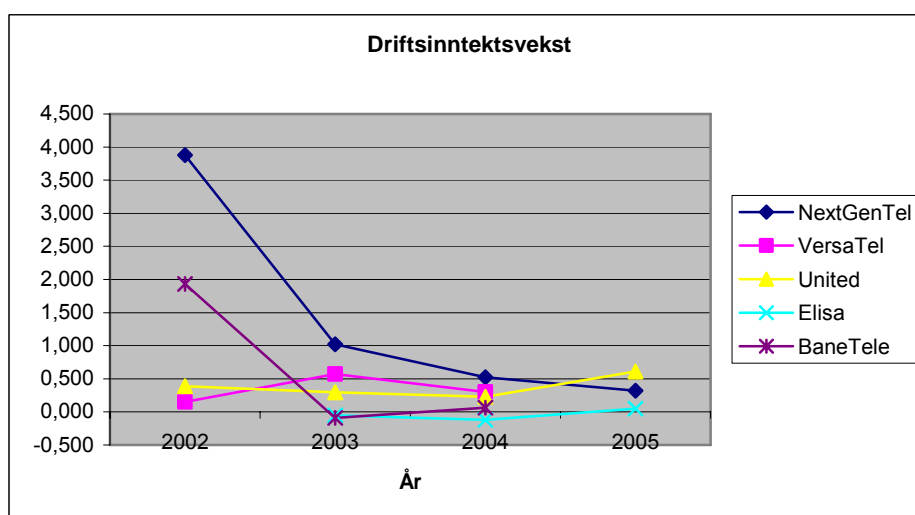
Driftsinntektsvekst	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Driftsinntektsvekst (i prosent)	273,973	3,876	1,019	0,525	0,321	0,738	0,333

Tabell 5.24 Driftsinntektsvekst

⁸² Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425



Figur 5.17 Driftsinntektsvekst NextGenTel



Figur 5.18 Driftsinntektsvekst for komparativ bransje

Driftsinntektsveksten avtar etter hvert som NextGenTel begynner å bli mer etablert i bransjen. Veksten kan fortsatt sies å være veldig stor, med et tidsvektet gjennomsnitt på 73,8 %. Til sammenligning har bransjen et tidsvektet gjennomsnitt på 33,3 %.

Veksten i netto driftsresultatet og veksten i nettoresultatet til egenkapitalen kan også analyseres. Her er det et lite problem da begge resultatuttrykkene er negative de første årene for NextGenTel og til en viss grad for bransjen. For å avspeile veksten angis derfor totalveksten i de ulike årene i absolutte termer.

År	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Vekst i NDR	3,304	0,279	0,467	1,310	0,694	0,818	1,646

Tabell 5.25 Vekst i netto driftsresultat

Den tidsvektede gjennomsnittlige veksten i netto driftsresultatet er for NextGenTel 81,8 % mot bransjens 164,6 %. Selv om NextGenTel ligger under bransjen, må veksten kunne betegnes som svært god. Årsaken til den høye veksten er blant annet at NextGenTel har klart å holde veksten i driftsinntektene større enn veksten i driftskostnadene.

År	2001	2002	2003	2004	2005	01-05	Bransje
Vekst i NRE	3,614	0,109	0,219	0,852	1,465	0,955	1,310

Tabell 5.26 Vekst i netto resultatet til egenkapitalen

Ser vi på veksten i netto resultatet til egenkapitalen er også den meget positiv, med et tidsvektet gjennomsnitt på 95,5 % mot bransjens 131 %.

5.9 Oppsummering av forholdstallsanalyse

Forholdstallsanalysen danner bakgrunn for den regnskapsbaserte budsjetteringen som foretas i neste kapittel. Det er derfor hensiktsmessig med en oppsummering.

Risiko

Fra analysen om likviditet fant vi at NextGenTel hevdet seg forholdsvis godt i forhold til bransjen. Både likviditetsgrad 1 og rentedekningsgraden er god og selskapet har en sterk finansiell gjeldsdekningsgrad i forhold til bransjen. Kontantstrømoppstillingene viste en god utvikling, men her så man at det fremover vil være viktig for selskapet å kunne klare å skape en positiv kontantstrøm fra drift. Samlet tilsier analysen at selskapet har nok likvide midler til å dekke gjeld etter hvert som den forfaller. Egenkapitalprosenten har stabilisert seg på et godt nivå, like under bransjen. Finansieringen til NextGenTel samsvarer også med bildet man ser i bransjen. Det konkluderes i analysen at det kun er ca 1,0 – 2,0 % sannsynlighet for at NextGenTel går konkurs innen et år.

Lønnsomhet

NextGenTel klarer ikke å generere superprofitt i forhold til bransjen eller i forhold til krav i løpet av analyseperioden. Utviklingen må derimot ses på som positiv og fremtidsutsiktene må kunne sies å være gode. Investeringstakten til selskapet vil etter hvert begynne å avta og selskapet kan generere positive kontantstrømmer på de midler som er investert. Netto driftsrentabiliteten

begynner å bli god de seneste årene, men virkningen av netto finansiell gearing holder egenkapitalrentabiliteten igjen. 2005 er første året selskapet har en positiv egenkapitalrentabilitet.

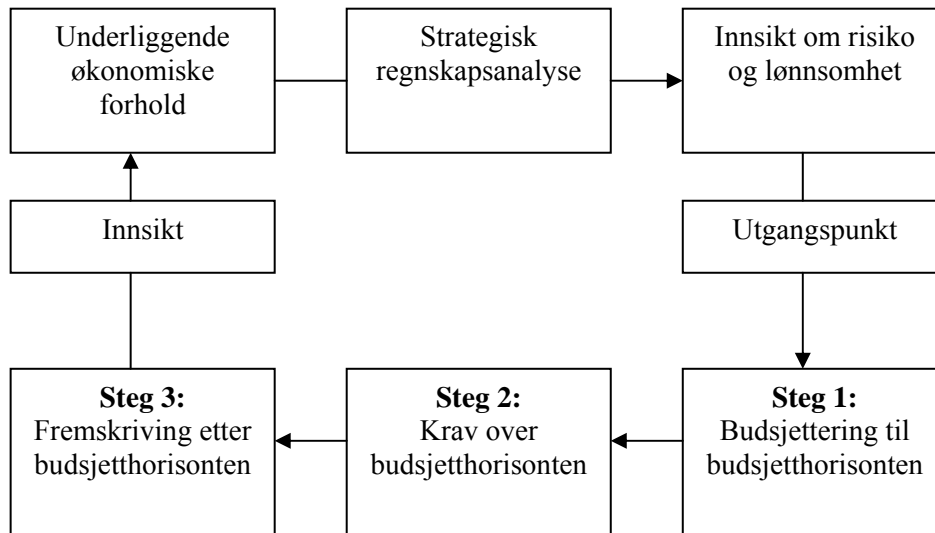
Vekst

Ettersom NextGenTel ikke betaler noe utbytte vil man forvente at den egengenererte, fremoverskuende egenkapitalveksten er lik egenkapitalrentabiliteten. Trenden har vært positiv, men NextGenTel har enda ikke klart å oppnå en høyere vekst enn bransjen. Selskapet har en god vekst i driftsinntektene og resultatveksten er god, selv om resultatveksten ligger litt under bransjen.

Generelt kan man si at fremtidsutsiktene for NextGenTel må kunne betegnes som gode tatt i betraktning den positive utviklingen i nesten alle forholdstall. Dette kan være noe av grunnen til at selskapet blir omtalt som en oppkjøpskandidat.

6.0 Fremtidsregnskap

6.1. Rammeverk for fremtidsregnskap



Figur 6.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for utarbeiding av fremtidsregnskap er gjengitt i figur 6.1⁸³. Som angitt er utgangspunktet innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i NextGenTel. Innsikten omfatter risikoen knyttet til NextGenTel, lønnsomheten, selskapets vekst samt strategisk analyse. Dette er fremskaffet i de foregående kapitlene. Innsikten benyttes til å utarbeide et budsjett som blir bygd på bakgrunn av utviklingen i syv budsjett drivere over budsjetthorisonen. Utviklingen etter budsjetthorisonen fremskrives, samlet kalles dette fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet brukes ved verdsettelsen av NextGenTel i neste kapittel og gir innsikt i de fremtidige underliggende økonomiske forholdene i selskapet.

Før man kan starte å budsjettere må man velge en budsjetthorison (T). Dette valget avhenger særlig av to forhold:

- Tiden til selskapet er i "steady state" – vekst, det vil si tiden til det tidspunktet der det er rimelig å tilnærme veksten med konstantvekst lik langsiktig vekst i økonomien.
- Kvaliteten på regnskapsføringen. Desto mer verdibasert regnskapsføring, desto kortere budsjetthorison. Dette da et 100 % verdibasert regnskap viser virkelige verdier (markedsverdier) av gjeld og eiendeler. Da trenger man ingen budsjetthorison for å verdsette egenkapitalen.

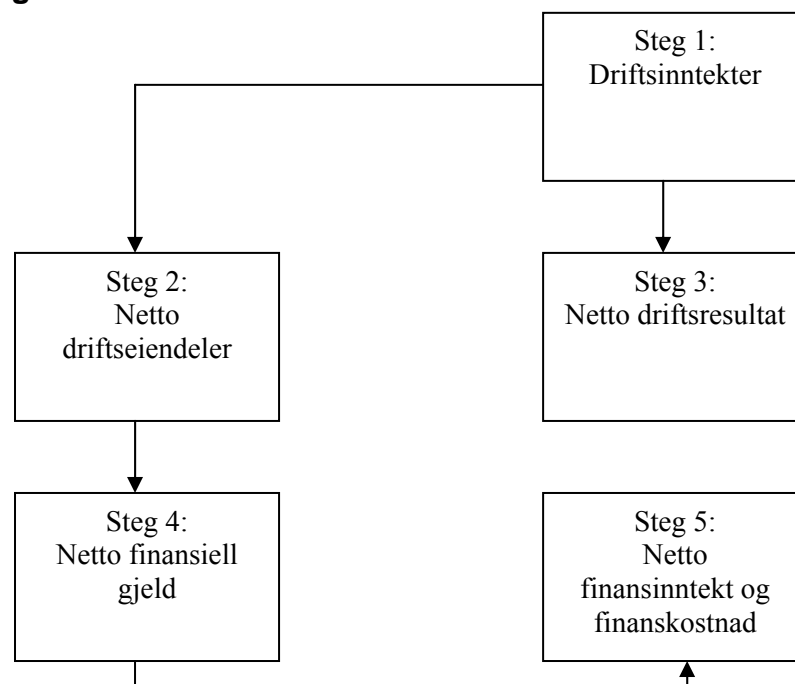
⁸³ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

NextGenTel opererer i en bransje med høyt vekstpotensiale. Selskapene i bransjen er svært unge, og de fleste begynner først nå å generere positive resultater. NextGenTel har investert stort de siste årene samt foretatt en del oppkjøp. Det er fortsatt store muligheter i markedet da mange forbrukere enda ikke har bredbåndstilkobling hjemme. I tillegg er IP-telefoni kun i startfasen. På bakgrunn av disse forhold kan man hevde at NextGenTel trolig er langt unna ”steady state”.

NextGenTel rapporterer etter god regnskapsskikk. Imidlertid har selskapet en presumptivt høy grad av immateriell verdiskapning gjennom utvikling av nye tjenester og har derfor lite immaterielle eiendeler synliggjorte i balansen. Målefeilene er da potensielt store. Tidligere er det justert for avskrivning av goodwill ved oppkjøp.

Begge disse forholdene peker mot en relativt lang budsjettthorisont. Vi velger en budsjettthorisont på 14 år.

6.2. Budsjettering



Figur 6.2 Budsjettering

Vanligvis består budsjettering av ni budsjett drivere som budsjetteres i sju steg. NextGenTel har imidlertid ingen minoritetsinteresser og vi bruker derfor sju budsjett drivere som budsjetteres i fem steg. Stegene blir behandlet enkeltvis.

Ved utarbeiding av fremtidsregnskapet vil vi prøve å tilnærme oss den forventede utviklingen. Utviklingen baseres på det subjektive skjønnet som er opparbeidet gjennom den strategiske regnskapsanalysen.

Vi er relativt optimistiske for de nærmeste årene. Dette grunnet veksten selskapet har hatt til nå, deres store investeringer og veksten i IP-telefoni. På lang sikt må derimot veksten tilnærme seg den langsiktige økonomiske veksten. Den historiske realveksten i økonomien kan settes til ca 3 %⁸⁴. I forskrift om pengepolitikken sier Norges Bank; ”Det operative målet for pengepolitikken skal være en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 %”⁸⁵. Den langsiktige økonomiske veksten settes således til 5,5 % (3 % + 2,5 %).

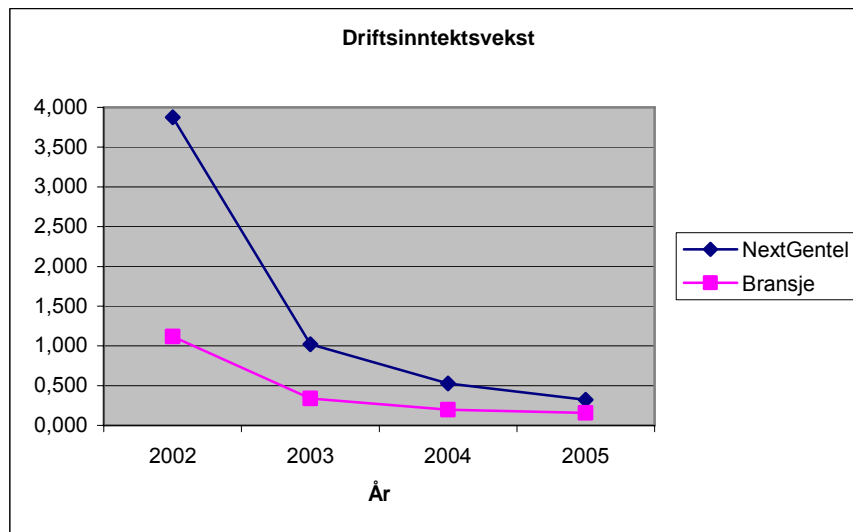
Det vil være rimelig å anta at NextGenTel vil oppleve sterk vekst de neste tre til fem årene. En nøktern tilnærming er derfor å anta en fortsatt sterk vekst de neste tre år frem mot 2009. Fra 2009 og frem mot ”steady state” i 2020 forventes veksten å avta grunnet økt konkurransepress og en modning av markedet. Ved utarbeidelse av budsjett drivere fastsettes dermed verdien i to budsjett punkt, ett i 2009 (budsjett punkt M) og ett i 2020 (budsjett punkt T). Utviklingen mellom punktene antas lineær.

Det kan ellers nevnes at utviklingen i unormale poster ikke vil bli budsjettert da utviklingen i eksempelvis engangsposter vil være tilnærmet umulig å budsjettere over lang tid.

⁸⁴ www.ssb.no

⁸⁵ www.norgesbank.no

Steg 1: Driftsinntekter



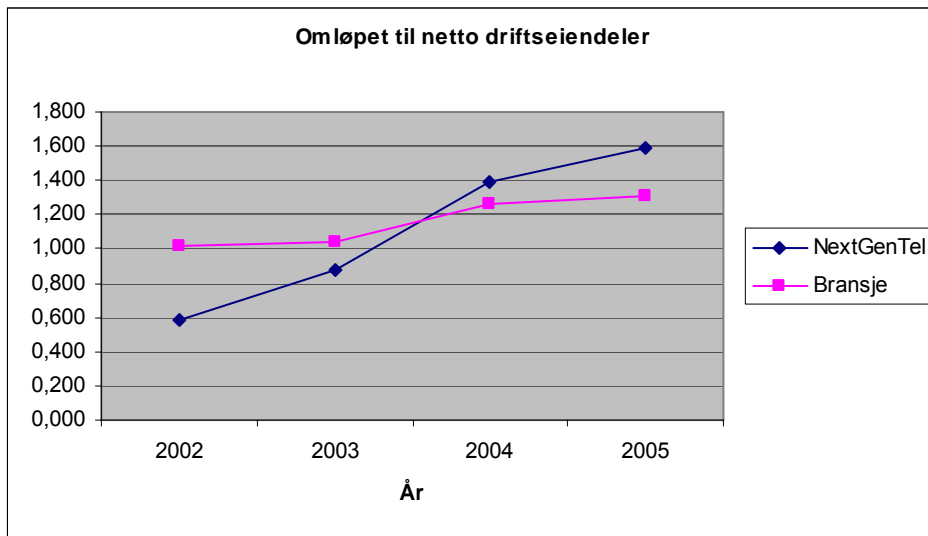
Figur 6.3 Driftsinntektsvekst

NextGenTel har over hele analyseperioden hatt en vekst i driftsinntektene større enn bransjen, men trenden har vært fallende. På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen forventes fortsatt høy vekst de neste årene, men en fortsatt fallende trend. NextGenTel påpeker selv at markedsveksten ser ut til å fortsette grunnet stadig flere bredbåndsabonnementer og voksende IP-telefoni⁸⁶. I tillegg varsler NextGenTel at de vil foreta oppkjøp av konkurrenter for å på den måten å øke markedsandeler. Argumenter mot fortsatt høy vekst vil være en metning av markedet og økende konkurransepress.

