



TeleComputing AS

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Kenneth Grüner Johansen

Veileder: Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid, mastergrad i finansiell økonomi

Norges Handelshøyskole

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

I. Sammendrag

Målet med denne masterutredningen er å estimere TeleComputings egenkapitalverdi og samtidig undersøke effekten av å bli kjøpt opp av et private equity-selskap og tatt av børs. Til dette formålet ble fundamental verdsettelse i kombinasjon med komparativ verdsettelse valgt som foretrukket teknikk.

Utredningen starter med en presentasjon av selskapet, bransjen og konkurrenter. Deretter redegjøres det for valg av verdsettelsesmetode, før jeg foretar en strategisk analyse av selskapet. I analysen avdekkes det at de største fordelene til selskapet stammer fra en god finansiell stilling samt et solid merkevarenavn. Ulempene fremkommer ved sårbarhet ovenfor substitutter og nye etableringer på markedet.

I neste del av utredningen omgrupperer jeg og normaliserer regnskapet til selskapet for en investororientert analyse. Videre utføres det en regnskapsanalyse hvor risiko og lønnsomhet blir vurdert. Regnskapsanalysen avdekker at TeleComputing har en sterk strategisk fordel som dekomponeres i en svært høy driftsfordel og en finansieringsfordel. Videre dekomponering viser at driftsfordelen fremkommer ved en høy ressurs- og gearingfordel.

Den strategiske analysen sammen med regnskapsanalysen danner videre grunnlaget for utarbeidelsen av forventede fremtidsregnskap og fremtidskrav for perioden 2015-2020. Basert på denne utarbeidelsen utfører jeg så en fundamental verdsettelse av TeleComputing. Videre supplerer jeg med et verdiestimat som fremkommer av en komparativ verdsettelse.

Mitt endelige verdiestimat på egenkapitalen til TeleComputing er NOK 1 644 443 tusen per 31.12.2014. Det understrekes at dette estimatet er utsatt for en høy grad av usikkerhet. Det faktum at selskapet ble kjøpt for NOK 670 000 tusen og deretter solgt i 2015 med milliardgevinst underbygger derimot nøyaktigheten av estimatet.

II. Forord

Denne utredningen er skrevet som en avslutning på mastergradstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Forfatteren har fordypning i finansiell økonomi og støtteprofil i økonomisk styring. Jeg ønsket derfor å skrive en oppgave som kombinerte elementer fra begge retningene. Med dette som utgangspunkt falt valget på en verdsettelse, da dette er en oppgave som går på tvers av begge retningene.

Jeg fant tidlig ut at jeg ønsket å skrive om et selskap innenfor informasjonsteknologisektoren da dette er en særskilt interesse. Dette viste seg derimot å være utfordrende ettersom svært få IT-selskaper i Norge er børsnoterte. Mitt valg falt på TeleComputing da jeg fikk tilgang til årsrapporter etter avtale med selskapet. Ettersom TeleComputing nylig var både kjøpt og solgt av et private equity-selskap øynet jeg muligheten til å trekke dette inn i oppgaven og undersøke effekt av dette mer grundig.

Arbeidet rundt utredningen har vært utfordrende og svært krevende, men samtidig veldig lærerikt. Det har vært veldig motiverende å kunne bruke teori og kunnskap opparbeidet over et 5 års studiet. Kunnskapen jeg har tilegnet meg gjennom arbeidet vil også bidra til økt forståelse og være svært nyttig når jeg nå trer inn i arbeidslivet.

Til slutt ønsker jeg å benytte anledningen til å takke min veileder Øysten Gjerde for nyttige innspill samt svært rask og god tilbakemelding på forespørsel.

Bergen, Juni 2016

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	2
Forord.....	3
Innholdsfortegnelse.....	4
1 Innledning.....	8
1.1 Motivasjon.....	8
1.2 Struktur og avgrensning.....	8
2 Bedrifts- og bransjepresentasjon.....	11
2.1 TeleComputing AS.....	11
2.2 Konkurrenter.....	12
3 Valg av verdsettelsesmetode.....	14
3.1 Innledning.....	14
3.2 Fundamental verdsettelse.....	14
3.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	15
3.4 Komparativ verdsettelse.....	16
3.4.1 Multiplikatormodellen.....	16
3.4.2 Substansverdimodellen.....	17
3.5 Valg av verdsettelsesmetode.....	18
4 Strategisk analyse.....	19
4.1 Innledning.....	19
4.2 Strategisk rammeverk.....	19
4.3 Intern ressursorientert analyse.....	20
4.3.1 VRIO-analyse.....	20
4.3.1.1 Finansielle ressurser.....	21
4.3.1.2 Fysiske ressurser.....	21
4.3.1.3 Immaterielle verdier.....	22
4.3.1.4 Humankapital.....	22
4.3.1.5 Organisatorisk kapital.....	22
4.3.1.6 Oppsummering VRIO-analyse.....	23
4.4 Ekstern bransjeorientert analyse.....	23
4.4.1 PESTEL-analyse.....	23
4.4.1.1 Politiske forhold.....	24
4.4.1.2 Økonomiske forhold.....	24

4.4.1.3	Sosiokulturelle forhold.....	25
4.4.1.4	Teknologiske forhold.....	26
4.4.1.5	Miljømessige forhold.....	27
4.4.1.6	Legale forhold.....	28
4.4.2	Porters fem krefter.....	28
4.4.2.1	Leverandørens forhandlingsmakt.....	29
4.4.2.2	Kundenes forhandlingsmakt.....	30
4.4.2.3	Trussel fra substitutter.....	30
4.4.2.4	Trussel fra nyetableringer.....	30
4.4.2.5	Intern rivalisering.....	31
4.5	Vurdering av finansiell risiko.....	32
4.6	SWOT-analyse.....	33
5	Regnskapsanalyse.....	34
5.1	Rammeverk og praktiske valg.....	34
5.1.2	Forutsetninger.....	35
5.1.2.1	Analysenivå.....	35
5.1.2.2	Analyseperiode.....	35
5.1.2.3	Komparative selskaper.....	36
5.2	Presentasjon av rapporterte tall.....	37
5.3	Omgruppering for analyse.....	39
5.3.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	39
5.3.2	Omgruppering av balansen.....	43
5.3.3	Endelig omgruppering av resultatregnskap og balanse.....	46
5.4	Analyse og justering av målefeil.....	47
5.5	Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	48
6	Analyse av risiko.....	49
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	49
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	49
6.1.2	Likviditetsgrad 2.....	50
6.1.3	Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	50
6.1.4	Rentedekningsgrad.....	51
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse.....	52
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	52