På bakgrunn av dette settes driftsinntektsveksten i 2009 til 15 %, med en lineær utvikling fra veksten i 2005 på 32,8 %. Dette gir blant annet enn vekst i 2006 på 27,8 % og i 2007 på 23,5 %, noe som fortsatt kan betegnes som svært høyt. Utviklingen etter 2009 og frem til 2020 forutsettes lineær mot den langsiktige økonomiske veksten(5,5 %) grunnet sterkt økende konkurransepress. Veksten i budsjettperioden settes altså relativt høy, med en gjennomsnittlig geometrisk vekst på 12,75 %.

⁸⁶ Årsrapport NextGenTel 2005

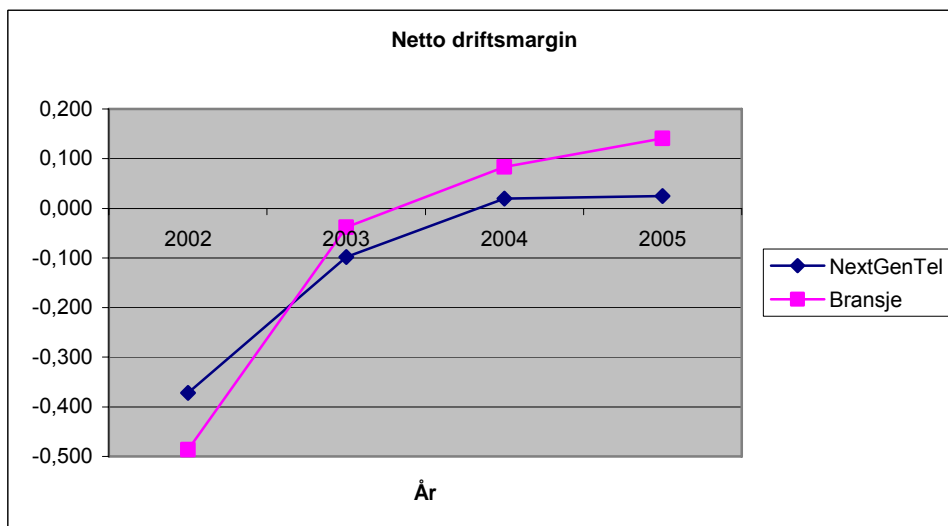
Steg 2: Netto driftseiendeler



Figur 6.4 Omløpet til netto driftseiendeler

NextGenTel har et tidsvektet gjennomsnitt på omløpet til netto driftseiendeler(onde) på 1,331, mens bransjen har et tilsvarende snitt på 1,14. Vi er av den oppfatning at NextGenTel kommer til å effektivisere bruken av netto driftskapital ytterligere frem til 2009 grunnet hardere konkurranse. Et rimelig estimat i 2009 kan derfor være en onde på 1,70. Fra 2009 regnes onde å avta mot bransjegjennomsnittet på 1,14. All vekst forutsettes å være lineær. Den gjennomsnittlige geometriske veksten over budsjettperioden blir 14,36 %, noe som er høyt.

Steg 3: Netto driftsresultat



Figur 6.5 Netto driftsmargin

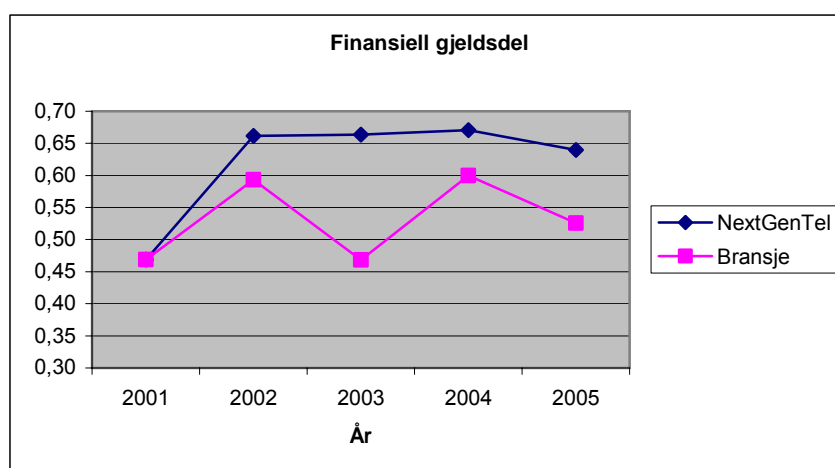
Det tidsvektede gjennomsnittet til NextGenTel på netto driftsmargin er -0,025 %. Netto driftsmargin kan ses i sammenheng med den strategiske analysen hvor vi påpekte at NextGenTel

har foretatt store investeringer som i fremtiden vil kunne generere positive kontantstrømmer. Det er grunn til å tro at i de førstkomende årene vil netto driftsmargin øke som følge av dette. Vi antar at netto driftsmargin vil øke lineært frem mot 12 % i 2009, før den avtar lineært mot 9 % i 2020. Dette mener vi kan forsvares med tanke på den veksten bransjen har hatt de siste årene. Det er også naturlig å anta at netto driftsmargin vil falle på grunn av økt konkurranse og internasjonalisering.

Steg 4: Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeldsdel = finansiell gjeldsdel – finansiell eiendelsdel. På grunn av dette forholdet vurderes finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel hver for seg før disse to deldriverne budsjetteres samlet. Generelt er kapitalstruktur relativt stabil over tid, og man forventer ofte på sikt at den vil gå mot bransjesnittet.

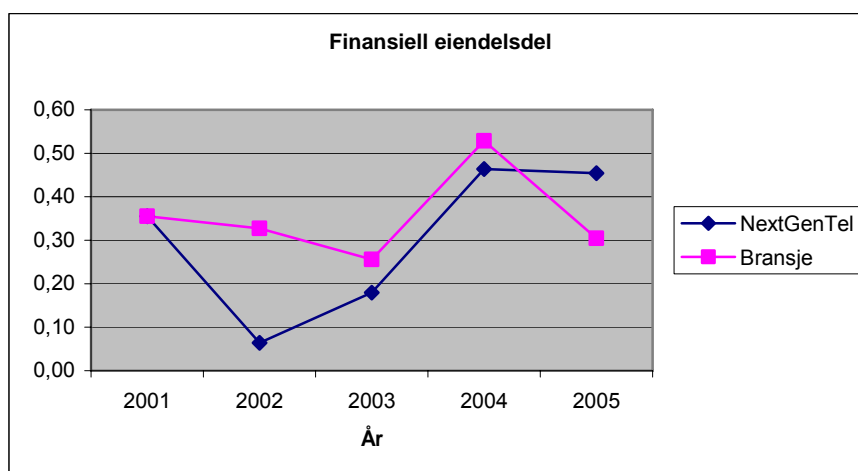
1) Finansiell gjeldsdel



Figur 6.6 Finansiell gjeldsdel

NextGenTels finansielle gjeldsdel har vært relativt stabil over analyseperioden og har et tidsvektet gjennomsnitt på 65,5 %. Det er grunn til å anta at gjeldsdelen vil seg holde seg stabil de nærmeste årene da NextGenTel har varslet ulike oppkjøp. Den finansielle gjeldsdelen settes da lik det tidsvektede gjennomsnittet på 65,5 % i 2009. På lang sikt forventes det at gjeldsdelen vil gå mot bransjesnittet på 53,7 %. Utviklingen antas lineær.

2) Finansiell eiendelsdel



Figur 6.7 Finansiell eiendelsdel

NextGenTels finansielle eiendelsdel har variert de seneste årene, men vært høy i det siste grunnet selskapets store andel av likvide midler. Vi er av den oppfatning at den finansielle eiendelsdelen vil falle mot 20 % i 2009 på grunn av at en del av overskuddslikviditeten benyttes til oppkjøp og vekst. Bransjesnittet for finansiell eiendelsdel er høyt, på rundt 35 %. Det kan derfor tenkes at den finansielle eiendelsdelen vil avta frem mot 2020. Vi velger derfor å la NextGenTels finansielle eiendelsdel gå mot 15 % i 2020, som er i samsvar med bransjesnittet i Tele- og IKT-bransjen⁸⁷.

Steg 5: Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi vil netto finansiell rente være lik netto finansiell gjeldskrav. Dette forutsettes og således vil finansiell gjeldsrente være lik finansielt gjeldskrav og finansiell eiendelsrentabilitet vil være lik det finansielle eiendelskravet i budsjettperioden. Disse to fremtidskravene regnes ut i del 6.4. Netto finanskostnad og netto finansinntekt beregnes da ved å multiplisere finansiell gjeld og finansielle eiendeler med henholdsvis finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet.

Tabell 6.1 oppsummerer budsjetteringen av våre budsjett drivere over budsjett horisonten;

⁸⁷ Knivslå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

Budsjett drivere	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntektsvekst	0,278	0,235	0,193	0,150	0,141	0,133	0,124	0,115	0,107	0,098	0,090	0,081	0,072	0,064	0,055	0,055	0,055
Omløpet til NDE	1,615	1,643	1,672	1,700	1,649	1,598	1,547	1,496	1,445	1,395	1,344	1,293	1,242	1,191	1,140	1,140	1,140
Netto driftsmargin	0,049	0,072	0,096	0,120	0,117	0,115	0,112	0,109	0,106	0,104	0,101	0,098	0,095	0,093	0,090	0,090	0,090
Finansiell gjeldsdel	0,655	0,655	0,655	0,655	0,644	0,634	0,623	0,612	0,602	0,591	0,580	0,569	0,559	0,548	0,537	0,537	0,537
Finansiell eiendelsdel	0,391	0,327	0,264	0,200	0,195	0,191	0,186	0,182	0,177	0,173	0,168	0,164	0,159	0,155	0,150	0,150	0,150
Finansiell gjeldsrente	0,023	0,026	0,028	0,027	0,028	0,034	0,036	0,038	0,040	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,053	0,053
Finansiell eiendelsrente	0,016	0,019	0,022	0,025	0,027	0,030	0,033	0,035	0,038	0,041	0,043	0,046	0,049	0,051	0,054	0,054	0,054

Tabell 6.1 Budsjett drivere

6.3. Fremskriving

Utarbeiding av fremtidsregnskap involverer både budsjettering og fremskriving. Budsjettperioden benyttes i denne sammenheng til å bygge bro mellom variabel vekst i finansregnskapet og konstant vekst i fremskrivingsperioden. Ved utarbeidelsen av fremskrivingsperioden forlenges veksten og rentabiliteten for 2020, jamfør oversikt over budsjettdriverne i tabell 6.1 for årene 2021 og 2022.

Under vises fremtidsregnskapet, fremtidsbalansen og fremtidig kontantstrøm. Av plasshensyn vises kun utviklingen i 8 år. Vi velger å vise utvikling fra 2006 til 2009, for så å se på årene 2019 til 2022. Fra og med 2020 vil NextGenTel være i konstant vekst.

Fremtidsresultat:

(i tusen kroner)	2006	2007	2008	2009	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	766545	946920	1129349	1298751	3437258	3626307	3825754	4036171
Netto driftsresultat	37340	68628	108686	155850	318728	326368	344318	363255
+ Netto finansinntekter	2405	4392	4912	5023	22599	25412	27183	28678
= Netto resultat til SSK	39745	73020	113598	160873	341327	351779	371501	391933
- Netto finanskostnad	6270	9807	12538	13682	79044	88826	95981	101260
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
= Netto resultat til EK	33475	63213	101060	147191	262283	262953	275520	290673
+ Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto min. resultat	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig netto resultat	33475	63213	101060	147191	262283	262953	275520	290673
- Netto betalt utbytte	-78062	32701	90197	144804	77109	53603	162409	171342
= Endring i egenkapital	111538	30512	10863	2387	185173	209350	113111	119332

Tabell 6.2 Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse:

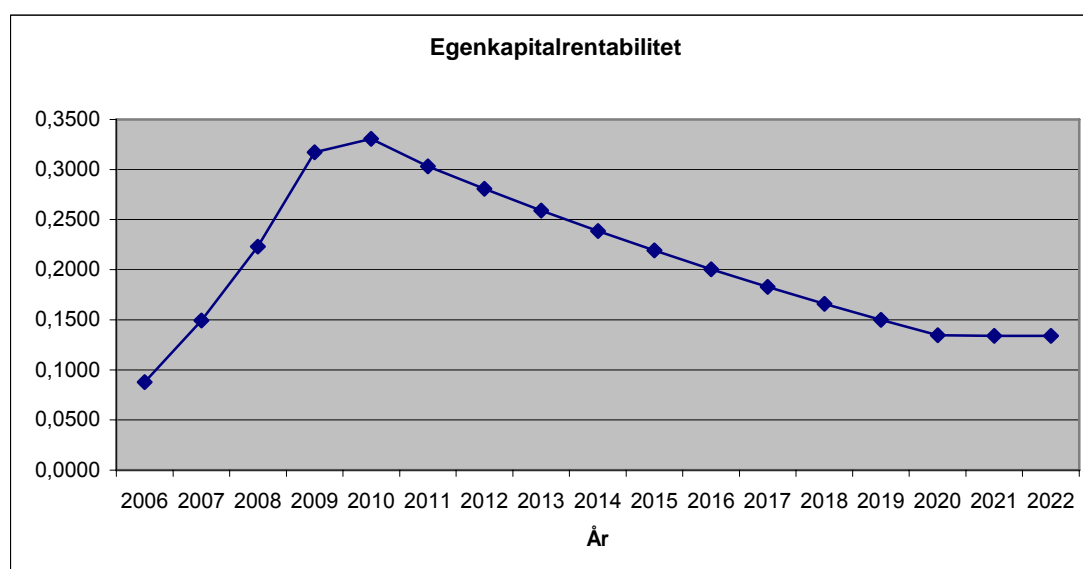
(i tusen kroner)	2006	2007	2008	2009	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	586508	687369	776997	871969	3044991	3355925	3540500	3735228
+ Finansielle eiendeler	229082	224809	204761	174394	470589	503389	531075	560284
= Sysselsatte eiendeler	815590	912177	981757	1046363	3515580	3859313	4071576	4295512
Egenkapital	431357	461868	472731	475118	1847206	2056555	2169666	2288997
+ Minoritet	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	384233	450309	509026	571245	1668375	1802758	1901910	2006515
= Sysselsatt kapital	815590	912177	981757	1046363	3515580	3859313	4071576	4295512

Tabell 6.3 Fremtidsbalanse

Fremtidig fri kontantstrøm:

(i tusen kroner)	2006	2007	2008	2009	2019	2020	2021	2022
Netto driftsresultat	37340	68628	108686	155850	318728	326368	344318	363255
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseiendeler	138642	100860	89628	94972	277067	310934	184576	194728
= Fri kontantstrøm fra drift	-101302	-32233	19057	60878	41661	15434	159742	168528
+ Netto finansinntekt	2405	4392	4912	5023	22599	25412	27183	28678
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eiendeler	83270	-4273	-20048	-30367	30238	32799	27686	29209
= Fri kontantstrøm til SSK	-182167	-23568	44018	96267	34022	8046	159239	167997
- Netto finanskostnad	6270	9807	12538	13682	79044	88826	95981	101260
+ Endring finansiell gjeld	110374	66076	58717	62218	122132	134383	99152	104605
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	-78062	32701	90197	144804	77109	53603	162409	171342

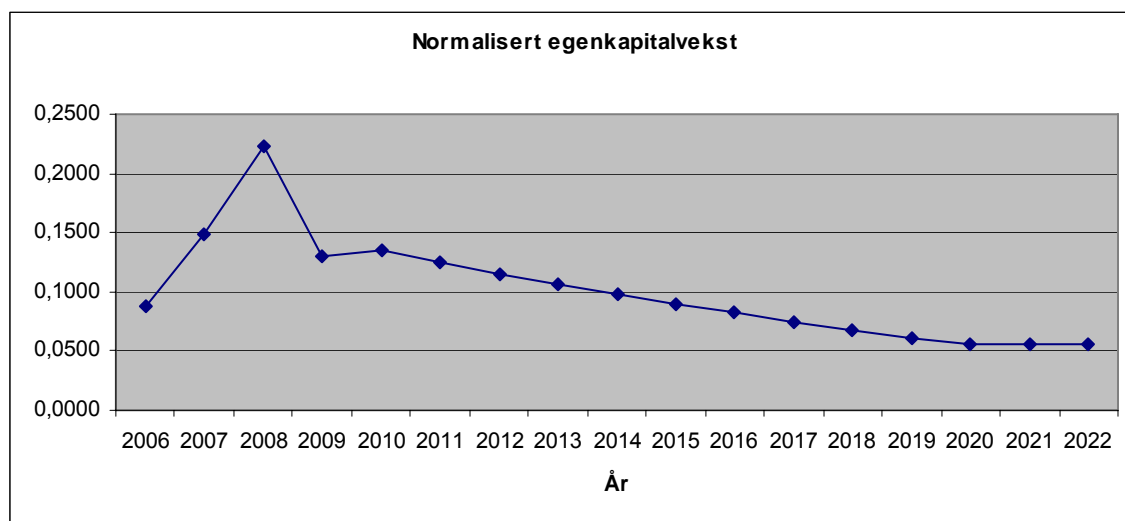
Tabell 6.4 Fremtidig fri kontantstrøm



Figur 6.8 Egenkapitalrentabilitet

Ser av figur 6.8. at den normaliserte egenkapitalrentabiliteten konvergerer mot 13,4 % 2020. Basert på vår strategiske analyse er vi av den oppfatning at NextGenTel kan klare å oppnå dette også etter budsjettperioden.

Som tidligere nevnt betaler ikke NextGenTel ut utbytte så lenge de er i en vekst- og oppbyggingsfase. Det er imidlertid grunn til å tro at selskapet etter hvert vil starte med å betale ut utbytte. Den normaliserte egenkapitalveksten brukes i verdsettelsen og bør derfor estimeres i fremtidsregnskapet. For å gjennomføre dette er det nødvendig å estimere det fremtidige normaliserte utbytteforholdet, som er foreslått utbytte i forhold til det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen. Man kunne ha benyttet et gjennomsnitt for bransjen, men de komparative selskapene som er benyttet har betalt ut lite utbytte da de fleste av dem er i samme situasjon som NextGenTel. Vi anser derfor et slikt estimat som lite hensiktsmessig. Det er derfor naturlig å la egenkapitalveksten i 2020 gå mot den langsiktige driftsinntektsveksten på 5,5 %, som også er den langsiktige økonomiske veksten. Dette krever et utbytteforhold på 59 % dersom man antar at selskapet begynner å betale ut utbytte i 2009. Til sammenligning har Telenor et årlig utbytttemål på 40-60 % av normalisert årsresultat, noe som kan rettferdiggjøre vårt estimerte utbytteforhold⁸⁸.



Figur 6.9 Normalisert egenkapitalvekst

⁸⁸ www.telenor.no

6.4 Fremtidige avkastningskrav

For å kunne verdsette egenkapitalen og andre delkapitaler må det først beregnes avkastningskrav til alle disse kapitalene. Kravet til avkastning fremskrives over budsjetthorisonten, altså frem til år 2020, samt etter budsjetthorisonten.

For å beregne egenkapitalkravet over budsjetthorisonten trenger man risikofri rente i fremtiden etter skatt. I samsvar med del 5.5, trekkes det også fra 10 % i risikopremie. I 2005 er det 10 års løpende gjennomsnittet til risikofri rente etter skatt, fratrukket 10 % risikopremie, 3,4 %⁸⁹. Vi antar at risikofri rente returnerer til det historiske 10-års gjennomsnittet i år 2020 med lineær utvikling fra 2005. Den fremtidige risikopremien til markedet settes konstant til 5,0 %⁹⁰. Vi må videre estimere den fremoverskuende beta. Denne er estimert på bakgrunn av månedlige observasjoner sett i forhold til OSEBX-indeksen på Oslo Børs i perioden 1/12-2003 til 28/2-2006. Pr. mars 2006 beregnes denne til 1,07⁹¹. Denne justeres med 1 mot 1/3 og 1,07 mot 2/3 av samme grunner som i del 5.5. Justert beta blir da 1,047. I likhet med del 5.5, må også finansiell eiendelsbeta, finansiell gjeldsbeta og netto driftsbeta beregnes før egenkapitalbeta kan angis år for år.

NextGenTel har en stor beholdning av kontanter. Ved utregning av finansiell eiendelsbeta er vi av den oppfatning at vektingen mellom kontanter, fordringer og investeringer vil endre seg lineært mot følgende vekter i 2020; kontantvekt på 0,5, fordringsvekt på 0,1 og investeringsvekt på 0,4. Det forutsettes at beta til netto finansiell gjeld er lik 0, finansiell gjeldsbeta regnes derfor ut residualt. Ettersom finansielt gjeldskrav avhenger av kredittrisikopremien fra syntetisk rating og risikofri rente foretar vi en syntetisk rating for budsjetthorisonten på basis av to forholdstall, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet. Gjennomsnittsratingen over budsjettperioden er BBB. Netto driftsbeta utregnes på samme måte som i del 5.5, altså som konstant over budsjetthorisonten. Egenkapitalbetaen år for år i budsjetthorisonten kan da regnes ut residualt.

Med bakgrunn i at det forventes fortsatt vekst for NextGenTel antas det at aksjen vil bli enda mer attraktiv og derfor øke i likviditet i fremtiden. Det forventes også at NextGenTel vil være børsnotert. Illikviditetspremien settes derfor til 0 % for hele budsjettperioden.

Vi har tidligere antatt at NextGenTel vil begynne å betale ut utbytte i 2009. Fra og med 2006 blir det innført utbytteskatt på utbetalt utbytte på 28 % til personlige skatteyttere når utdelingen er over

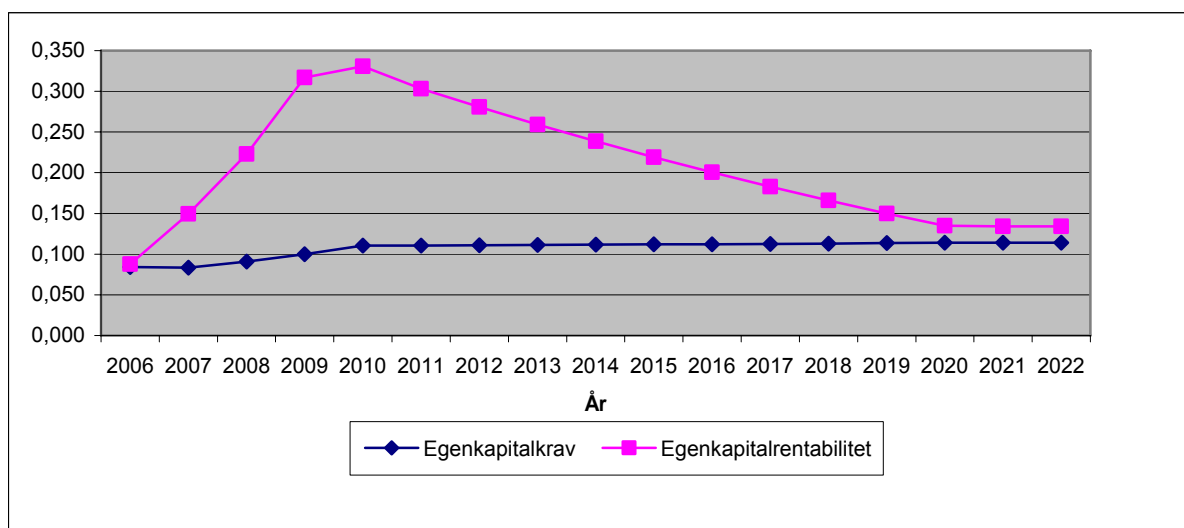
⁸⁹ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

⁹⁰ Boye K. & T. Johnsen (2002): Praktisk økonomi og finans nr.1.

⁹¹ <http://mora.rente.nhh/borsprosjekt/beta.aspx>

en viss skjermingsgrense. Da dette bare berører personlige skatteyttere, altså ingen utbytteskatt for norske selskap samt utstrakt skattetilpasning, vil nok den effektive utbytteskatten være langt under 28 %. Vi velger derfor å sette den effektive utbytteskatten til 0 % for en diversifisert investor.

Dette kan virke noe lavt og blir derfor belyst nærmere i sensitivitetsanalysen hvor det undersøkes hva ulike prosentsetter av utbytteskatt vil innvirke på det estimerte verdierestimatet.



Figur 6.10 Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet konvergerer mot 11,4 % på horisonten. Som nevnt tidligere konvergerer egenkapitalrentabiliteten mot 13,4 %. Dette gir en superprofitt på horisonten på 2,0 %. En slik superprofitt kan forsvares ut i fra den strategiske analysen hvor det ble påpekt midlertidige og varige konkurransefortrinn.

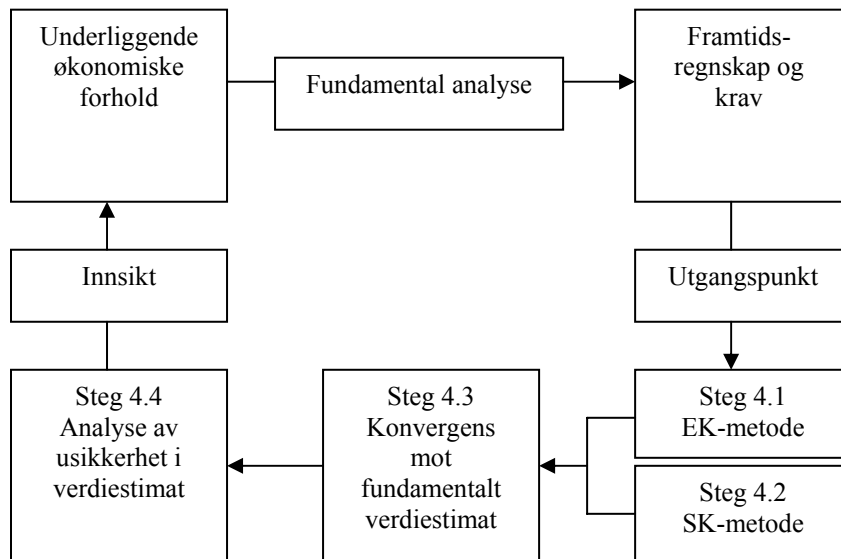
Oversikt over krav for fremtidsregnskapet:

Avkastningskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Egenkapitalkrav	0,084	0,083	0,091	0,100	0,110	0,111	0,111	0,111	0,112	0,112	0,112	0,113	0,113	0,113	0,114	0,114	0,114
Netto driftskrav	0,069	0,071	0,072	0,072	0,073	0,077	0,078	0,080	0,081	0,083	0,084	0,086	0,087	0,089	0,090	0,090	0,090
Sysselsatt kapitalkrav	0,055	0,055	0,058	0,060	0,066	0,070	0,072	0,073	0,075	0,077	0,079	0,080	0,082	0,084	0,086	0,086	0,086
Finansielt eiendelskrav	0,016	0,019	0,022	0,025	0,027	0,030	0,033	0,035	0,038	0,041	0,043	0,046	0,049	0,051	0,054	0,054	0,054
Finansielt gjeldskrav	0,023	0,026	0,028	0,027	0,028	0,034	0,036	0,038	0,040	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,053	0,053

Tabell 6.5 Fremtidskrav

7.0 Fundamental verdsettelse

Rammeverket som benyttes for fundamental verdsettelse er angitt i figur 7.1⁹².



Figur 7.1 Rammeverk fundamental verdsettelse

Vi velger å benytte både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innenfor disse to metodene fokuseres det på superprofittmodellen og fri kontantstrømmodellen. Ettersom metodene gir ulike verdiestimat på egenkapitalen pr. aksje i NextGenTel er det nødvendig å konvergere verdiestimatene for å få samsvar. Det er også naturlig å analysere usikkerheten i det verdiestimatet som estimeres. Dette kapitlet fokuserer på fundamental verdsettelse. I neste kapittel blir det gjennomført en komparativ verdsettelse.

7.1 Fundamental verdsettelse – Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av egenkapitalen ved hjelp av ulike modeller. Som nevnt tidligere benyttes fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

7.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Prinsippet til modellen er at verdien av egenkapitalen i dag er lik nåverdien av fremtidig kontantstrøm til egenkapitalen. Verdien av egenkapitalen til en virksomhet på tidspunkt 0 er⁹³;

⁹² Knivsflå, K. H.(2006), Forelesning BUS425

⁹³ Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(FKE_t)}{(1 + ekk_1) * .. * (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T)}{(1 + ekk_1) * .. * (1 + ekk_T)}$$

FKE_t er forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen på tidspunkt t, E(VEK_T) er forventet verdi av egenkapitalen på tidspunkt T og ekk_t er forventet avkastningskrav til egenkapitalen på tidspunkt t.

Første ledd fanger opp nåverdien av den frie kontantstrømmen over budsjett horisonten. Andre ledd er horisontleddet. For å finne VEK_T antas konstant vekst i fri kontantstrøm til egenkapitalen.

”Gordons vekstmodell”⁹⁴ gir at ved konstant vekst og krav er $Verdi_0 = \frac{FKE_1}{(k - g)}$, hvor k er krav og g

er vekst. Under bruk av egenkapitalmodellen vil k være egenkapitalkravet på horisonten og g stå for egenkapitalveksten i ”steady state”.

I alle modeller har vi forutsatt konstant vekst i fremskrivingsperioden og konstante krav etter budsjett horisonten. For å være sikre på at vi er i ”steady state” velger vi å finne VEK_{T+1} i stedet for VEK_T.

Verdsettelse av NextGenTel etter fri kontantstrømmodellen:

(tall i 1000 kr)	2005	2006	2007	2008	2019	2020	2021	2022
Fri kontantstrøm til egenkapitalen		-78062	32701	90197	77109	53603	162409	171342
/ Diskonteringsfaktor		1,069	1,144	1,227	4,067	4,530	5,046	
= Nåverdi fra 2006 til 2021	517821	-72002	27839	70383	18961	11833	32185	
+ Nåverdi horisontverdi	576189							
= Verdien av egenkapitalen	1094010							
→ Verdiestimat (per utestående aksje)	39,28							

Tabell 7.1 Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen deles på antall utestående aksjer for å få et verdiestimat pr. utestående aksje. Den 31.12.05 hadde NextGenTel 27.848.297 utestående aksjer⁹⁵. Verdiestimatet pr. utestående aksje blir således 39,28 kroner.

⁹⁴ Bodie, Kane & Markus (2005): Investments

⁹⁵ www.nextgentel.no

7.1.2 Superprofittmodellen

Dagens verdi av egenkapitalen er balanseført verdi av egenkapitalen pluss nåverdien av superprofitt til egenkapitalen.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(NRE_t - ekk_t * EK_{t-1})}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T - EK_T)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)}$$

EK_0 er den balanseførte egenkapitalen på tidspunkt 0, $E(NRE_t - ekk_t * EK_{t-1})$ er forventet superprofitt til egenkapitalen på tidspunkt t, $E(VEK_T)$ er forventet verdi av egenkapitalen på horisonten T og $ekkt_t$ er forventet avkastningskrav i periode t⁹⁶. Modellen bygger på samme forventning om konstant vekst vedrørende horisontleddet som fri kontantstrømmodellen.

(tall i 1000 kr)	2005	2006	2007	2008	2019	2020	2021	2022
Balanseført egenkapital	319819							
Superprofitt til egenkapitalen		6556	27210	59047	73664	52499	41214	43481
/ Diskonteringsfaktor		1,084	1,175	1,282	4,067	4,530	5,046	
= Nåverdi fra 2006 til 2021	627975	6047	23164	46076	18114	11589	8168	
+ Horisontverdien	146217							
= Verdien av egenkapitalen	1094010							
→ Verdiestimat (per utestående aksje)	39,28							

Tabell 7.2 Superprofittmodellen

Modellen gir som forventet samme verdiestimat som fri kontantstrømmodellen. Verdiestimatet for egenkapitalmetoden blir altså 39,28 kroner pr. utestående aksje.

7.2 Fundamental verdsettelse – Selskapskapitalmetoden

Et estimat på egenkapitalverdien kan utarbeides direkte ved å verdsette på basis av fri kontantstrøm til egenkapital eller superprofitt til egenkapital, slik det allerede er gjort. Man kan også ha en indirekte tilnærming ved å verdsette sysselsatt kapital eller netto driftskapital for så å trekke fra verdien av finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser⁹⁷. Dette forutsetter at balanseført netto finansiell gjeld er lik virkelig netto finansiell gjeld, noe som er forutsatt i steg 5 i budsjetteringen.

⁹⁶ Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

⁹⁷ Knivsflå, K. H.(2006), Forelesning BUS425

Ved bruk av selskapskapitalmetoden må man derfor velge kapitalbase. Vi velger netto driftskapital (netto driftseiendeler) som kapitalbase.

7.2.1 Fri kontantstrøm fra drift – modellen

Utregningen og forutsetningene blir her analoge som ved bruk av fri kontantstrømmodellen under egenkapitalmetoden. Forskjellen er at man fokuserer på netto driftskapitalen, med tilhørende krav og vekst.

(tall i 1000 kr)	2005	2006	2007	2008	2019	2020	2021	2022
Fri kontantstrøm fra drift		-101302	-32233	19057	41661	15434	159742	168528
/ Diskonteringsfaktor		1,069	1,144	1,227	2,887	3,147	3,430	
= Nåverdi fra 2006 til 2021	165254	-94787	-28170	15534	14430	4905	46574	
+ Horisontverdien	1406246							
= Verdien av NDK	1571500							
- Netto finansiell gjeld	128047							
- Minoritetsinteresser	0							
= Verdien av egenkapitalen	1443453							
→ Verdiestimat (per utestående aksje)	51,83							

Tabell 7.3 Selskapskapitalmetoden

Ser at selskapskapitalmetoden gir et annet verdiestimat enn det egenkapitalmetoden gjorde.