6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	53
6.2.3	Finansieringsmatrise.....	53
6.3	Oppsummering syntetisk rating.....	55
7	Historiske avkastningskrav.....	57
7.1	Teori om avkastningskrav.....	57
7.2	Egenkapitalkrav og minoritetskrav.....	57
7.2.1	Risikofri rente.....	58
7.2.2	Markedets risikopremie.....	59
7.2.3	Beta.....	59
7.2.4	Likviditetspremie.....	60
7.2.5	Krav til egenkapitalen.....	60
7.3	Krav til finansielle eiendeler og finansiell gjeld.....	61
7.3.1	Finansielt gjeldskrav.....	61
7.3.2	Finansielt eiendelskrav.....	62
7.4	Netto driftskrav.....	62
7.5	Oppsummering historiske avkastningskrav.....	63
8	Lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel.....	65
8.1	Superrentabilitet til egenkapitalen.....	65
8.2	Strategisk fordel.....	66
8.3	Driftsfordel.....	68
8.4	Finansieringsfordel.....	70
8.5	Oppsummering lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel.....	71
9	Fremtidsregnskap.....	72
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap.....	72
9.2	Driftsinntektsvekst og budsjettthorisont.....	73
9.2.1	Driftsinntektsvekst.....	73
9.2.2	Valg av budsjettthorisont.....	74
9.3	Andre budsjett drivere.....	75
9.3.1	Netto driftseiendeler.....	75
9.3.2	Netto driftsresultat.....	76
9.3.3	Netto finansiell gjeld.....	76
9.3.4	Netto finanskostnad og netto finansinntekt.....	78
9.3.5	Minoritetsdel og minoritetsresultat.....	79

9.4	Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm.....	79
10	Fremtidskrav.....	81
10.1	Egenkapitalkrav.....	81
10.1.1	Risikofri rente.....	81
10.1.2	Markedets risikopremie.....	82
10.1.3	Egenkapitalbeta.....	82
10.1.4	Egenkapitalkrav.....	83
10.2	Krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.....	83
10.2.1	Finansielt gjeldskrav.....	83
10.2.2	Finansielt eiendelskrav.....	83
10.3	Krav til selskapskapital.....	84
10.3.1	Krav til netto driftskapital.....	84
10.3.2	Krav til sysselsatt kapital.....	85
10.4	Oppsummering fremtidskrav.....	85
11	Verdsettelse.....	86
11.1	Fundamental verdsettelse.....	86
11.1.1	Egenkapitalmetoden.....	87
11.1.2	Netto driftskapitalmetoden.....	89
11.1.3	Sysselsatt kapitalmetoden.....	90
11.1.4	Første verdiestimat.....	91
11.2	Komparativ verdsettelse.....	92
11.2.1	Valg av multippel.....	93
11.2.2	Estimat fra komparativ verdsettelse.....	93
11.3	Sensitivitetsanalyse.....	93
11.4	Oppsummering og endelig verdiestimat.....	97
12	Konklusjon.....	98
	Kildeliste.....	99
	Appendix.....	103

1 Innledning

1.1 Motivasjon

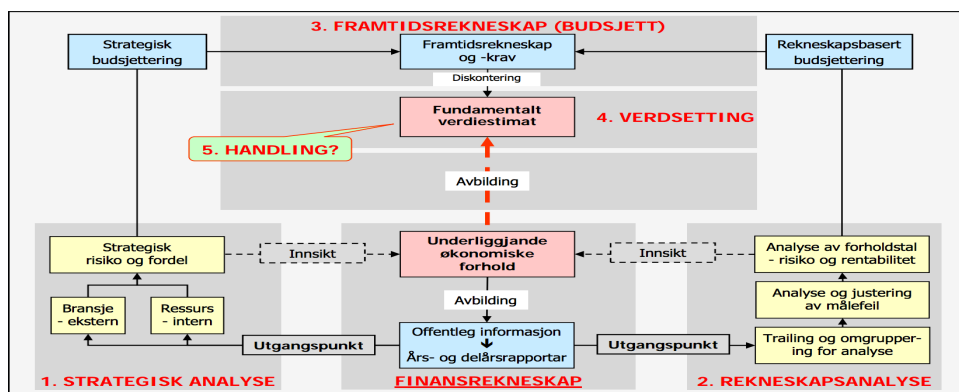
Denne utredningen er skrevet som en del av forfatterens masterutdannelse innenfor finansiell økonomi og økonomisk styring. Formålet med utredningen er å estimere den underliggende verdien av TeleComputing AS per 31.12.2014. Årsaken til at jeg valgt dette tidspunktet for verdsettelsen har sammenheng med at selskapet ble solgt i 2015. Jeg ville derfor undersøke hvor stor effekt oppkjøpet hadde for verdien av TeleComputing.

Utredningen baserer seg på informasjon fra årsrapporter som er tilegnet etter avtale med selskapet. Den tilgjengelige informasjon er deretter satt i et system hvor jeg har undersøkt de strategiske omgivelsene selskapet opererer i, bransjens markedsutsikter og jeg har analysert selskapets regnskap.

1.2 Struktur og avgrensning

Strukturen i denne utredningen bygger i vesentlig grad på faget BUS440 Regnskapsanalyse og Verdivurdering (Kjell Henry Knivslå) ved Norges Handelshøyskole. Sammen med andre emner fra min hovedprofil finansiell økonomi og støtteprofil økonomisk styring har jeg tilegnet med relevant informasjon til å danne en teoretisk base for utredningen.

Utredningen er basert på et rammeverk utarbeidet av Knivslå, som er gjengitt i følgende figur:



Figur 1-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

I grove trekk kan rammeverket forklares ved at ekstern informasjon danner grunnlag for analysene, hvor den strategiske analysen gir kvalitativ innsikt og regnskapsanalysen gir kvantitativ innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold. Disse analysene danner deretter grunnlaget for fremtidsregnskapet. Kontantstrømmene som blir fremskrevet i fremtidsregnskapet blir neddiskontert og summen av disse danner verdiestimatet på selskapets egenkapital.

I tråd med rammeverket fra Knivsflå er utredningen delt i tre deler:

Utredningen starter med et sammendrag og forord før innholdsfortegnelsen blir presentert.

Del 1

Del 1 består av dette kapittelet, innledningen. Deretter følger kapittel 2 hvor jeg vil presentere selskapet og bransjen det opererer i, før jeg avslutter med å presentere konkurrentene som vil bli brukt til analysene videre i oppgaven.

I kapittel 3 vil jeg diskutere ulike verdsettelsesmetoder med tilhørende teori samt begrunne mitt valg av metode.

Kapittel 4 inneholder den strategiske analysen. Her vil jeg foreta en intern og en ekstern analyse, før jeg oppsummerer det hele med en SWOT-analyse.