Verdiestimatet blir her 51,83 kroner mot 39,28 kroner pr. utestående aksje under egenkapitalmetoden.

7.2.2 Superprofitt fra drift – modellen

I likhet med foregående modell er superprofitt fra drift - modellen lik modellen som ble brukt under egenkapitalmetoden, men nå med fokus på netto driftskapital. Superprofitten til netto driftskapital regnes ut ved å trekke netto driftsresultat fra netto driftskravet multiplisert med inngående balanseført verdi av netto driftskapital.

(tall i 1000 kr)	2005	2006	2007	2008	2019	2020	2021	2022
Balanseført NDK	447866							
Superprofitt fra drift		6556	27210	59047	73664	52499	42483	44820
/ Diskonteringsfaktor		1,069	1,144	1,227	2,887	3,147	3,430	
= Nåverdi fra 2006 til 2021	749645	6134	23781	48129	25514	16683	12386	
+ Horisontverdien	373989							
= Verdien av NDK	1571500							
- Netto finansiell gjeld	128047							
- Minoritetsinteresser	0							
= Verdien av egenkapitalen	1443453							
→ Verdiestimat (per utestående aksje)	51,83							

Tabell 7.4 Superprofitt fra drift - modellen

De to modellene innenfor selskapskapitalmetoden gir samme estimat. Estimert verdi ved selskapskapitalmetoden blir 51,83 kroner pr. utestående aksje.

7.3 Konvergering av verdiestimat

Metode	Verdiestimat
Egenkapitalmetoden	39,28
Selskapskapitalmetoden	51,83
Gjennomsnitt	45,56

Tabell 7.5 Gjennomsnittlig verdiestimat

Etter egenkapitalmetoden verdsettes en aksje i NextGenTel til 39,28 kroner mot 51,83 kroner under selskapskapitalmetoden. Verdiestimatene avviker og gjennomsnittsestimatet blir 45,56 kroner. Verdsettelsesmetodene som er benyttet er i utgangspunktet ekvivalente og skal gi samme estimat. Grunnen til avvik er at det benyttes vektorer til budsjettert verdi istedenfor virkelig verdi, eksempelvis ved utregningen av netto driftskravet som er et vektet avkastningskrav.

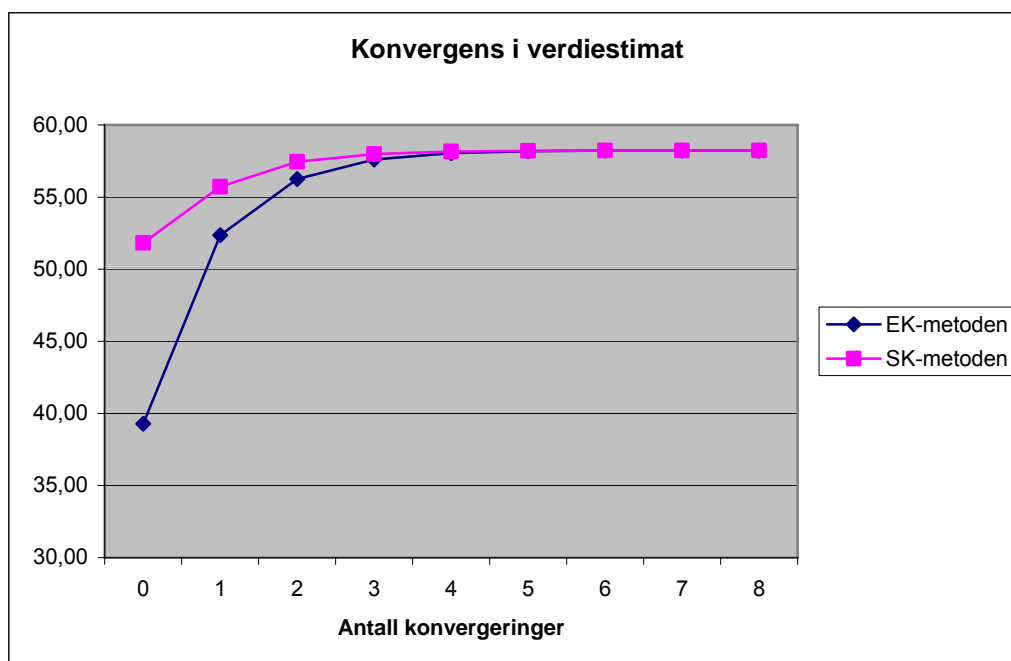
Det å benytte vektorer til budsjettert verdi vil være i strid med forutsetningen bak vektet avkastningskrav, der vektene skal være til virkelig verdi. Ettersom virkelig verdi er ukjent startet vi med budsjetterte vektorer for å estimere et første verdiestimat. For å finne de virkelige vektene utarbeides et nytt fremtidsregnskap basert på gjennomsnittet til det første verdiestimatet. Avkastningskravene vektet da på nytt og basert på de oppdaterte avkastningskravene verdsettes NextGenTel på nytt. Med det nye gjennomsnittlige verdiestimatet utarbeides nok et fremtidsregnskap hvor kravene oppdateres og en ny verdsettelse foretas. Etter hvert vil denne prosessen, gjennom flere gjentakelser, konvergere slik at verdiestimatet etter de ulike metodene sammenfaller. Dette estimatet utgjør da et endelig fundamentalt verdiestimat. Da er det funnet et

estimat på de virkelige vektene og forutsetningen bak VAK tilfredsstilles. Dette kalles gjerne sekvensiell oppdatering av vektene⁹⁸.

For å finne det konvergente verdiestimatet for aksjen til NextGenTel er følgende prosess gjennomført:

Antall konvergeringer	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Egenkapitalmetoden	39,28	52,35	56,26	57,61	58,04	58,18	58,22	58,23	58,24
Selskapskapitalmetoden	51,83	55,73	57,46	57,98	58,15	58,21	58,22	58,23	58,23

Tabell 7.6 Konvergering av verdiestimat



Figur 7.2 Konvergens i verdiestimat

Som sagt får konvergeringsprosessen estimatene til å sammenfalle. Ettersom forutsetningen for bruk av vektet avkastningskrav nå er tilfredsstillt får man et mer riktig estimat enn det første gjennomsnittsestimatet. Det konvergente estimatet er høyere enn det første estimatet. Dette er naturlig da virkelige verdier gjerne er høyere enn regnskapsmessige. Det endelige fundamentale estimat er således 58,23 kroner pr. utestående aksje 31.12.05. Dette gir en estimert verdi på egenkapitalen på ca. 1,62 milliarder kroner. I avsnitt 7.5 analyseres usikkerheten til dette verdiestimatet.

Det kan også være interessant å oppjustere dette estimatet til dagens verdi. Pr. 10.05.06 vil det være; $58,23 \cdot (1 + 0,084)^{5/12} = \underline{60,23}$. 0,084 er egenkapitalkravet i 2006.

⁹⁸ Knivsflå, K. H.(2006), Forelesning BUS425

7.4 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet

Det konvergente fundamentale verdiestimatet pr. 31.12.05 som ble funnet i forrige avsnitt er et punkttestimat, altså forventet aksjeverdi gitt at forventet utvikling i budsjett- og verdidriverne inntreffer. Denne utviklingen vil være usikker, og således vil verdiestimatet ha en fordeling rundt forventningen da man kan se verdiestimatet som en forventningsverdi. Ettersom verdiestimatet vårt er en betinget forventning gjennomføres en analyse av usikkerhet for å få innblikk i hvor kritisk våre antagelser er for det konvergente verdiestimatet. Det er altså ønskelig å synliggjøre usikkerheten knyttet til verdiestimatet.

Aktuelle verktøy for analyse av usikkerhet er sensitivitetsanalyse og simulering. Disse vil bli gjennomført separat.

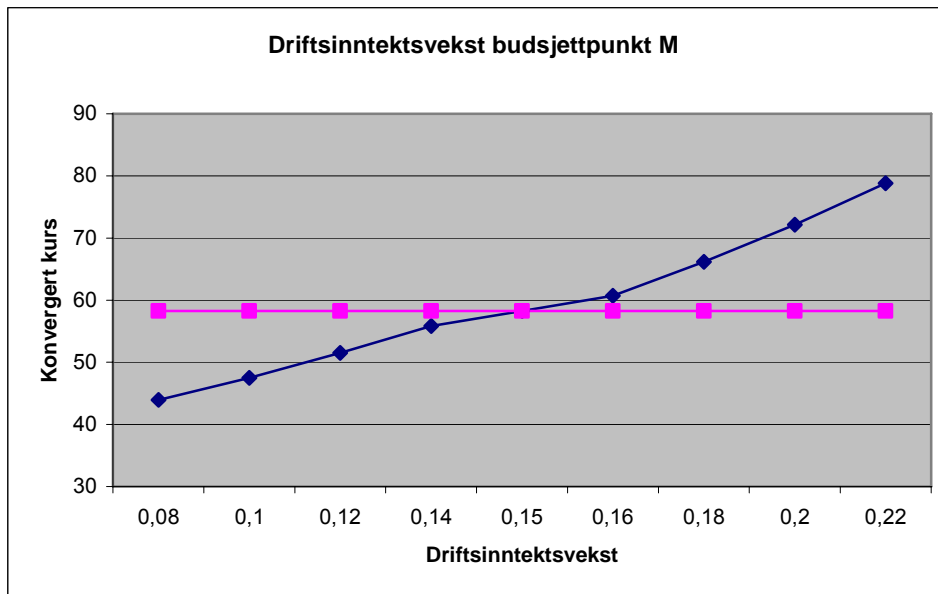
7.4.1 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse innbefatter det å endre kritiske budsjett drivere og se hvordan dette slår ut i det konvergente verdiestimatet. Vi påpeker at konstant vekst, slik det ble antatt i verdsettelsen, forutsetter at egenkapitalkravet er større enn egenkapitalveksten i denne analysen. Der hvor dette ikke er tilfelle utelates disse verdiene. Budsjett driverne våre følger to budsjett punkt, ett i 2009 (budsjett punkt M) og ett i 2020 (budsjett punkt T). I analysen vil disse to punktene bli behandlet separat for å kunne vurdere hvor sensitivt kursestimatet er for hvert enkelt av disse punktene. Unntaket er for finansielle forhold der vi kun viser for budsjett punkt T. Dette fordi finansiell eiendelsdel og finansiell gjeldsdel har relativt lite å si for kursestimatet. I alle figurer er det lagt inn en rett graf som viser den fundamentale konvergente kursen. Grafen gir et sammenligningsgrunnlag for å lettere kunne se hvor mye den konvergente kursen endres i forhold til det opprinnelige konvergente estimatet hvis analysert budsjett driver forandres. De ulike forventede budsjett driverne er skjæringspunktet mellom grafene.

Det blir også gjennomført en sensitivitetsanalyse i forhold til avkastningskrav da verdiestimatet også vil avhenge av disse. Her fokuseres det på faktorene som påvirker avkastningskrav; risikofri rente på lang sikt, risikopremien til aksjemarkedet og fremoverskuende beta. Den effektive utbytteskatten blir også analysert.

1) Driftsinntektsveksten

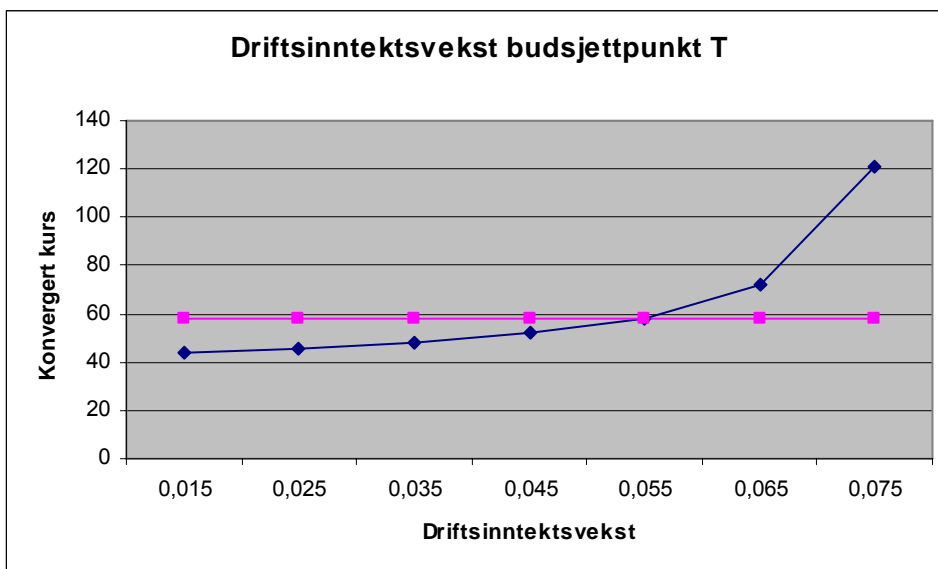
a) På kort sikt (2009)



Figur 7.3 Driftsinntektsvekst budsjettpunkt M

Grafen viser at kursestimatet er sensitivt ovenfor endringer i budsjettpunkt M. Økes eksempelvis driftsinntektsveksten fra 15 % til 20 %, øker verdiestimatet med 24 % til ca. 72 kroner pr. utestående aksje. Reduseres driftsinntektsveksten fra 15 % til 10 %, reduseres verdiestimatet med 18 % til ca. 47,5 kroner pr. utestående aksje.

b) På lang sikt (2020)

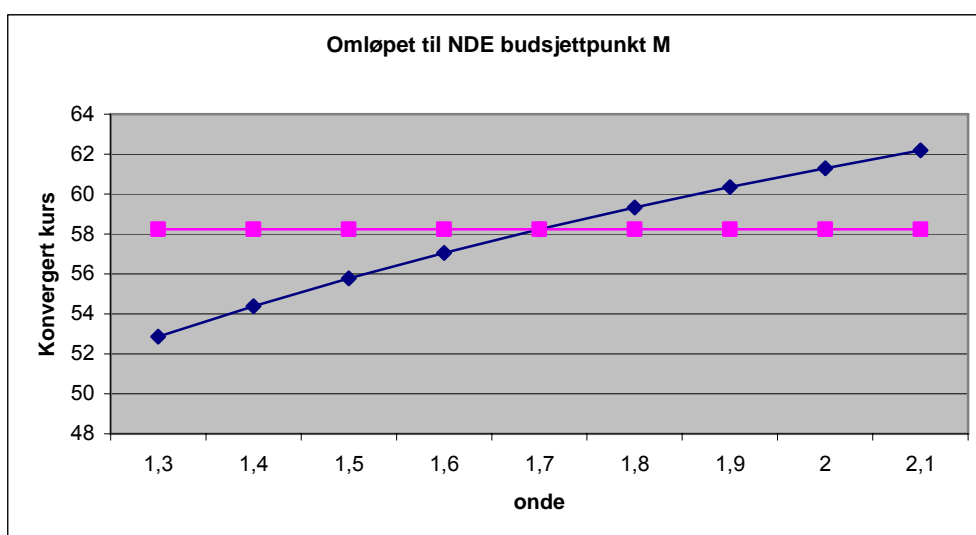


Figur 7.4 Driftsinntektsvekst budsjettpunkt T

Ser av figur 7.4 at kursestimatet er mer avhengig av veksten i tidspunkt T enn i tidspunkt M og således kan budsjettpunkt T betegnes som svært sensitivt. Grunnen er at denne verdien er svært viktig for horisontverdien som er beregnet ved samtlige verdsettelsesmetoder. Ettersom horisontleddet utgjør en stor del av verdien av NextGenTel er det naturlig at veksten i ”steady state” er en kritisk variabel. Økes veksten i budsjettpunkt T til eksempelvis 7,5 % øker kursestimatet med over 100 %. Dette fordi egenkapitalveksten nærmer seg egenkapitalkravet, noe som gjør at verdien av egenkapitalen eksploderer. Man skal være klar over at dette er mer en modellteknisk effekt enn en realitet.