Del 2

Kapittel 5 omfatter regnskapsanalysen av selskapet. Her vil jeg omgruppere resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen. Dette vil danne grunnlaget for videre regnskapsanalyse.

Kapittel 6 er en analyse av risiko. Her vil jeg vurdere selskapets likviditets- og soliditetsrisiko. Deretter oppsummerer jeg selskapets risiko ved å gi et anslag på selskapets syntetiske rating.

I kapittel 7 presenterer jeg en analyse av selskapets historiske avkastningskrav.

Kapittel 8 inneholder en analyse av selskapets historiske vekst og lønnsomhet.

Del 3

Kapittel 9 inneholder fremtidsregnskapet. Dette er utformet på basis av de foregående kapitlene og danner grunnlaget for verdsettelsen.

I kapittel 10 presenterer jeg fremtidskravene. Disse kravene vil bli brukt som diskonteringsfaktor i de ulike verdsettelsesmodellene.

Kapittel 11 består av selve verdivurderingen. Her vil jeg først gjennomføre en fundamental verdsettelse før jeg supplerer med en komparativ verdsettelse. Avslutningsvis vil jeg komme med et anslag på verdien av selskapets egenkapital.

Kapittel 12 har som hensikt å oppsummere resultatene og vil dermed fungere som en konklusjon.

Helt til slutt presenteres en kildeliste samt en appendix som vil inneholde diverse utregninger dersom leseren er interessert i å undersøke dette mer grundig.

2 Bedrifts- og bransjerepresentasjon

I dette kapitlet vil jeg presentere TeleComputing AS i den form selskapet var per 31.12.2014. Jeg vil gjøre rede for selskapets virksomhetsområder og historikk. I tillegg vil jeg kort presentere bransjen og selskapets konkurrenter.

2.1 TeleComputing AS¹

TeleComputing ble stiftet i 1997 og var de første i verden med å tilby ASP (Application Service Provider). I dag er de Nordens ledende tilbyder av skybaserte IT-driftsløsninger for det profesjonelle markedet. Selskapet har primært tre virksomhetsområder:

IT-outsourcing i Norge og Sverige

IT-outsourcing leverer løsninger for effektiv og sentralisert IT-drift slik at brukeren får tilgang til nødvendig informasjon uavhengig av tid, sted eller utstyr. IT-outsourcingen drives og følges opp gjennom selskapene TeleComputing Norway og TeleComputing Sweden, og er markedsledende innenfor sentraliserte driftstjenester for SMB-markedet.

IT-tjenester i Sverige

IT-tjenester fokuserer på systemintegrasjon og har et totalansvar for kundenes IT-løsninger helt fra analysefasen, via utvikling og testing, til installasjon, drift og forvaltning. IT-tjenester drives gjennom selskapet Kentor AB med datterselskaper.

Figuren under viser driftsinntektene til TeleComputing i 2014 fordelt på henholdsvis IT-outsourcing Norge, IT-outsourcing Sverige og IT-tjenester Sverige.

¹ <http://telecomputing.no/>



Figur 2-1: Driftsinntekter per forretningsområde 2014

Som nevnt ble TeleComputing stiftet i 1997 og i sommeren 2000 ble selskapet børsnotert. Selskapet holdt seg på børsen frem til slutten av 2009 da de mottok og aksepterte et bud fra PE-selskapet Ferd Capital på 670 MNOK.² Ferd ønsket å videreutvikle selskapet som et unotert selskap ved å ha få og aktive eiere. Det var svært vanlig at IT-selskaper ble tatt av børsen rundt denne perioden.³ Årsaken til dette kan i følge analytiker Per Nordahl i Arctic Securities ha vært at ”norske teknologibedrifter over flere år har vist at de kan bygge opp kompetente miljøer som blir verdensledende innenfor sitt respektive fagfelt.” Norske selskaper prises ofte lavere enn sine konkurrenter, og en konsekvens av dette er at de tenderer å bli kjøpt opp når de når en viss størrelse.

I 2015 ble TeleComputing solgt videre til IK Investment Partners. Salgssummen ble ikke offentliggjort, men Ferd gjorde tilsynelatende milliardgevinst ifølge Peter Sunde som er investeringsdirektør i Ferd og var styreleder i TeleComputing.⁴ Det er å forvente at IK Invest vil fortsette å utvikle TeleComputing som et unotert selskap og normal eierskapstid for et PE-selskap er rundt 5-10 år.

2.2 Konkurrenter

TeleComputing opererer som nevnt innenfor segmentene IT-outsourcing I Norge, IT-outsourcing i Sverige og IT-tjenester i Sverige. Det ville vært ideelt å identifisere

² <http://www.cw.no/artikkel/oppkjop-fusjoner/byr-670-millioner-telecomputing>

³ <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/16/1810/IT/62-itmilliarder-er-blitt-borte-fra-oslo-brs>

⁴ <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/01/14/0819/ferd-selger-telecomputing>

konkurrenter som opererer innen de samme segmentene, men dette har vist seg å være en utfordring.

IT-bransjen er en svært diversifisert bransje og det finnes utallige forretningsområder et IT-selskap kan spesialisere seg innenfor. Jeg har derfor valgt selskaper med et så nærliggende forretningsområdet som mulig, herunder EVRY, Tieto og CGI Group.

EVRY⁵

EVRY er Norges største IT-selskap. De leverer løsninger til norsk og nordisk næringsliv, finanssektoren og offentlige virksomheter innen stat, kommune og helsesektor. EVRY er et resultat av den største IT-fusjonen i Nordens historie. EDB og ErgoGroup slo seg sammen i 2010 og endret navn til EVRY. EVRY har hovedsakelig posisjonert seg i Norge og Sverige, men leverer også til India, Ukraina og Latvia. Med en omsetning i Norge på 6 milliarder NOK har EVRY opparbeidet seg en markedsandel på omtrent 30%.

Tieto⁶

Tieto er Nordens ledende leverandør av programvare og tjenester og har base i Finland. Det ble etablert i 1968 og fungerte de første årene som et datasenter for eierne. Etter hvert som IT-markedet utviklet seg, utvidet Tieto seg fra å kun tilby datatjenester på stormaskiner til utvikling av IT-systemer. Med økende globalisering av IT-markedet på 2000-tallet begynte Tieto sin internasjonale virksomhet. Tieto fokuserer kraftig på det nordiske markedet i dag, men opererer totalt sett i over 20 land, herunder Norge, Sverige, Kina, Tyskland, Russland med flere.

CGI Group⁷

CGI er et kanadisk selskap som tilbyr ende-til-ende IT- og forretningsprosess tjenester. CGI ble grunnlagt i 1976 og har i dag utviklet seg til å bli et av verdens ledende IT-selskaper. Selskapet har gjennom sin tid utviklet seg fra å primært drive med IT-rådgivning til systemintegrasjon, IT-outsourcing og IT-tjenester. I dag opererer CGI i 40 land, deriblant Norge, Sverige, USA, Storbritannia og Tyskland.

⁵ <https://www.evry.com/no/>

⁶ <https://www.tieto.no/>

⁷ <https://www.cgi.com/en>

3 Valg av verdsettelsesmetode

3.1 Innledning

Når man skal foreta en verdsettelse av et selskap er det vanlig å skille mellom tre hovedteknikker; fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse.⁸ Hver teknikk har sine styrker og svakheter, og er ikke gjensidig utelukkende. Med andre ord bør de anses som supplementer fremfor alternativer.

Valget av verdsettelsesteknikk avhenger av flere faktorer. Noen av disse kan være tilgjengelig informasjon, tid til disposisjon og den enkelte analytikers krav til verdiestimatets pålitelighet.⁹ I realiteten blir tid ansett som en knapp ressurs, noe som betyr at man som regel må gjøre et valg mellom de forskjellige metodene. Har man anledning vil det være fruktbart å anvende flere metoder. På denne måten kan bruke innsikt fra flere teknikker for å oppnå konvergens mot et endelig verdiestimat.

Andre spesifikke forhold som kan være med på å bestemme verdsettelsesmetode kan være hvor bransjen, selskapet og produkter befinner seg i livssyklusen, type bransje og antakelser om fremtidig drift eller avvikling. I dette kapittelet vil jeg gå gjennom de forskjellige verdsettelsesteknikkene før jeg vurderer hvilken metode som vil være mest passende for min verdivurdering av TeleComputing.

3.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse baserer seg på analyser av et selskaps underliggende eller fundamentale økonomiske forhold og utarbeidelser av prognosetall.¹⁰ Innsikt om disse underliggende forholdene anskaffes ved utførelse av en strategisk analyse av interne og eksterne forhold samt en regnskapsanalyse. Denne innsikten brukes så videre til å utvikle fremtidsregnskap og fremtidskrav. Til slutt beregnes egenkapitalverdien som nåverdien av fremtidige utbytter, frie kontantstrømmer eller superprofitt.¹¹

⁸ Koller m.fl, (2010)

⁹ Kaldestad og Møller (2011)

¹⁰ Knivsflå, K.H. (2016)

¹¹ Kaldestad og Møller (2011)

Det er vanlig å skille mellom to hovedmetoder innen fundamental verdsettelse; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved begge metodene er målet å verdsette selskapets egenkapital. Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen direkte ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Ved bruk av selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen med en mer indirekte tilnærming. Her bruker man for eksempel netto driftskapital før man trekker fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Egenkapital- og selskapskapitalmetoden er ekvivalente og gir alltid samme verdiestimat ved konsistent bruk.

En fundamental verdsettelse er typisk tidkrevende, grundig og omfattende. Det er i all hovedsak historiske data som anvendes noe som stiller krav til hvor et selskap befinner seg i sin livssyklus. Metoden er derfor mest aktuell for relativt modne selskaper med typisk god underliggende inntjening.¹² Ettersom historisk data ikke nødvendigvis er representativt for fremtidige resultater, må analysene ta hensyn til forventinger og antagelser om fremtiden. Om selskaper som ligger an til å bli avvirket i nærmeste fremtid vil det derfor være mer fruktbart med en annen verdsettelsesmetode.

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse hvor man eksplisitt bygger inn verdien av fleksibilitet.¹³ Målet med verdsettelsen er å bestemme verdien av denne fleksibiliteten. Den opsjonsbaserte verdsettelsen kommer som regel som et supplement til en fundamental verdsettelse.¹⁴ Verdien av selskapets egenkapital vil da bestå av egenkapitalen basert på fundamental verdsettelse (statisk verdi) og nåverdien av fleksibilitet.¹⁵ Nåverdien av fleksibilitet vil ofte være verdien av realopsjoner enten i drift eller finansiering. Eksempler på dette kan være en opsjon på utvidelse eller nedleggelse.

I motsetning til fundamental verdsettelse, kan opsjonsbasert verdsettelse anvendes på et selskap i alle fasene av livssyklusen. I oppstartsfasen prøver man å estimere verdien

¹² Kinserdal (2015)

¹³ <http://kunnskapssenteret.com/opsjonsbasert-analyse-og-verdsettelse/>

¹⁴ Kaldestad og Møller (2011)

¹⁵ Knivsflå, K.H. (2016)

av eventuelle utvidelser, i modningsfasen vurderes det om man skal ekspandere, nedskalere eller avvente, mens i avviklingsfasen fokuseres det på verdien av avvikling.

En annen forskjell fra fundamental analyse er at økt risiko ofte vil føre til en lavere verdi på egenkapitalen.¹⁶ Når verdien på et selskap er lav, kan risiko utgjøre en fordel ved at selskapet vil ha mye å tjene, men lite å tape på risikofylte investeringer.¹⁷ Det kan da kalkuleres inn en mulighet for oppside med en opsjonsbasert verdsettelse.

Det finnes også ulemper ved bruk av opsjonsbasert verdsettelse. Et viktig punkt her er risikoen for dobbeltregning. Ved beregning av den underliggende verdien av selskapet er det viktig å ikke ta med verdien av fleksibiliteten eller fordelene av økt risiko.¹⁸ En annen viktig ulempe er at flere av variablene i opsjonsbasert verdsettelse vil være usikre estimat, og det kan dermed være vanskelig å finne passende estimater.¹⁹

3.4 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse baserer man seg på å finne sammenlignbare selskaper/eiendeler og deretter sammenligne prisene med det aktuelle selskapet. Denne metoden anses som enklere og mindre tidkrevende enn en fundamental verdsettelse, men den forutsetter at det finnes godt sammenlignbare selskaper. Komparativ verdsettelse egner seg best for selskaper i oppstartsfasen da det har lite historisk data å vise til.²⁰ Metoden kan også fungere som et supplement til fundamental verdsettelse for selskaper i modningsfasen. Innenfor komparativ verdsettelse er det vanlig å skille mellom to ulike teknikker; *multiplikatormodellen* og *substansverdimodellen*.²¹

3.4.1 Multiplikatormodellen

Den direkte verdsettelsen av egenkapitalen utføres ved hjelp av multiplikatormodellen. Her brukes børsverdien til selskapet til å beregne nøkkeltall

¹⁶ Damodaran, A. (2002)

¹⁷ Damodaran, A. (2002)

¹⁸ Knivsflå, K.H. (2016)

¹⁹ Kaldestad og Møller (2011)

²⁰ Kaldestad og Møller (2011)

²¹ Damodaran, A (2012)

for egenkapitalen, som igjen sammenlignes med børsnoterte komparative virksomheter. Multipler som er vanlig å se på i denne teknikken er blant annet pris/fortjeneste og pris/bok.