2) Omløpet til netto driftseiendeler

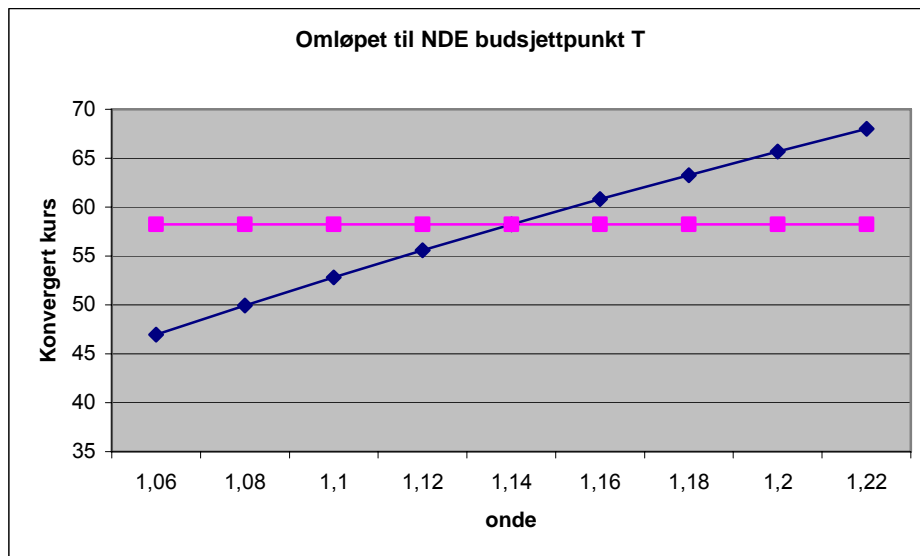
a) På kort sikt (2009)



Figur 7.5 Omløpet til netto driftseiendeler (onde) i budsjettpunkt M

Verdiestimatet er lite sensitivt ovenfor endringer i omløpet til netto driftseiendeler (onde) i 2009. Endres onde til 1,9 får man kun en endring på ca. 3,6 % i verdiestimatet.

b) På lang sikt (2020)

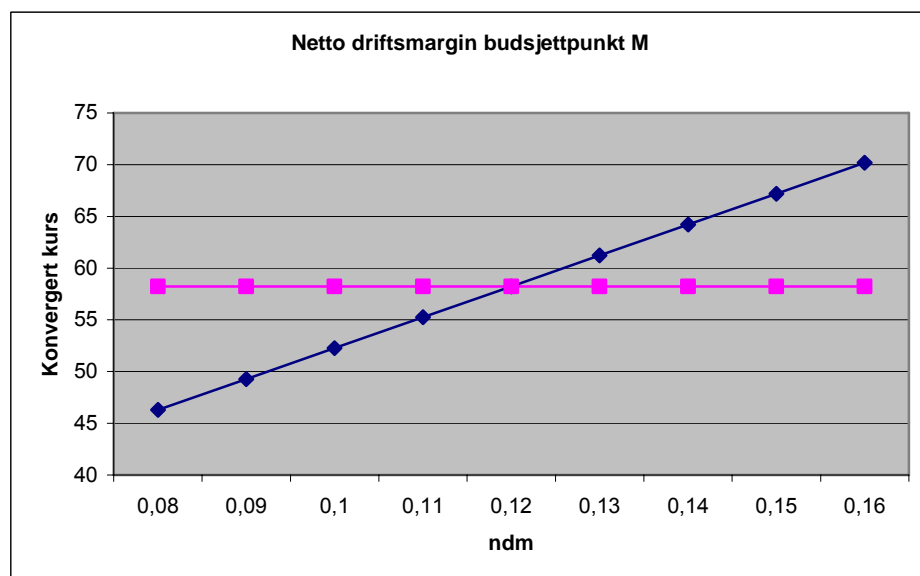


Figur 7.6 Omløpet til netto driftseiendeler (onde) i budsjettpunkt T

Verdiestimatet er mer sensitivt ovenfor endringer av onde i ”steady state”, budsjettpunkt T, enn i budsjettpunkt M. Hadde omløpet til netto driftseiendeler i 2020 blitt satt til utgangsverdien i 2005 (1,586) ville kursen økt betraktelig. En onde i 2020 på 1,22 øker kursen med over 16 %, til ca. 68 kroner pr. utestående aksje.

3) Netto driftsmargin

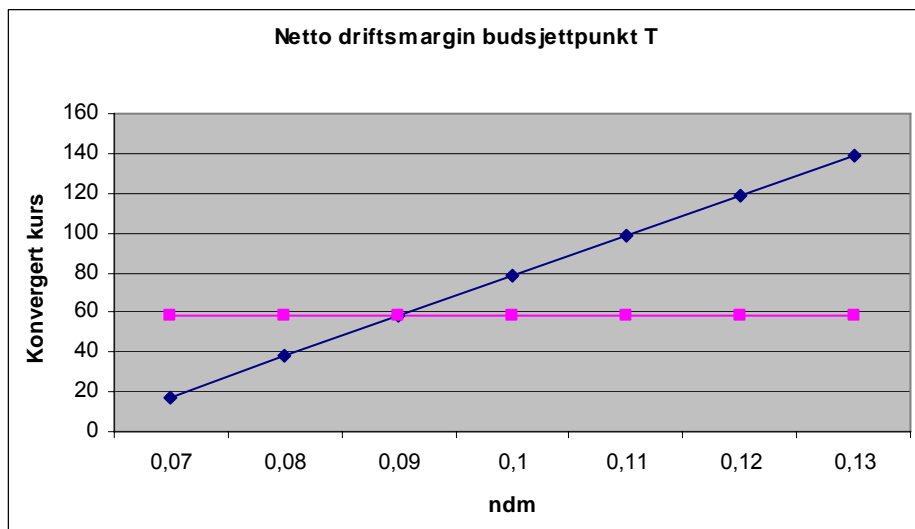
a) På kort sikt (2009)



Figur 7.7 Netto driftsmargin i budsjettpunkt M

Av figur 7.7 ser man at verdieestimatet er nokså sensitivt med hensyn på netto driftsmargin i 2009. Med en netto driftsmargin i 2009 på 0,15 øker verdieestimatet med over 15 %.

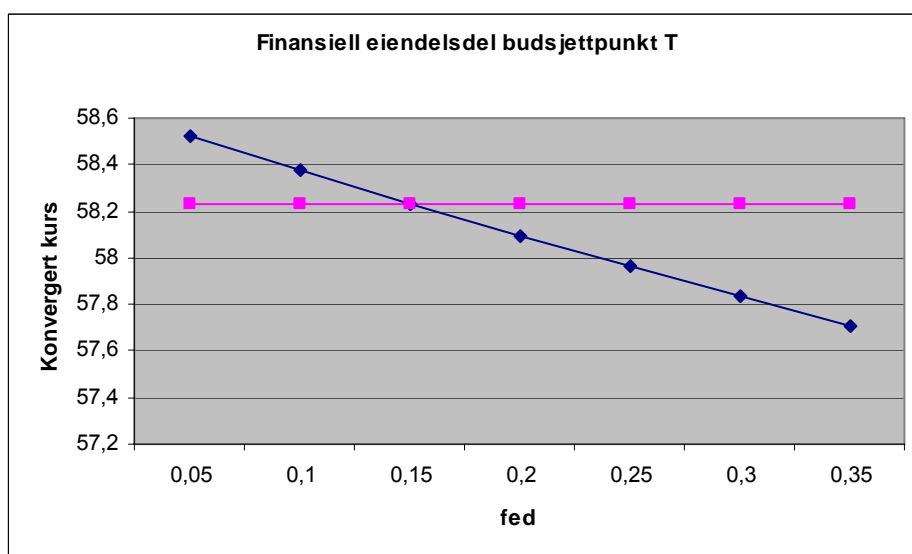
b) På lang sikt (2020)



Figur 7.8 Netto driftsmargin i budsjettpunkt T

På lang sikt er verdieestimatet svært sensitivt ovenfor netto driftsmargin på budsjettpunkt T. En økning i netto driftsmargin på litt over 20 % til 0,11 gir en økning i verdieestimatet på over 68 %. Det skal altså ikke så store endringer til før kursen enten går mot null eller mot himmelen, og blir netto driftsmargin lav nok vil det kunne være fare for konkurs.

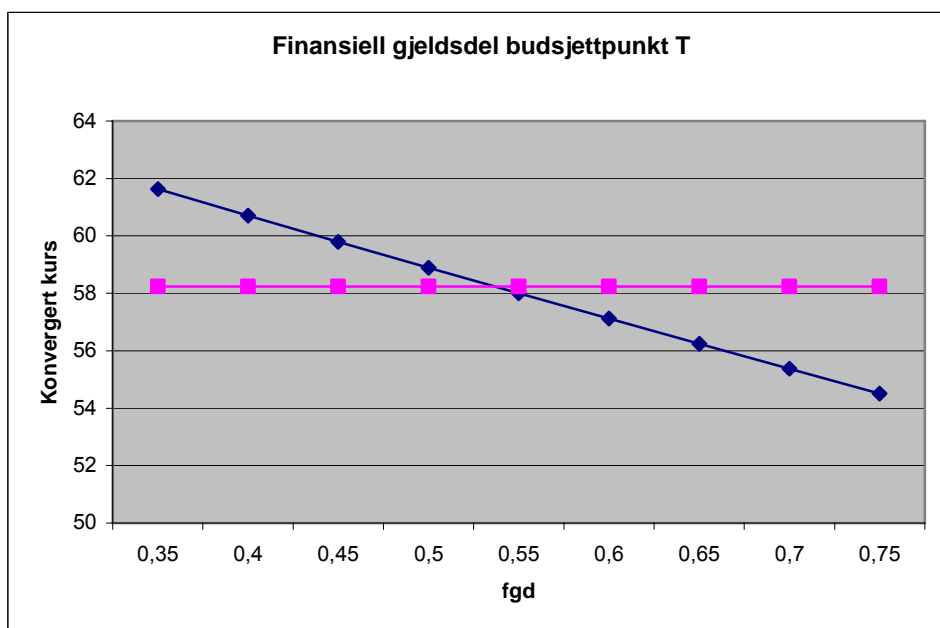
4) Finansiell eiendelsdel



Figur 7.9 Finansiell eiendelsdel i budsjettpunkt T

Kursestimatet er svært lite sensitivt for endringer i finansiell eiendelsdel. En endring til 0,3 gir kun en nedgang i kursestimatet på -0,69 %. Finansiell eiendelsdel skulle i utgangspunktet ikke hatt noen betydning for kursestimatet hvis Miller og Modigliani forutsetningen om at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen hadde holdt. Grunnen til at kursestimatet likevel blir påvirket er at man blant annet har skjevheter i skattesystemet som gjør det lønnsomt med gjeldsfinansiering via skattesubsidiering av gjeldsrenter (har 28 % fradrag på renter). Dette fører til at grafen går nedover ved en økende grad av egenkapitalfinansiering.

5) Finansiell gjeldsdel

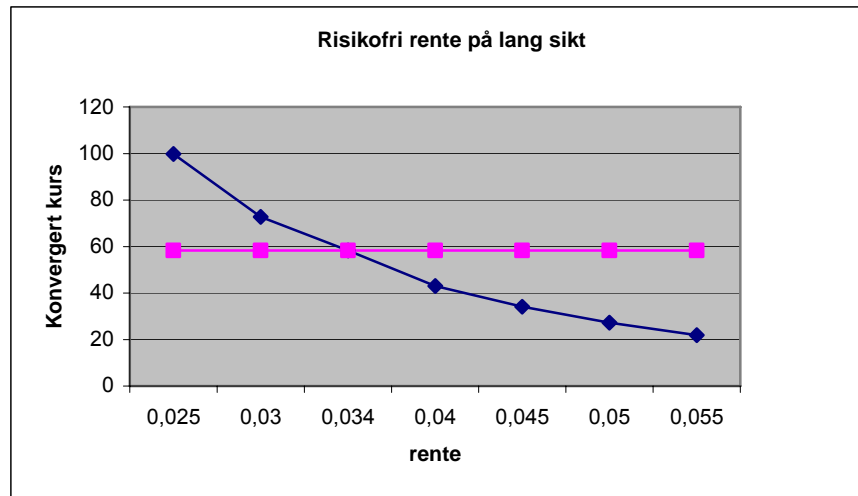


Figur 7.10 Finansiell gjeldsdel i budsjett punkt T

Figur 7.10 viser at kursestimatet heller ikke er særlig sensitivt ovenfor endringer i finansiell gjeldsdel. En finansiell gjeldsdel i 2020 på 0,65, som er tilnærmet likt med det NextGenTel har i 2005, gir kun en endring i kursestimatet på -3,4 %. Også dette bildet avviker fra det man skulle vente hvis Miller & Modigliani forutsetningen som ble omtalt ovenfor hadde holdt. Årsaken til at finansiell gjeldsdel påvirker kursestimatet er at netto driftskravet blir påvirket av kredittrisiko. En høyere finansiell gjeldsdel øker finansielt gjeldskrav da kredittrisikoen stiger. Noe som igjen øker netto finansielt gjeldskrav. Netto driftskravet er et vektet krav mellom netto finansielt gjeldskrav og egenkapitalkravet. Netto driftskrav går følgelig opp når netto finansielt gjeldskrav går opp. Økt netto driftskrav gir en lavere nåverdi av fremtidig kontantstrøm og da også et lavere kursestimat. Fra grafen kan det se ut som det vil lønne seg med 100 % egenkapitalfinansiering. Dette er feil og skyldes en modellteknisk svakhet.

6) Avkastning

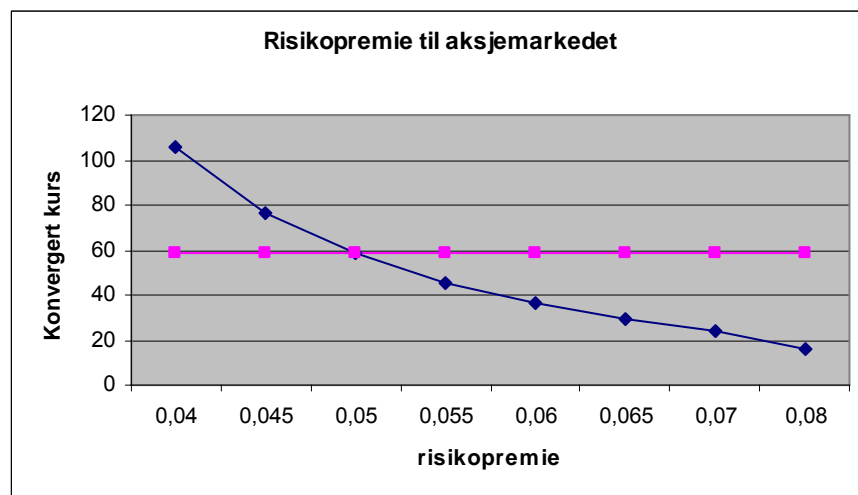
a) Risikofri rente på lang sikt (2020)



Figur 7.11 Risikofri rente på lang sikt

Ser at høyere forventet risikofri rente på lang sikt gir lavere kursestimat da avkastningskravene går opp. En rente på 4,5 % i 2020 gir et redusert kursestimat på over 41 % til ca. 34 kroner pr. utestående aksje. Tilsvarende vil en reduksjon av risikofri rente i 2020 ha dramatiske konsekvenser for kursestimatet.

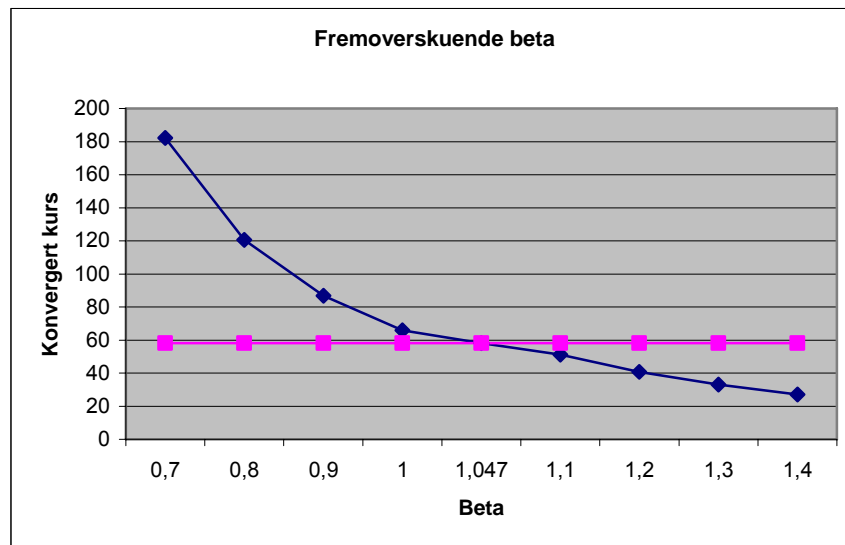
b) Risikopremien til aksjemarkedet



Figur 7.12 Risikopremien til aksjemarkedet

Også her ser vi at kursestimatet er sensitivt. Høyere risikopremie gir høyere krav som gir et lavere kursestimat. En endring på en prosent gir store utslag i kursestimatet.