Multiplikatormodellen har dessverre noen svakheter. Ettersom det finnes svært mange ulike multiplikatorer man kan benytte seg av, vil muligheten for å manipulere data for å oppnå ønsket resultat alltid være til stede. I tillegg er teknikken veldig følsom for svingninger i markedet. I lavkonjunkturer tenderer verdsettelsene å være for konservative, mens motsatt effekt vil oppstå i høykonjunkturer.²²

Fordelen ved å benytte seg av multiplikatormodellen er at denne metoden normalt sett er vesentlig raskere og krever færre forutsetninger. En komparativ verdsettelse vil reflektere stemningen i markedet bedre, da den måler relativ og ikke virkelig verdi.²³ I praksis er det mer vanlig å bruke multiplikatormodellen, ettersom en fundamental verdsettelse er svært tidkrevende og krever mange forutsetninger.

3.4.2 Substansverdimodellen

Den indirekte verdsettelsen av egenkapitalen innebærer bruk av substansverdimodellen, også kalt balansebasert modell. Her estimeres selskapets egenkapitalverdi ved å legge sammen markedsverdien av virksomhetens eiendeler og trekker fra markedsverdien på gjelden. Metoden krever at det eksisterer et marked for eiendelene og at det er mulig å få en verditakst, eller at de kan estimeres ved å sammenligne verdien av komparative selskapers eiendeler og gjeld.²⁴ Ved å bruke tilsvarende eiendeler er man fremdeles utsatt for optimisme eller pessimisme i markedet gjennom subjektive markedsverdier. Denne metoden vil naturligvis ikke være godt egnet for selskaper med høye immaterielle eiendeler. Substansverdimodellen kan være aktuell dersom det ligger risiko for konkurs i avviklingsfasen. I dette tilfellet vil ofte verdien av immaterielle eiendeler være tilnærmet lik null og substansverdien blir da tilnærmet lik virkelig verdi ved konkurs.²⁵

²² Damodaran, A. (2002)

²³ Damodaran, A. (2012)

²⁴ Knivsflå, K.H. (2016)

²⁵ Damodaran, A. (2001)

3.5 Valg av verdsettelsesmetode

Valg av verdsettelsesmetode avhenger av mange faktorer. Type selskap, bransje og fase i livssyklus er blant de mest avgjørende. Ettersom tid ikke er en avgjørende faktor i denne verdsettelsen finner jeg det mest fruktbart å benytte meg av den metoden som gir det beste estimatet på TeleComputings underliggende verdi. Et meget pålitelig estimat kan beregnes ved å benytte seg av fundamental verdsettelse i kombinasjon med komparative metoder.²⁶ Dette estimatet vil ta hensyn til selskapets historiske resultater, struktur og stemning i markedet. Jeg vil i kapittel 11 diskutere hvordan jeg kombinerer den fundamentale og den komparative verdsettelsen for å komme opp med det endelige verdiestimatet.

²⁶ Kaldestad og Møller (2011)

4 Strategisk analyse

4.1 Innledning

I denne delen vil jeg foreta en strategisk analyse av TeleComputing og selskapets omgivelser, hvor formålet med analysen er å vurdere selskapets strategiske posisjon. En strategisk posisjon kan defineres som en allokering av ressurser i en virksomhet som innenfor bransjen gir en evne til å generere en strategisk fordel og dermed rentabilitet utover kravet.²⁷

En strategisk fordel kan deles opp i en intern ressursbasert og en ekstern bransjeorientert strategisk fordel. En intern ressursbasert strategisk fordel betyr at selskapet har en rentabilitet større enn bransjen, eller et kapitalkrav lavere enn bransjen, mens en ekstern bransjeorientert strategisk fordel betyr at bransjen har en rentabilitet større enn kravet.²⁸

Innledningsvis vil jeg presentere det strategiske rammeverket for videre strategiske analyser. Analysen vil deles opp i en intern ressursbasert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Målet er å identifisere TeleComputing sin strategiske posisjon og vurdere hvorvidt denne posisjonen er forventet å vedvare og/eller utvikle seg i årene fremover.

4.2 Strategisk rammeverk

I en strategisk analyse er det viktig å forstå virksomheten. Med dette mener jeg å identifisere hvilket marked de opererer i, hva som er verdidriverne, hvem som er kundene og hvilke rivaler som eksisterer på markedet. I tillegg er det nødvendig å forstå hvordan selve bransjen fungerer, hva som bestemmer vekst og lønnsomhet. Det vil også være fordelaktig å anskaffe seg innsikt i hvordan bransjen er forventet å utvikle seg videre.

I den interne ressursorienterte analyse vil jeg bruke en VRIO-analyse for å finne ut hvilke ressurser TeleComputing har eller kan utvikle for å skape varige

²⁷ Knivsflå, K.H. (2016)

²⁸ Knivsflå, K.H. (2016)

konkurransefortrinn. Samtidig kan modellen fortelle hvor godt virksomheten utnytter sine ressurser i dag.

I den eksterne bransjeorienterte analysen vil jeg benytte en PESTEL-analyse for å kartlegge omgivelsene TeleComputing opererer innen. I tillegg vil jeg bruke Porters Five Forces-modellen for å evaluere mulige trusler for selskapets evne til å skape og/eller opprettholde varige konkurransefortrinn i markedet.

Til slutt vil jeg kombinere de interne og eksterne analysene inn i en SWOT-analyse for å vurdere bedriftens eksterne muligheter og trusler samt interne styrker og svakheter.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Hovedmålet med den interne ressursorienterte analysen er å avdekke sterke og svake sider ved selskapet. Dette innebærer å kartlegge hvilke ressurser som er med å bidra til verdiskapning. Ressurser kan defineres som innsatsfaktorer som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder.²⁹ Disse ressursene kan deles inn i fem kategorier: finansielle ressurser, fysiske ressurser, immaterielle verdier, humankapital, og organisatorisk kapital. For å vurdere disse ressursene vil jeg benytte meg av en VRIO-analyse.

4.3.1 VRIO-analyse

En VRIO-analyse er et verktøy som blir brukt for å vurdere om et selskaps ressurser gir en konkurransemessig ulempe, paritet, midlertidig fordel eller varig fordel. De fire faktorene i VRIO-analysen er:³⁰

V – Value/verdifull: Her avdekkes om en ressurs skaper verdi for selskapet.

R – Rare/sjelden: Avgjør om et selskaps ressurser er sjeldne eller om mange av konkurrentene deler den samme ressursen.

I – Inimitability/ikke-imiterbar: Avgjør om en ressurs enkelt eller billig kan kopieres av konkurrentene, eller evt. erstattes med et substitutt.

²⁹ <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

³⁰ <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

O – Organisational support/organisatorisk støtte: Her avdekkes om ressursen får organisatorisk støtte slik at selskapet kan utnytte ressursen.

Figuren under viser rammeverket for en VRIO-analyse.

Type ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Ikke-imiterbar (I)	Organisatorisk støtte (O)	Konkurransemessig verdi
A	Nei	-	-	Nei	Ulempe
B	Ja	Nei	-	↑ ↓	Paritet
C	Ja	Ja	Nei		Midlertidig fordel
D	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fordel

Figur 4-1: Rammeverk VRIO-analyse

4.3.1.1 Finansielle ressurser

De finansielle ressursene i et selskap omfatter alt av pengeressurser. Dette er en viktig ressurs ettersom de brukes til blant annet å implementere strategi samt utnytte andre ressurser. Fra TeleComputings årsrapport i 2014 fremkommer det at selskapet har en sterk likviditetsutvikling og har en kapitalstruktur som er tilpasset virksomhetens risiko og omfang. I kapittel 6 vil jeg nærmere inn på likviditetsgraden til selskapet, men som utredningen vil vise er selskapet relativt lite likvide. Årsaken til dette er at mye av kapitalen blir brukt til å investere i datautstyr, samtidig som TeleComputing har betalt svært høye utbyttebetalinger de siste årene. Til tross for dette vil jeg si at de finansielle ressursene til TeleComputing er sterke. Årsaken til dette er nettopp eierskapet via Ferd Capital. Dette eierskapet muliggjør tilgang på kapital slik at selskapet kan utnytte de mulighetene markedet tilbyr. Ved valget av komparative selskaper i kapittel 3 snakket jeg om trenden ved at flere IT-selskaper blir kjøpt av PE-selskaper og dermed tatt av børs. Det er derfor å forvente at denne ressursen verken er sjelden eller ikke-imiterbar.

4.3.1.2 Fysiske ressurser

Med fysiske ressurser menes typisk maskiner, bygninger, råvarer og teknologi. De fysiske ressursene til TeleComputing består primært av teknologisk utstyr. Disse eiendelene er avgjørende for selskapets drift. Disse ressursene er åpenbart verdifulle for TeleComputing, men det er ingenting som tilsier at de er verken sjeldne eller ikke-imiterbare for resten av bransjen.

4.3.1.3 Immaterielle verdier

Immaterielle verdier knytter seg til eiendeler uten fysisk substans. Eksempler på dette kan være merkevare og merverdier ved oppkjøp. Av regnskapet til TeleComputing ser vi at de immaterielle eiendelene (goodwill og merkenavn) tilsvarer 53% av selskapets totale eiendeler. TeleComputing er markedsledende innenfor SMB-markedet og har et svært sterkt merkevarenavn. Det faktum at de var de første i verden til å tilby ASP tjenester har gitt selskapet en sterk stilling i markedet. Merkevarer navn er typisk vanskelig å imitere på kort tid. Men over lang tid kan flere selskaper opparbeide seg et sterkt merkevarenavn. Jeg velger derfor å klassifisere selskapets immaterielle verdier som verdifulle, sjeldne og delvis ikke-imiterbare.

4.3.1.4 Humankapital

Med humankapital menes verdien av selskapets ledelse og ansatte. Dette er en ressurs som det er vanskelig å si noe konkret om fra utsiden, men generelt kan det antas at TeleComputing har både kompetente ledere og medarbeidere. PE-selskap er selskap som er svært opptatt av profitt og lønnsomhet, og har gjerne svært god kompetanse innenfor effektiv drift av selskaper. Dersom TeleComputing hadde hatt en svak humankapital er det nærliggende å anta at Ferd ville gjort strukturelle endringer for å effektivisere driften. Ettersom det ikke er gjort noen større organisatoriske endringer i verken konsernledelsen eller ledergruppen antar jeg at kompetansen innenfor disse områdene allerede var god. Denne ressursen kan dog verken antas som sjelden eller ikke-imiterbar, da veldig mange IT-selskaper har lignende eierskap. Samtidig har IT-utviklingen ført til svært mange dyktige teknikere, slik at ansettes svært mange dyktige medarbeidere i IT-bransjen.

4.3.1.5 Organisatorisk kapital

Som ved humankapital er det vanskelig å si noe konkret om organisatorisk kapital fra utsiden av selskapet. Mens man med humankapital snakker om verdien av individer i et selskap, dreier organisatorisk kapital seg om hvordan selskapet fungerer som en helhet. Jeg antar at TeleComputing har en god bedriftskultur, men det er vanskelig å si om den er noe særlig bedre enn bransjens.

4.3.1.6 Oppsummering VRIO-analyse

Type ressurs	Verdifull (V)	Sjelden (R)	Ikke-imiterbar (I)	Organisatorisk støtte (O)	Konkurransemessig verdi
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Fysiske ressurser	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Imaterielle verdier	Ja	Ja	Delvis ja	Ja	Midlertidig fordel
Humankapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Organisatorisk kapital	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet

Figur 4-2: Oppsummering VRIO-analyse

Oppsummert ser vi at TeleComputing har en sterk finansiell posisjon. Denne er derimot ikke sjelden, da mange IT-selskaper har god tilgang på kapital via PE-eierskap. Den største verdien identifisert av analysen kommer fra de immaterielle verdiene i form av et sterkt merkevarenavn i Norge og Sverige. Det er vanskelig å si om det foreligger organisatorisk støtte for de ulike ressursene, men jeg velger å anta at TeleComputing støtter opp under de ressursene selskapet besitter.

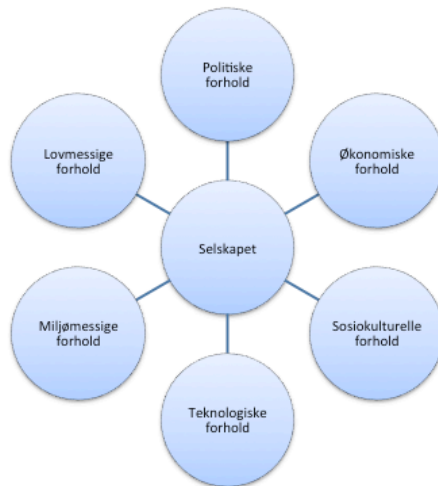
4.4 Ekstern bransjeorientert analyse

Hovedmålet med den eksterne bransjeorienterte analysen er å tilegne seg informasjon om selskapets omgivelser. For å gjøre dette har jeg valgt å benytte meg av en PESTEL-analyse og Porters Fem Krefter.