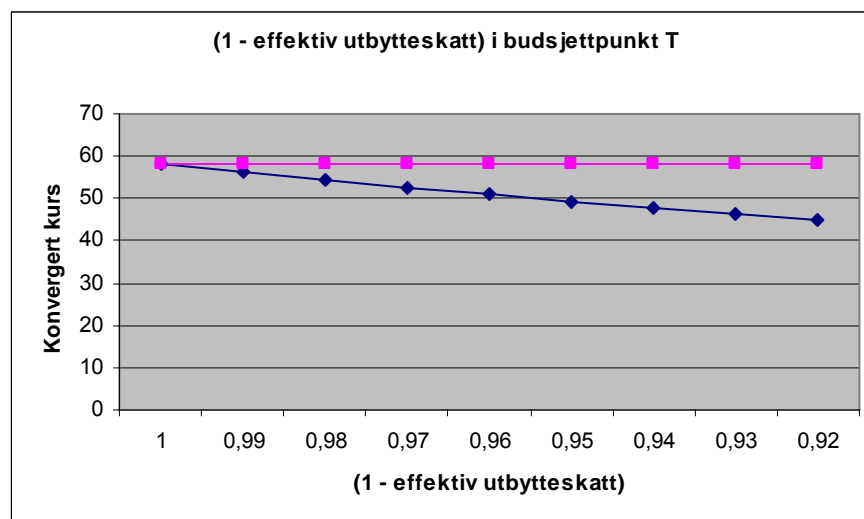
c) Fremoverskuende egenkapitalbeta



Figur 7.13 Fremoverskuende beta

En høyere fremoverskuende egenkapitalbeta gir høyere systematisk risiko og høyere krav, noe som gir lavere kursestimat. Kursestimatet er helt klart sensitivt ovenfor endringer i fremoverskuende egenkapitalbeta.

Ved utregning av fremtidige avkastningskrav forutsatte vi en effektiv utbytteskatt på 0 %. Figur 7.14 illustrerer hvilken virkning man får på kursestimatet hvis vi lar den effektive utbytteskatten gå lineært mot en viss prosent i 2020.



Figur 7.14 (1 – effektiv utbytteskatt) i budsjettpunkt T

En høyere skatt gir et lavere kursestimat da avkastningskrav vil gå opp. Hadde man eksempelvis latt den effektive utbytteskatten gå mot 3 % i 2020 ville kursestimatet blitt redusert med ca. 9,5 %.

Oppsummering sensitivitetsanalyse

Av budsjettdriverne er det hvordan driften utvikler seg som er mest vesentlig for verdsettingen. Spesielt spiller forutsetningene rundt netto driftsmargin en stor rolle for verdiestimatet. Utviklingen av budsjettdriverne på kort sikt har mindre betydning enn utviklingen på lang sikt da det som skjer i budsjettpunkt T (2020) har innvirkning på en langt større periode enn det som skjer i budsjettpunkt M (2009). Dette illustreres eksempelvis av at kursestimatet er mer sensitivt ovenfor endringer i omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T fremfor budsjettpunkt M. Vi har også sett at forhold som påvirker avkastningskrav, som risikofri rente, risikopremie og fremoverskuende beta, har stor innvirkning på kursestimatet. Grunnen til dette er at alle verdsettingsmodeller benytter avkastningskrav til å neddiskontere kontantstrømmer.

7.4.2 Simulering

Simulering innebærer å visualisere usikkerhet i verdiestimatet gjennom å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til usikre(stokastiske) variabler⁹⁹. Resultatet blir da en fordeling av verdiestimatet fremfor et punkttestimat. Sensitivitetsanalyse er en statistisk analyse i den forstand at man kun endrer en gitt budsjettdriver, alt annet likt. Simulering gir muligheten for at viktige budsjettdriverne kan variere samtidig, noe som er høyst sannsynlig.

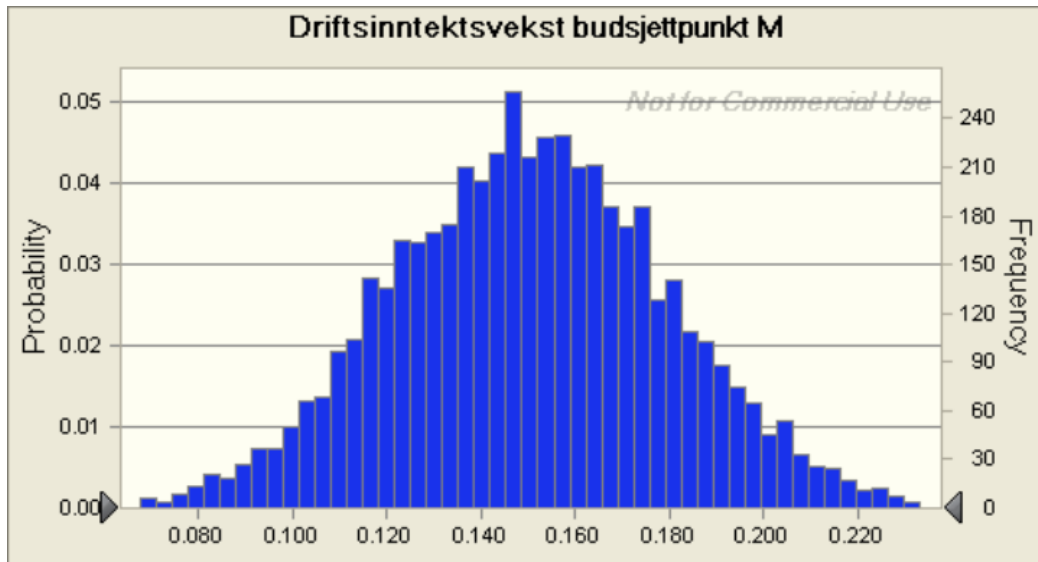
For ikke å få en altfor komplisert modell tar vi utgangspunkt i budsjettpunktene M(2009) og T(2020) og lar disse bli stokastiske variabler. Utviklingen mellom de ulike budsjettpunkt er som tidligere lineær. Fordelingen til budsjettpunktene antas å være uniform- eller normalfordelt. Det finnes ulike andre fordelinger som for eksempel triangulær-, poisson- og lognormalfordeling. Vi finner det ikke hensiktsmessig å bruke disse da det vil komplisere simuleringen ytterligere. Fra sensitivitetsanalysen fremgikk det at verdiestimatet er mer sensitivt for budsjettdriverne fra drift enn fra finansielle forhold. Dette gjaldt særlig de langsiktige driverne i budsjettpunkt T. Forhold som påvirker avkastningskravene var også sensitive. De stokastiske variablene i simuleringen blir derfor driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, risikofri rente etter skatt, egenkapitalbeta(fremoverskuende) og risikopremien til markedet.

⁹⁹ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

Programmet Crystal Ball¹⁰⁰ benyttes til simuleringen. Konfidensintervall er satt til 95 % og det blir foretatt 5000 simuleringer for best mulig resultat. Fordelingen til de enkelte budsjettdriverne blir først presentert. På bakgrunn av de fordelte stokastiske budsjettpunktene kan en fordeling av verdiestimat på NextGenTel angis.

Driftsinntektsvekst

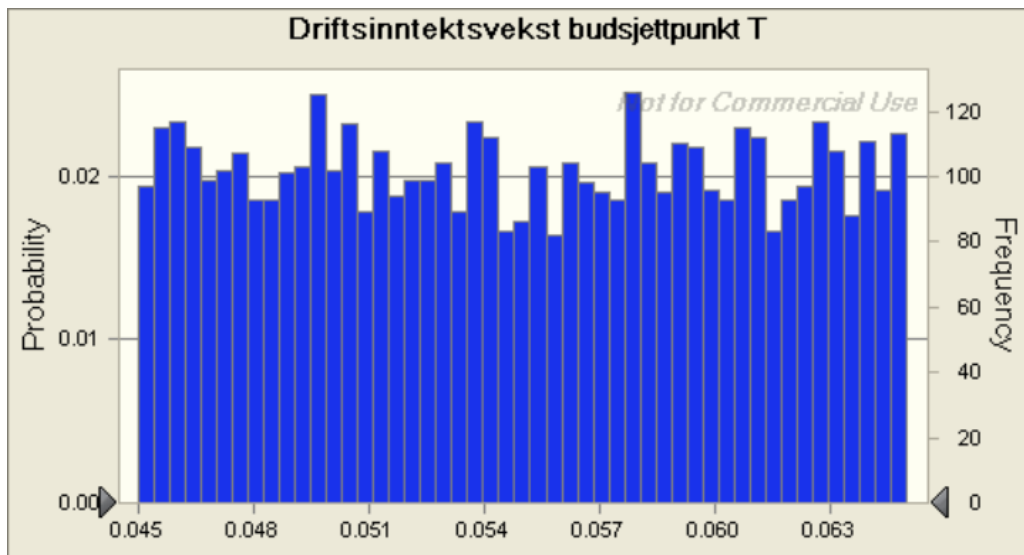
Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M(2009) antas å være normalfordelt med en forventning på 15 %. Det historiske standardavviket over analyseperioden(unntatt 2001 som er et ekstremår) er 1,65. Vi er av den oppfatning at dette er altfor høyt for fremtiden da driftsinntektsveksten antas å stabiliseres på sikt. Et naturlig standardavvik vil derfor kunne være 0,03. Figur 7.15 viser simulering av driftsinntektsvekst i budsjettpunkt M.



Figur 7.15 Driftsinntektsvekst budsjettpunkt M

Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt T(2020) må antas å være uniformt fordelt da egenkapitalveksten ikke kan overstige egenkapitalkravet. Ellers ville ikke verdsettelsen, som er basert på konstant vekst, gi mening. Antar derfor at driftsinntektsveksten er uniformt fordelt fra 0,045 til 0,065. Midterste observasjon i denne fordelingen er 0,055 og var utgangspunktet for budsjetteringen.

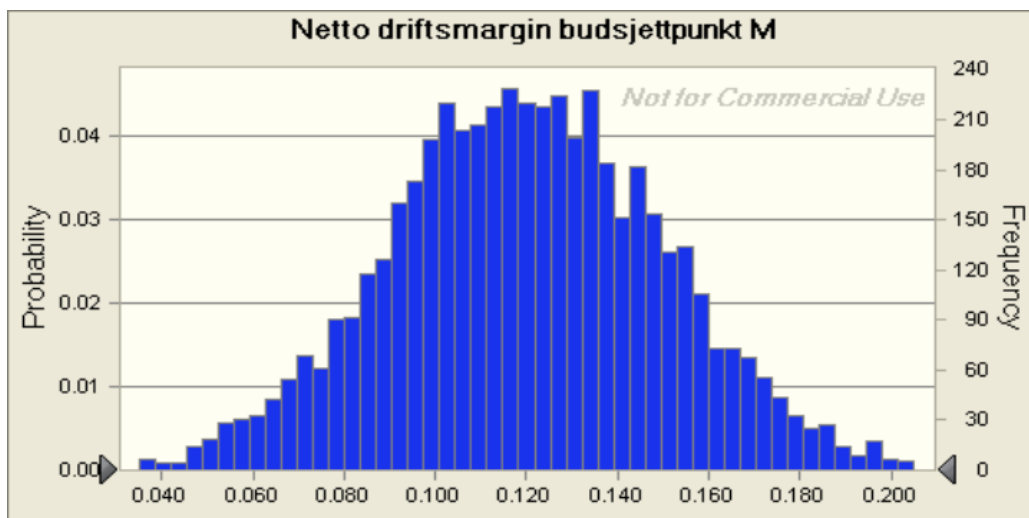
¹⁰⁰ www.decisioneering.com



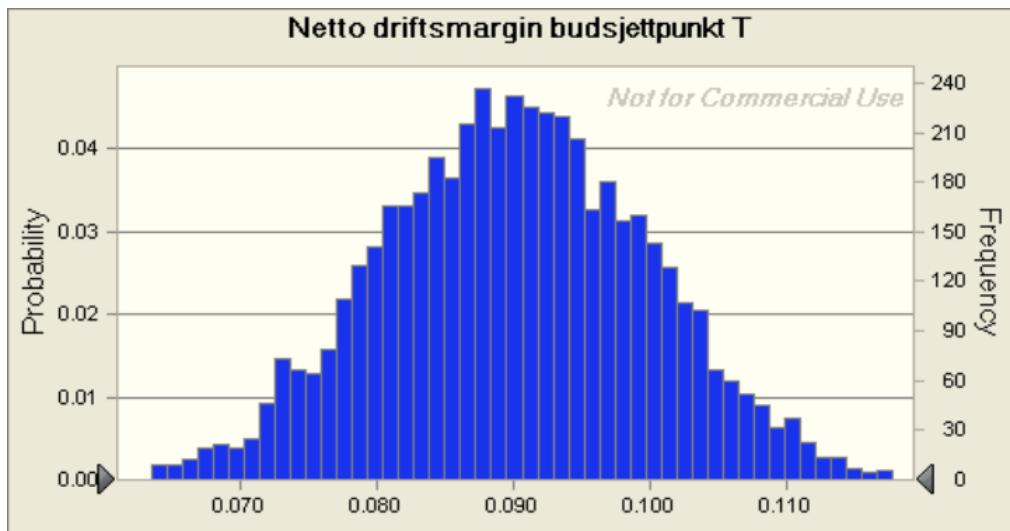
Figur 7.16 Driftsinntektsvekst budsjettpunkt T

Netto driftsmargin

Budsjettpunkt M og T for netto driftsmargin antas normalfordelt. Standardavviket for netto driftsmargin 2002-2005 er 0,18. Av samme grunn som ved driftsinntektsveksten anses dette som for høyt. For budsjettpunkt M er derfor 0,03 et rimelig estimat for standardavviket og 0,01 et estimat for standardavviket til budsjettpunkt T. Det er rimelig grunn til å tro at standardavviket i 2020 er lavere enn i 2009 da driften stabiliseres ytterligere.



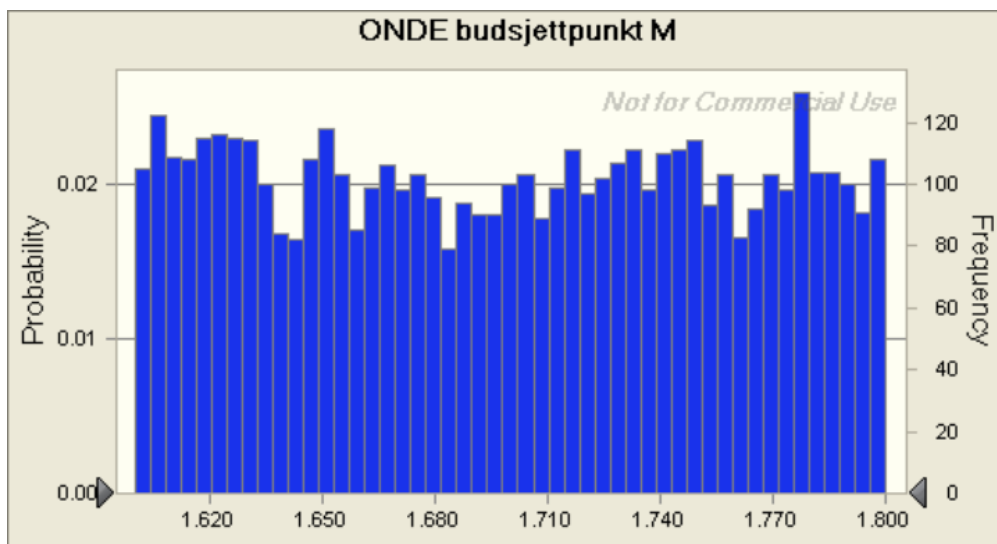
Figur 7.17 Netto driftsmargin budsjettpunkt M



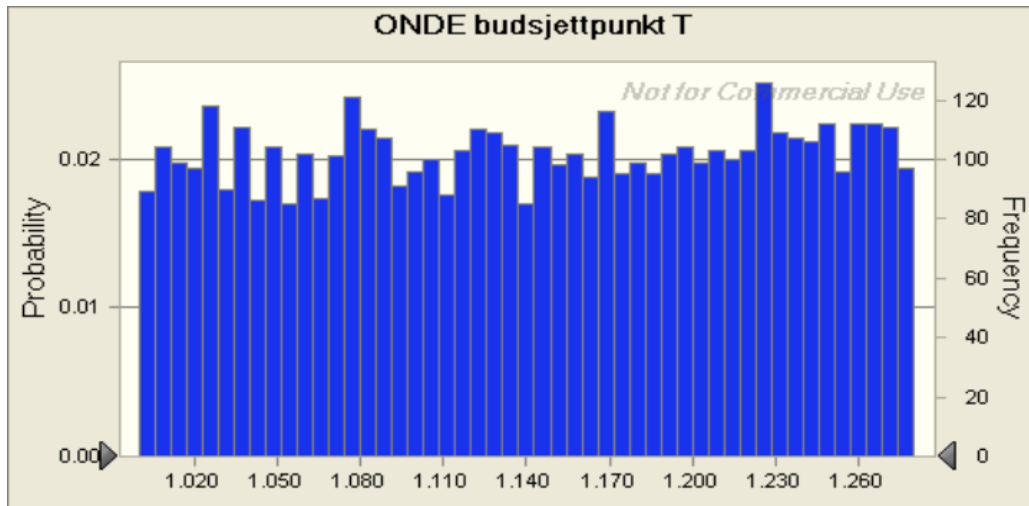
Figur 7.18 Netto driftsmargin budsjettpunkt T

Omløp til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) er i utgangspunktet satt til 1,7 i budsjettpunkt M og 1,14 i budsjettpunkt T. Disse estimatverdiene er drøftet tidligere, men det vil likevel være feil å anta normalfordeling da andre utfall i et gitt intervall kan anses som tilnærmet like sannsynlig. Det benyttes derfor uniform fordeling for de to budsjettpunktene. Intervallet i budsjettpunkt M og T er henholdsvis satt til 1,6-1,8 og 1,00-1,28. Intervallet for budsjettpunkt T er noe større da det er knyttet større usikkerhet til dette fremtidige estimatet.