4.4.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er et rammeverk eller verktøy som brukes til å identifisere og vurdere de faktorene som har en innvirkning på selskapet/bransjen fra et makroperspektiv. Analysen inneholder de forholdene i markedssystemet som antas å være de viktigste i dag og som forventes å bli viktige i fremtiden.³¹ Helt til slutt vil jeg kombinere PESTEL-analysen med en SWOT-matrise for best å vurdere fremtiden til TeleComputing fra et strategisk perspektiv.

³¹ Kunnskapscenteret, PESTEL-analyse



Figur 4-3: Rammeverk for PESTEL-analyse

PESTEL er et akronym som står for:

P: Political (politiske)

E: Economical (økonomiske)

S: Sociocultural (sosiokulturelle)

T: Technological (teknologiske)

E: Environmental (miljømessige)

L: Legal (lovmessige)

4.4.1.1 Politiske forhold

Myndighetene har stor påvirkningskraft på de fleste bransjer. Det er derfor viktig å orientere seg om myndighetene har iverksatt noen former for incentiver eller sanksjoner i form av forskrifter, godkjenninger, lovbestemmelser og lignende.

IT-næringen i Norge har hittil ikke vært gjenstand for mye oppmerksomhet fra offentlige myndigheter. Næringen har ikke blitt tilbudt noe særlig assistanse og heller ikke vært utsatt for mange reguleringer. Ettersom IT-bransjen vokser relativt raskt kan det være nærliggende å tro at dette vil kunne være utsatt for endringer i fremtiden.

4.4.1.2 Økonomiske forhold

Selv om norsk økonomi går dårligere, er det fortsatt rom for outsourcing. Generelt sett er det rimeligere å kjøpe ferdige løsninger enn å investere i egne servere etc.

TeleComputing har posisjonert seg i SMB-markedet, noe som har ført til at finanskrisen i 2008 ikke påvirket bedriften i en altfor stor grad. Fallet i oljesektoren har ført til at bedriften mistet en del kunder. Samtidig har derimot flere nye selskaper kjøpt tjenester fra TeleComputing for å slippe å investere i egne løsninger.

I Sverige går økonomien svært godt for tiden. 25% av den totale omsetningen til TeleComputing kommer fra konsulent-tjenester. En oppgang i økonomien fører til større IT-investeringer som igjen er gunstig for TeleComputing.

4.4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Når vi snakker om sosiokulturelle forhold mener vi blant annet demografi, konsumpreferanser og trender i samfunnet.

En viktig faktor under demografi er befolkningsvekst. Vi har de siste årene sett et lite fall i befolkningsveksten i Norge. I fjor hadde vi en befolkningsvekst på 0,9%, et fall fra 1,3% som vi hadde for fem år siden.³² Noe som er interessant i dette tilfellet er at den største andelen av denne økningen stammer fra nettoinnflytting og ikke fødselsoverskudd. Når det gjelder fremtidig befolkningsvekst så er det vanskelig å si noe sikkert, men FN ga i 2015 ut en rapport hvor de viser estimert befolkningsutvikling på verdens- og landsbasis.³³ Ved hjelp av tallene i denne rapporten har jeg beregnet årlig endring for befolkningstall de neste 15 årene. Fra 2015 til 2030 vil befolkningen i Norge stige med omtrent 0,8% hvert år.

Ettersom TeleComputing også opererer i stor grad i Sverige, må Sveriges demografi også tas med i betraktning. I fjor hadde Sverige en befolkningsvekst på omtrent 0,8%. Ved å bruke tallene fra FN sin rapport har jeg regnet ut at befolkningsveksten mellom 2015-2030 vil ligge på mellom 0,65%-0,7% årlig. Forventet befolkning i år 2015 og 2030 for henholdsvis Norge og Sverige, samt formel for utregning av befolkningsveksten vises under. Tallene er hentet fra FNs rapport over estimert befolkningsutvikling.

³² SSB, Nøkkeltall for befolkning 2015

³³ World Population Prospects: The 2015 Revision

Befolkning antall 1000	2015	2030
Norge	5 211	5 945
Sverige	9 779	10 766

Tabell 4-1: Forventet befolkningstall for Norge og Sverige

$$Befolkning_{2030} = Befolkning_{2015} * (1 + gjennomsnittlig befolkningsvekst)^{15}$$

$$Gjennomsnittlig befolkningsvekst = \sqrt[15]{\frac{Befolkning_{2030}}{Befolkning_{2015}}} - 1$$

Når det gjelder markedstrender så har Norge sammenlignet med andre land generelt sett vært tilbakeholdne med å outsource tjenester.³⁴ Mange selskaper har valgt å utvikle IT-løsningene sine lokalt, framfor å hyre inn selskaper som kan integrere løsningene for dem. De siste årene har vi derimot sett en økende trend i samfunnet. Stadig flere selskaper er nå opptatt av datasikkerhet.³⁵ I en undersøkelse utført av analysebyrået YouGov kommer det frem at en av fire norske bedrifter opplever at de er bevisste mål mot cyberangrep. Samtidig har fire av fem bedrifter opplevd IT-trusler det siste året. ”Datasikkerhet er som vaksinerings. Dine gode eller dårlige valg kan lett få konsekvenser for flere enn deg selv. Vi ser ofte at IT-kriminelle angriper leverandørkjeden for å trenge seg inn i de store selskapene. Derfor er god datasikkerhet ikke bare viktig i seg selv, men vil også være en konkurransefordel.” (Leif Jensen, 2015). Ettersom stadig flere bevisstgjøres på viktigheten av data-sikkerhet, velger flere og flere bedrifter å hyre inn selskaper som for eksempel TeleComputing til å utvikle og drifte IT-løsninger for bedriften. Dog vi har sett en positiv utvikling er det fortsatt store vekstmuligheter i markedet. 57 prosent av respondentene, som består av beslutningstagere innen økonomi og IT, mener investeringer i IT-sikkerhet er vel anvendte penger for bedriften.

4.4.1.4 Teknologiske forhold

IT-bransjen er naturligvis svært påvirket av den teknologiske utviklingen i samfunnet. Vi har allerede sett en sterk fremvekst av skytjenester.³⁶ Gartner Group er verdensledende innen analyser av IT-markedet og teknologi. De mener at globale

³⁴ <https://www.bi.no/Info-avdelingFiles/Forskningskommunikasjon/OU2007%20report.pdf>

³⁵ <http://www.cw.no/artikkel/sikkerhet/fire-av-fem-opplever-it-trussel>

³⁶ <http://www.gartner.com/newsroom/id/3055225>

investeringer i skytjenester er forventet å nå nesten US\$16,5 milliarder i 2015, noe som tilsvarer en økning på 32,8 prosent fra 2014. I tillegg spår de en årlig vekst på 29,1 prosent i perioden 2014-2019. Fremveksten av skytjenester og virtuell teknologi gjør at selskaper nå kan allokere serverkapasitet virtuelt. Dette fører til at stordriftsfordelene på IT-produksjon blir enda større, som igjen er positivt i forhold til at kostnadsbesparelsene for de med stort miljø øker. Man sparer mer på å outsource enn man gjorde før.