Figur 7.19 Omløpet til netto driftseiendeler budsjettpunkt M



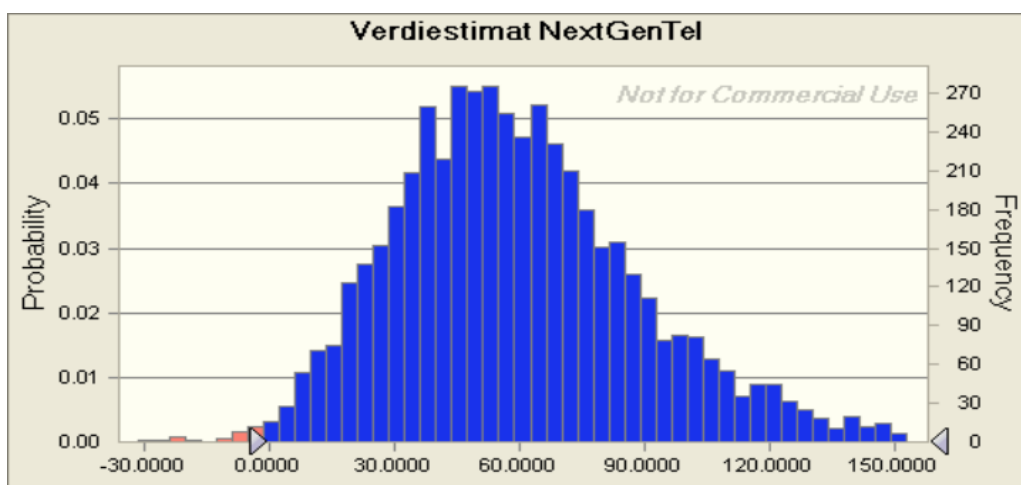
Figur 7.20 Omløpet til netto driftseiendeler budsjettpunkt T

Risikofri rente, risikopremie til markedet og egenkapitalbeta

Ettersom det fremgikk av sensitivitetsanalysen at forhold som påvirker avkastingskravene var kritiske for verdiestimatet er det naturlig å inkludere risikofri rente, risikopremie til markedet og egenkapitalbeta (fremoverskuende) i simuleringen. Alle antas å ha en uniform fordeling da ingen enkeltverdier vurderes som mer sannsynlige enn andre verdier. Risikofri rente etter skatt antas å ha en fordeling fra 0,03 til 0,038 i 2020. Risikopremie til markedet er i utgangspunktet konstant på 0,05. Her er et naturlig fordelingsintervall fra 0,045 til 0,055. Den fremoverskuende egenkapitalbetaen er for 2005 estimert til 1,047. Intervallet til den uniforme fordelingen setter vi for egenkapitalbetaen fra 1.00 til 1,094. Av plasshensyn velger vi å ikke vise disse simuleringene.

Resultat av simulering

Ved å kombinere de stokastiske variablene kan verdiestimatet for NextGenTel-aksjen gis en fordeling.



Figur 7.21 Verdiestimat NextGenTel

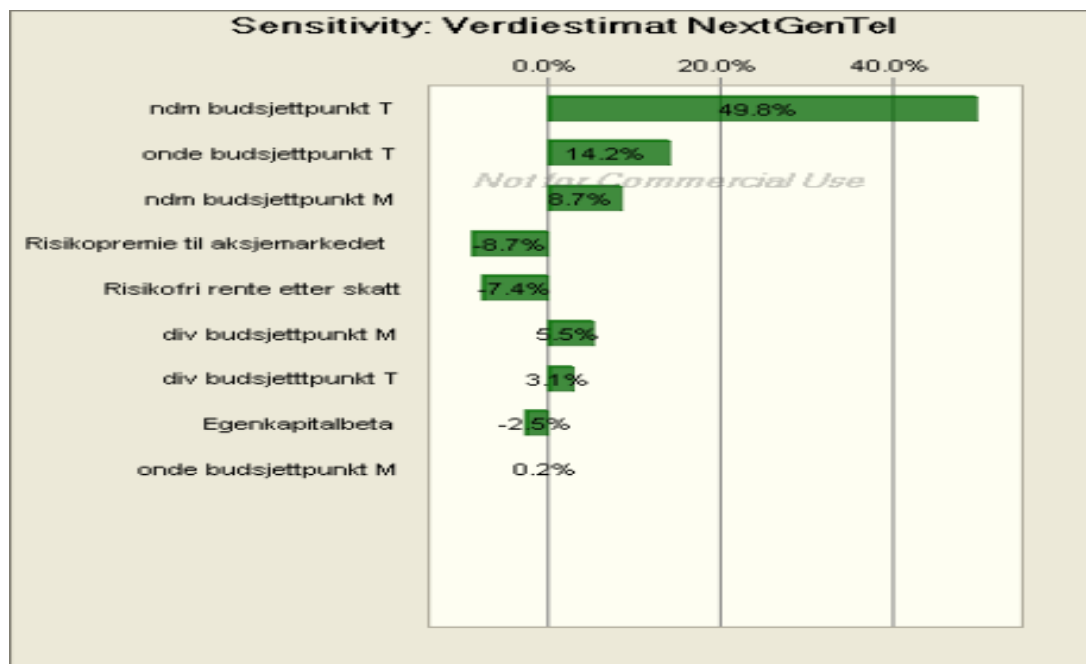
Figur 7.21 viser at fordelingen til det konvergente verdiestimatet pr 31.12.05 er tilnærmet normalfordelt og angir en forventning til konvergent kurs rundt 60 kroner. Ved 5000 simuleringer ble den gjennomsnittlige verdien 60,13 kroner noe som er ca. 2 kroner over vårt aksjekursestimat basert på fundamental verdsettelse. Dette kan sies å støtte våre antagelser ettersom simuleringen viser at kursen kan forventes å være omtrent 60 kroner selv ved usikkerhet i flere budsjett drivere.

Tabell 7.7 viser at medianen i simuleringen er 56,51 kroner. Dette betyr at det er mindre enn 50 % sannsynlighet for at den korrekte kursen er høyere enn vårt fundamentale konvergente estimat på 58,23 kroner pr 31.12.05.

Persentil	Verdiestimat
0%	0,00
10%	23,25
20%	34,19
30%	42,06
40%	49,20
50%	56,51
60%	64,03
70%	72,25
80%	82,71
90%	100,94
100%	322,49

Tabell 7.7 Persentil-tabell

Sensitivitetsfiguren, angitt neste side, viser at netto driftsmargin på budsjett punkt T forklarer 49,8 % av variasjonen i verdiestimatet. Tabellen bekrefter antakelsene fra sensitivitetsanalysen om at langsiktige forhold generelt sett har størst betydning. Retningen på søylene i figuren angir ”retningen” i variasjonen. Det vil si at positive søyler angir at en økning i faktoren fører til økning i verdiestimatet, mens negative søyler tyder på at en økning i faktoren fører til reduksjon i verdiestimatet.



Figur 7.22 Sensitivitet: Verdiestimat NextGenTel

Det fremgår også av simuleringen en konkurssanssynlighet for NextGenTel på ca 1,1 %. I kapittel 5 gis NextGenTel en rating BB, noe som tilsvarer en konkurssanssynlighet på 1,4 %. Simuleringen underbygger dermed denne ratingen.

Standardavviket til simuleringen er 0,57. Rimeligheten til dette standardavviket kan analyseres ved å sammenligne det mot et historisk standardavvik for avkastningen til NextGenTel-aksjen. For årene 2003-2005 er dette standardavviket beregnet til å være 0,28. Det kan derfor tyde på at det er litt for mye usikkerhet i simuleringsmodellen.

Gjennom simulering og sensitivitetsanalyse er usikkerheten i NextGenTel sitt verdiestimat grundig analysert. Dette er viktig å ta hensyn til med tanke på utforming av handlestrategi som diskuteres i kapittel 9.

8.0 Alternativ verdsettelse

Det finnes alternative verdsettelsesmetoder. I kapittel 2 ble det presentert to supplerende modeller; komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

8.1 Opsjonsbasert verdsettelse

Som nevnt i kapittel 2 blir det ikke gjennomført en opsjonsbasert verdsettelse for NextGenTel. Det er allikevel interessant å påpeke faktorer som kunne inngått i en opsjonsbasert verdsettelse. For det første kan man se på opsjonen til å kunne ekspandere i utlandet, noe som vil kunne være en tenkt mulighet for selskapet på sikt. Grunnet nærhet til eksisterende infrastruktur og kjennskap til de mest nærliggende markeder er det ekspansjon i de nordiske landene som sannsynligvis vil være mest aktuelt. Dette forutsetter at NextGenTel klarer å bygge opp en posisjon i Norge som gjør dem i stand til å ta den risikoen en ekspansjon vil innebære med tanke på kapital, merkenavn og det faktum at selskapet må være i stand til å kapre markedsandeler fra andre.

En annen opsjonsmulighet for NextGenTel kan tenkes å være opsjonen til å kunne etablere seg i nye nærliggende markeder, som eksempelvis mobiltelefonibransjen. Som beskrevet i kapittel 2 er dette noe selskapet ser på som en mulighet på sikt. Dette forutsetter sannsynligvis et strategisk samarbeid med eksisterende mobilaktører eller selskaper som har nødvendig teknologi og kompetanse.

Begge de nevnte opsjonene kunne det vært interessant å se nærmere på. Dette vil imidlertid være en meget omfattende oppgave, da de ulike variablene som inngår i en slik modell må estimeres. For opsjonen til å kunne ekspandere kan eksempler på ulike variabler være; kostnader, inntekt, markedsandel og levetid på opsjonen. Da disse variablene også i stor grad er basert på spekulasjon, ser vi det ikke hensiktsmessig å gjennomføre en slik type verdsettelse i denne omgang.

8.2 Komparativ verdsettelse

Det finnes to modeller for komparativ verdsettelse; multiplikatormodeller og substansverdimodeller. Begge vil kunne si noe om konsistensen i det konvergente fundamentale estimatet. En multiplikatormodell er en direkte komparativ verdsettelse av egenkapitalen hvor man sammenligner hvordan komparative selskaper prises i aksjemarkedet. En substansverdimodell er på den annen side en indirekte komparativ verdsettelse av egenkapitalen gjennom å sammenligne

med markeds- og salgsverdier på eiendeler og gjeld¹⁰¹. Å gjennomføre en komparativ verdsettelse ved bruk av en substansverdimodell er et veldig omfattende arbeid og krever gjerne at viktige eiendeler har klare sammenlignende verdier. Vi vil derfor se nærmere på multiplikatormodellen.

De fleste av våre komparative selskaper er notert på andre børser enn Oslo Børs. Så en sammenligning av NextGenTel i forhold til de komparative selskapene vil kunne gi innsikt i hvordan kursen til NextGenTel-aksjen kan bli dersom Oslo Børs fremover priser mer likt som andre børser vedrørende bredbåndsselskaper.

Man har fem steg i multiplikatormodellen¹⁰²:

1) Valg av multiplikatormodell

En multiplikator vil kunne være; $m = P/B$, hvor P kan være aksjekurs og B er verdsettingsbasis¹⁰³.

For at den komparative verdsettelsen skal være relevant må verdsettingsbasisen være positiv.

Verdsettingsbasisen må også være konsistent med P. Det vil si at dersom P angir aksjekurs må

verdsettingsbasisen eksempelvis angi balanseført egenkapital pr. aksje. Vi finner det

hensiktsmessig å bruke balanseorienterte multiplikatorer, nærmere bestemt pris/bok forholdet samt se på pris/fortjeneste forholdet. Flere av våre komparative selskaper har fortsatt negative nettoresultat

til egenkapitalen. Dette medfører at de ikke kan brukes i estimeringen av verdiestimat basert på

pris/fortjeneste forholdet. Med pris/bok menes aksjekurs over balanseført egenkapital pr. aksje.

Med pris/fortjeneste menes aksjekurs over fortjeneste(nettoresultat) pr. aksje.

2) Valg av komparative virksomheter

Her er det naturlig å velge de komparative børsnoterte selskapene vi allerede har benyttet i

oppgaven, det vil si; Elisa, United og VersaTel. BaneTele faller i så måte utenfor da de ikke er

børsnotert. Telenor tas også med i utvalget da det vil kunne være interessant å se hvordan

NextGenTel ville blitt priset dersom man har med den største aktøren i det norske

bredbåndsmarkedet.

¹⁰¹ Knivsfå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

¹⁰² Knivsfå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

¹⁰³ Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.

3) Regn ut komparativ multiplikator

Den komparative multiplikatoren (m_k) regnes ut ved å ta medianen eller gjennomsnittet til komparative virksomheter. Medianen er mindre sensitiv ovenfor ekstreme observasjoner, mens en multiplikator basert på gjennomsnitt illustrerer bedre spredningen i observasjonene.

4) Regn ut komparativt verdiestimat

Det komparative verdiestimatet; $P_k = m_k * B$.

5) Komparativ handlestrategi

Handlestrategi tas opp i neste kapittel.

8.3 Pris/Bok

Multiplikatoren måler prisen på selskapet i forhold til den balanseførte egenkapitalen pr. aksje.

Selskap	P/B
NextGenTel	4,3538
Elisa	2,0597
United	25,8494
VersaTel	8,6177
Telenor	3,2627
Median	4,3538
Gjennomsnitt	8,8287

Tabell 8.1 Pris/bok forhold

Ser av tabellen at NextGenTel utgjør medianen i datamaterialet som er 4,35. Gjennomsnittet er 8,83. Dette vil si at selskapene i snitt prises til 8,83 ganger bokført verdi av egenkapitalen. Dersom vi ekskluderer P/B til United prises selskapene i snitt til 4,57 ganger bokført verdi av egenkapitalen. Noe av grunnen til United sitt meget høye P/B forhold er gjentatte ganger med positiv resultatoverrasking, ekspansiv vekst og lyse fremtidsutsikter. Dette har ført til at aksjekursen har økt betraktelig. Bare det siste året har aksjen til United steget med over 250 %. Et P/B forhold på over 25 kan tyde på at aksjen er overvurdert, men dette viser uansett at markedet har tro på selskapet.

Det er interessant å se P/B-forholdene til de angitte selskaper opp mot medianen til IKT-selskaper på Oslo Børs. For perioden 1993 til 2004 er medianen til IKT-selskaper 2,931¹⁰⁴. For hele Oslo

¹⁰⁴ Knivsflå, K. H. (2006), Forelesning BUS425

Børs er medianen i samme periode 1,435. Medianen for vår komparative bransje er basert på 2006-tall, men tallene fra Oslo Børs kan likevel utgjøre et sammenligningsgrunnlag. Medianen i bredbåndsbransjen ligger over tallene fra Oslo Børs. Grunnen til dette kan være den høye veksten bredbåndsbransjen har opplevd også etter 2004. I tillegg inkluderer IKT-bransjen på Oslo Børs også andre teknologiselskaper uten samme utvikling.

Kursen til NextGenTel pr. 10.05.06 er 50,00 kroner¹⁰⁵ og den balanseførte egenkapitalen til selskapet pr. aksje er 11,484. NextGenTel er priset til 4,35 ganger bokført verdi. Dersom vi legger gjennomsnittet av alle observasjonene til grunn blir det komparative verdsettelsesestimatet; $50,00 * (8,83/4,35) = 101,40$ kroner pr. utestående aksje 10.05.06 (Alternativt regnet med $m_k * B$; $8,83 * 11,484 = 101,40$). Dette er veldig høyt og skyldes i stor grad Uniteds høye P/B forhold. Ekskluderes United fra gjennomsnittet blir verdierestimatet 52,52 kroner pr. utestående aksje. Et verdierestimat basert på medianen blir 50,00 kroner pr. aksje. Dette er det samme som den observerte aksjekursen pr. 10.05.06 til NextGenTel. Legges medianen til IKT-bransjen til grunn for verdierestimatet blir estimatet 33,66 kroner pr. aksje.

Benyttet multiplikator	Verdiestimat
Gj.snitt komparativ bransje	101,39
Gj.snitt komparativ bransje uten United	52,52
Median komparativ bransje	50,00
Median IKT bransje	33,66

Tabell 8.2 Verdiestimat ved ulike multiplikatorer

Pris/bok forholdet gir fire ulike verdierestimat, avhengig av multiplikator. Estimatet på 101,40 kroner virker unaturlig høyt sett i forhold til dagens aksjekurs og vårt fundamentale verdierestimat. Estimatet som baserer seg på en multiplikator fra IKT-bransjen vil på samme måte kunne anses som unaturlig lavt. Spredningen i verdierestimatene er med andre ord stor. Det kan derfor være mest hensiktsmessig å la det komparative verdierestimatet fra pris/bok forholdet være et gjennomsnittlig verdierestimat basert på medianen fra komparativ bransje og en gjennomsnittlig multiplikator uten United. Dette vil også utgjøre medianen for våre fire verdierestimat. Verdiestimatet blir da 51,26 pr. aksje. Dette er ca. 9 kroner lavere enn det fundamentale konvergente verdierestimatet pr. 10.05.06.

Fra pris/bok forholdet kan det tyde på at NextGenTel aksjen er noe undervurdert dersom det legges til grunn en forventning om at selskapet skal prises som de komparative selskapene. Dette da det

¹⁰⁵ www.oslobors.no

komparative verdiestimatet fra pris/bok forholdet på 51,26 kroner er høyere enn aksjekursen på 50,00 kroner pr. 10.05.06.

8.4 Pris/Fortjeneste

For å estimere et komparativt verdiestimat basert på pris/fortjeneste forholdet benyttes Datastream. For å få et mest mulig fremoverskuende estimat benyttes P/E forward. Det vil si resultat pr. aksje en periode frem. Datastream angir ikke forward P/E forhold for VersaTel.

Selskap	P/E Forward
NextGenTel	27
United Internet	20,8
Telenor	12,3
Elisa	18

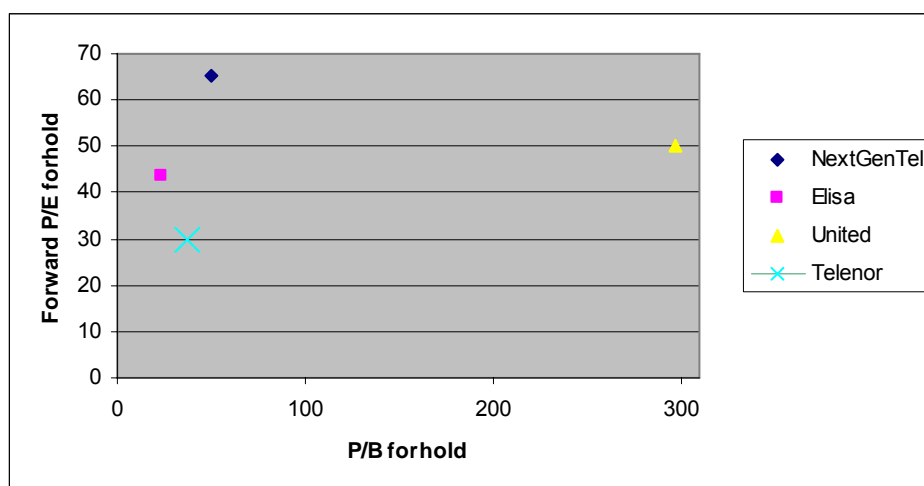
Tabell 8.3 Pris/fortjeneste forhold

Den komparative multiplikatoren ved gjennomsnitt blir 19,53, mens medianen blir 19,4. Dette vil si at selskapene i snitt prises til 19,53 ganger fortjenesten (nettoresultatet). Et estimert komparativt verdiestimat for NextGenTel, basert på en forward fortjeneste pr. aksje på 2,42 (Datastream) og gjennomsnittlig multiplikator, blir 47,25 kroner pr. utestående aksje. Multiplikator basert på medianen gir et verdiestimat på 46,95 kroner pr. utestående aksje. Basert på disse verdiestimatene blir et gjennomsnittlig komparativt verdiestimat 47,10 kroner pr. utestående aksje. Dette kan gi en indikasjon på at dagens aksjekurs er noe overvurdert i forhold til pris/fortjeneste estimatet.

8.5 Oppsummering

Den komparative analysen gav oss to ulike verdiestimat, basert på henholdsvis pris/bok og pris/fortjeneste. Estimatet fra pris/fortjeneste forholdet var lavere enn estimatet fra pris/bok forholdet. Dette kan tyde på at selskapene har lite egenkapital, samt at våre beregningsmetoder kan være ulike de Datastream legger til grunn.

For å undersøke om det er samsvar mellom verdsettelse på basis av P/B forholdet og P/E forholdet kan dette illustreres i figur 8.1. I figuren er NextGenTel verdsatt på basis av de enkelte selskapers P/B og P/E forhold. Ved samsvar ville man forventet en lineær sammenheng mellom punktene i grafen.

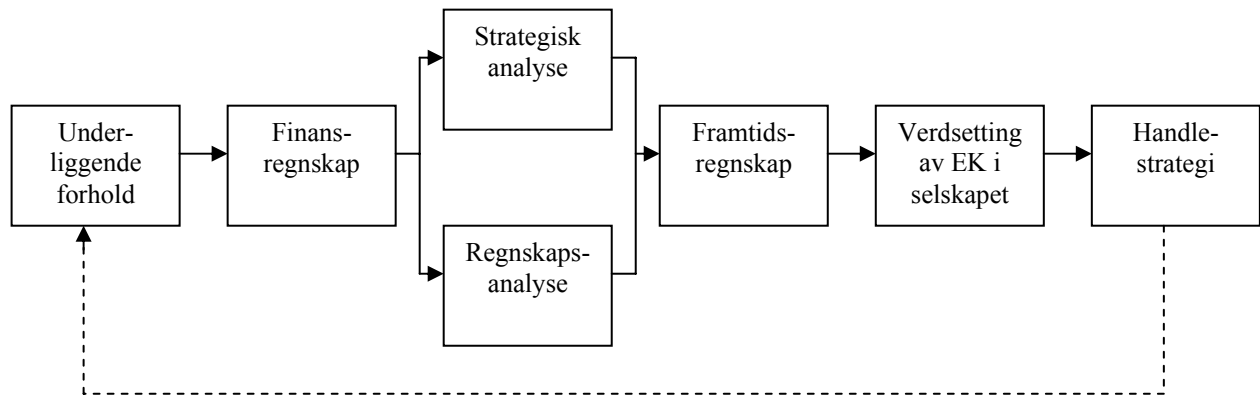


Figur 8.1 Sammenheng mellom P/B og P/E

Fra figur 8.1 ser man at tallmaterialet er spredt. Dette skyldes i stor grad United sitt høye P/B forhold. Ut i fra våre observasjoner er det lite som tyder på samsvar mellom P/B og P/E. For å gjennomføre en fullstendig analyse hadde det vært ønskelig med flere observasjoner. Våre fire observasjoner er i minste laget, noe som i dette tilfellet følger av forklaringsgraden til en lineær sammenheng på 3,5 %.

Lite samsvar mellom våre to komparative estimat medfører at begge verdiestimatene benyttes ved utforming av handlestrategi. Verdiestimatet til henholdsvis P/B forholdet og P/E forholdet er 51,26 kroner pr. aksje og 47,10 kroner pr. aksje.

9.0 Oppsummering



Figur 9.1 Oppsummering¹⁰⁶

Formålet med utredningen har vært å finne et fornuftig estimat på NextGenTel sin aksjeverdi og om analyse av selskapet kunne si noe om hvorvidt NextGenTel kan anses som en oppkjøpskandidat. Vi startet med en strategisk analyse av NextGenTel samt regnskapsanalyse og tilhørende forholdstallsanalyse. Dette gav oss innsikt om de underliggende økonomiske forholdene i NextGenTel. Denne innsikten benyttet vi til å utarbeide et fremtidsregnskap ved hjelp av 5 ulike budsjett drivere.

Fremtidsregnskapet ble brukt til å foreta en fundamental verdsettelse av NextGenTel. Ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ble det produsert to verdiesestimater som konvergente mot et felles estimat gjennom en sekvensiell oppdatering av vektene. Det fundamentale konvergente verdiesestimater ble da 58,23 kroner pr. utestående aksje 31.12.05, eller 60,23 kroner pr. 10.05.06. Komparativ verdsettelse gav oss to supplerende verdiesestimater på henholdsvis 51,26 kroner og 47,10 kroner pr. utestående aksje 10.05.06.

Med tanke på det predikerte fundamentale verdiesestimater er det en del usikkerhetsfaktorer som gjør at det må tas forbehold med tanke på verdiesestimater. Den strategiske analysen er utelukkende basert på offentlig informasjon. Dette medfører trolig at man ikke klarer å fange opp alle styrkene og svakhetene til NextGenTel. I regnskapsanalysen og forholdstallsanalysen ble NextGenTel sammenlignet med en komparativ bransje. Informasjonsmangel medførte at vi ikke fikk tilgang til regnskapsdata for de selskapene som det kanskje hadde vært mest relevant å sammenligne NextGenTel mot, nemlig "rene" norske bredbåndsselskaper. Dette kan ha vridd bildet av NextGenTel i forhold til virkeligheten. Disse forbeholdene er viktig å ta i betraktning, men den

¹⁰⁶ Knivsflå, K.H (2006), Forelesning BUS425

største usikkerheten knyttet til vårt fundamentale verdiestimat er nok likevel budsjettering og fremskriving av fremtidsregnskap og tilhørende krav. Denne usikkerheten ble grundig analysert i kapittel 7.5.

Som angitt i figur 9.1. gjenstår det nå å anvende opparbeidet kunnskap for å utarbeide en handlestrategi. Verdiestimatet kan benyttes til å utarbeide handlestrategier i aksjemarkedet og ovenfor virksomheten¹⁰⁷. Da utredningen har et investorperspektiv er det naturlig å avgrense til handlestrategi ovenfor aksjemarkedet.

For en investor vil det være optimalt å kjøpe en aksje hvis verdiestimatet er høyere enn den aksjeprisen man kan observere i markedet. Situasjonen vil være motsatt hvis investor observerer en pris i markedet som er høyere enn verdien som er estimert ved hjelp av analyse. Motivet for investor for enten å kjøpe eller selge har da sitt utgangspunkt i innsikt om underliggende økonomiske forhold i selskapet og om selskapet er under-/overvurdert i markedet.

Det er utarbeidet tre verdiestimat for NextGenTel. Per 10.05.06 er disse henholdsvis:

	Vekt	Verdiestimat
Fundamentalt verdiestimat	2/3	60,23
Komparativt verdiestimat P/B	1/6	51,26
Komparativt verdiestimat P/E	1/6	47,10
Vektet gjennomsnitt		56,55

Tabell 9.1 Verdiestimat

Et vektet gjennomsnitt av de to estimatene gir en kurs på 56,55 kroner pr. utestående aksje. Den 10.05.06 er kursen på Oslo Børs 50,00 kroner. Figur 9.2 viser kursutviklingen fra 19.12.03(børsnotering) og frem til 10.05.06.

¹⁰⁷ Knivsfå, K.H (2006), Forelesning BUS425



Figur 9.2 Kursutvikling NextGenTel¹⁰⁸

Som nevnt tidligere er usikkerheten knyttet til verdierestimatet stor. På grunn av dette velges handlestrategi ut i fra det vektete verdierestimatet +/- en grense som tar hensyn til usikkerheten. Settes grensene med for eksempel utgangspunkt i et +/-10 % intervall fra vårt estimat kan en anbefalt handlestrategi være følgende; på kurser innenfor 51 og 62 kroner bør man holde på aksjen, på kurser under 51 bør man kjøpe, mens for kurser over 62 kroner bør man selge/selge seg ned. Uavhengig av dette må man også ta hensyn til primærtrenden på Oslo Børs. Er denne sterk kan det i enkelte tilfeller lønne seg å ri på medgangsbølgen, selv for kurser over 62 kroner. Man må da være oppmerksom og klar til å selge hvis trenden ser ut til å snu. NextGenTel sitt stempel som oppkjøpskandidat kan allikevel være en grunn til å holde på aksjen selv i dårlige tider. En eventuelt oppkjøpspris vil etter all sannsynlighet ikke være lavere enn selskapets toppkurs fra høsten 2005 på 56,75 kroner¹⁰⁹.

Flere meglerhus har pr. i dag (10.05.06) kjøpsanbefalinger på NextGenTel. SEB Enskilda mener 53 kroner er en fornuftig pris ved et oppkjøp. First Securities har anslått en verdi på 58 kroner pr. aksje, men ser ikke vekk i fra at NextGenTel sin uavhengige og attraktive posisjon i markedet kan gi en oppkjøpspris opp til 65 kroner¹¹⁰. Disse anslagene stemmer til dels med vårt kursestimat. Et verdierestimat på 56,55 kroner verdsetter NextGenTel til ca 1,6 milliarder kroner. Vi mener at det gjennom utredningen er vist at NextGenTel har stort potensial og forsvarer til en viss grad stempelet som en av de heteste oppkjøpskandidatene på Oslo Børs i 2006.

¹⁰⁸ www.hegnar.no

¹⁰⁹ www.teleavisen.no

¹¹⁰ www.dn.no

10.0 Etterord

Den 16.mai 2006 ble NextGenTel suspendert på Oslo Børs i påvente av en viktig melding om selskapet. Oppkjøpsryktene begynte raskt å tilta. TeliaSonera kunngjorde at selskapet hadde sikret seg 82,3 % av aksjene i NextGenTel til en pris på 65,50 kroner pr aksje og vil by det samme for de resterende aksjene¹¹¹. Det ble også opplyst at NextGenTel vil fortsette under samme navn og med samme ledelse.

En oppkjøpspris på 65,50 kroner pr. aksje priser hver kunde til nærmere 12.000 kroner.

Sammenligner man dette med for eksempel Candover sitt oppkjøp av UPC betalte de ca. 10.000 kroner pr. kunde¹¹². Oppkjøpene er ikke helt sammenlignbare da UPC har langt mer infrastruktur og kundene i stor grad er kabel-tv kunder, men gir allikevel en referanseramme. Høy pris pr. kunde tyder på at TeliaSonera har stor tro på NextGenTel og selskapets fremtid.

TeliaSonera verdsetter NextGenTel til en kurs pr. aksje som er ca. 9 kroner høyere enn det som det er konkludert med i denne utredningen. Dette støtter til en viss grad de resultatene som det er kommet frem til i utredningen, tatt i betraktning at en oppkjøpspris gjerne er litt høyere grunnet merverdien som ofte blir tillagt for å kunne gjennomføre oppkjøp.

¹¹¹ www.oslobors.no (børsmelding)

¹¹² www.dagensit.no

11.0 Kildehenvisning

Litteratur

Barney, J. B. (2001), Gaining and sustaining competitive advantage, second edition, Prentice Hall, New Jersey.

Bodie Z., Kane A., Marcus A.J.(2005), ”Investments”, Singapore, McGraw Hill,6.utgave.

Brealey, R. A. & S. C. Myers (2003), Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, Irwin.

Bøhren, Ø. & D. Michalsen (2001), Finansiell økonomi: Teori og praksis, 2 utgave, Skarvet forlag, Bærums Verk.

Damodaran, A. (2002), Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Wiley, Second Edition.

Hill, C. W. L. & Jones G. R. (2004): Strategic Management Theory: An Integrated Approach, sixth edition, Houghton Mifflin Company, Boston.

Kunde, Jesper. (2002), Unik Nu... Eller Aldrig, Børsen forlag

Johnsen A. & E. Kvaal (1999), Regnskapsloven, Kommentarer til lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v., Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.

Penman, S. H. (2003), Financial Statement Analysis and Security Valuation, second edition, McGraw-Hill, Boston.

Øvrige kilder

BaneTele, Diverse årsrapporter.

Boye K. & T. Johnsen (2002), Praktisk økonomi og finans nr.1.

Crystal Ball (www.decisioneering.com).

Datastream, NHH Bibliotek.

Elisa, Diverse årsrapporter.

Knivslå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 425, NHH Bergen.
Knivslå, K. H. (2005), Forelesningsnotater BUS 424, NHH Bergen.
NextGenTel, Diverse årsrapporter.
NextGenTel, Diverse børsmeldinger.
NextGenTel (2003), Proforma regnskapstall for perioden 2000 til 2002.
Post- og teletilsynet; Policydokument bredbåndsnett.
Ravn Foretaksinformasjon, NHH Bibliotek.
Samferdselsdepartementet; Bredbånd til hele landet.
Stensaker, Inger (2005), Forelesningsnotater STR210, NHH Bergen.
Telenor, Diverse årsrapporter.
United Internet, Diverse årsrapporter.
VersaTel, Diverse årsrapporter.

Internetkilder

<http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet>
www.aftenposten.no
www.banetele.no
www.bredbandsguiden.no
www.computerworld.com
www.dagbladet.no
www.dagensit.no
www.dn.no
www.elisa.com
www.hegnar.no
www.imarkedet.no
www.nettavisen.no
www.n24.no
www.nextgentel.no
www.norgesbank.no
www.npt.no
www.oslobors.no
www.ssb.no
www2.standardandpoors.com

www.tele2.no

www.teleavisen.no

www.telenor.no

www.telepriser.no

www.united-internet.com

www.versatel.com