Utviklingen av sky-tjenester vil også være en trussel. De enkleste bedriftene med minst kompleksitet i IT-behovet kan dekke sitt behov ved å kjøpe enkelttjenester. Dette gjelder også de største selskapene som er så store at de kan dekke sitt IT-behov ved å gjøre denne integrasjon selv. TeleComputing slipper til dels unna dette presset da de har valgt å posisjonere seg i SMB-markedet. Kundene deres har en kompleksitet som gjør at de trenger kompetanse de selv ikke innehar. Samtidig er de ikke store nok til å utvikle og drifte egne IT-løsninger.

4.4.1.5 Miljømessige forhold

Disse forholdene inkluderer alle de miljømessige forholdene som kan påvirke et selskap. Verden står ovenfor omfattende utfordringer knyttet til miljø- og klimaendringer. Vi ser også at både myndigheter og forbrukere blir stadig mer bevisst på at vi trenger å fokusere på bærekraftig utnyttelse av verdens ressurser og økosystem.³⁷ Det er nærliggende å anta at flere og flere land vil bli strengere når det gjelder sanksjoner mot bedrifter med teknologi som er skadelig for miljøet.

TeleComputing er miljøsertifisert og fokuserer på grønn IT.³⁸ Dette medfører fordeler ikke bare for miljøet, men også selve bedriften. IT-selskaper trenger naturligvis store og kraftige servere for å levere produkter av høy kvalitet. Disse serverne er avhengig av å holde kjølige slik at systemet ikke overopphetes. Moderne virtualiserte IT-plattformer er mer energigjerrige enn gamle systemer. Å bruke mindre energi på kjøling vil derfor være kostnadsbesparende.

³⁷ http://www.huffingtonpost.com/steven-cohen/the-growing-level-of-envi_b_6390054.html

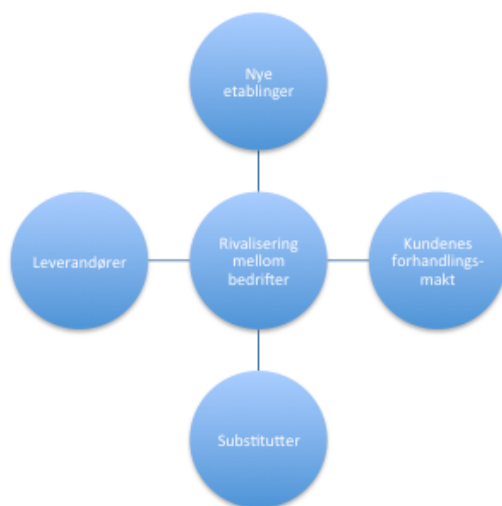
³⁸ <http://www.mynewsdesk.com/no/pressreleases/telecomputing-oppnaar-iso-14001-miljoesertifisering-629990>

4.4.1.6 Legale forhold

Legale faktorer knytter seg til særlige lover og reguleringer som påvirker aktørene i bransjen. Dette kan være arbeidsmiljølover, forbrukerlover og lignende. Det virker ikke å være noen særskilte lover som påvirker aktørene i bransjen.

4.4.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter-modell brukes for å vurdere attraktiviteten til en bransje. Denne bygger på tesen om at konkurransefortrinn oppnås ved å posisjonere seg overfor 5 ulike konkurransekrefter. Disse fem kreftene avgjør hvor attraktivt et marked er.



Figur 4-4: Rammeverk for Porters Fem Krefter

Modellen kartlegger hvilke krefter som har innvirkning på en bransje, for slik å vise hvilke muligheter og trusler som påvirker konkurransen i bransjen. I tillegg foreslår modellen strategier som kan brukes for å utnytte de mulighetene og truslene som finnes i bransjen. Svakheter ved modellen er at den presenterer et statisk bilde av konkurransen, noe som gjør at innovasjon får en liten rolle. Modellen undervurderer også viktigheten av forskjeller mellom selskaper og overvurderer viktigheten av bransjestruktur som determinanter for selskapets profitt. Selv om kritikken mot modellen er relativt viktig, er den fortsatt en av de mest anvendte modellene for å vurdere konkurransesituasjonen, og et viktig verktøy i den eksterne bransjeorienterte analysen.

4.4.2.1 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan påvirke bransjen ved å presse opp prisene eller redusere kvaliteten og servicenivået på produktet. Leverandørene er mektige når det finnes få substitutter og når produktet de leverer utgjør en viktig innsatsfaktor for kunden. De kan også utøve makt når det er få leverandører, når aktøren ikke er viktig for leverandørenes totale omsetning, når de kan true med vertikal integrasjon og når byttekostnadene er høye.³⁹

Leverandører i bransjen anses hovedsakelig å bestå av leverandører av datautstyr. Antallet leverandører i bransjen er omfattende og det finnes mange leverandører som kan levere datautstyr. Utstyret består også av veldig generiske komponenter og det er lite muligheter for å differensiere produktene. TeleComputing og andre selskaper i bransjen har store muligheter til å finne alternative leverandører av datautstyr. Ettersom det finnes mange leverandører og det er lave differensieringsmuligheter vil leverandørene bli nødt til å holde sine priser og sin fortjeneste lav.

En aktør som derimot er svært viktig i denne bransjen er Microsoft. Produktene som TeleComputing leverer er på en Microsoft basert plattform, noe som medfører at TeleComputing er avhengige av deres teknologi og samarbeid. Dette er riktig nok ikke noe stort problem da TeleComputing har vært en av Microsoft sine viktigste partner de siste årene.⁴⁰

Et siste punkt som kan være viktig å nevne er teknisk kompetanse. TeleComputing er avhengige av dyktige teknikere for å kunne fortsette å levere tjenester av ypperste kvalitet. Teknisk kompetanse har dog vært en utfordring å anskaffe tidligere da oljesektoren har ”støvsugd” den tilgjengelige arbeidskraften. De siste årene har vi derimot sett en endring i denne trenden. Færre og færre ingeniører velger å arbeide med petroleum, og vi ser at flere velger konsulent- og IT-bransjen.⁴¹ TeleComputing er en stor aktør og mange teknikere synes det er faglig utfordrende å arbeide hos dem.

³⁹ <http://kunnskapsenteret.com/konkurransanalyse/>

⁴⁰ <http://www.telecomputing.com/News/MICROSOFT-NAMES-TELECOMPUTING-HOSTING-PARTNER-OF-THE-YEAR-FOR-2015/>

⁴¹ <http://www.dn.no/talent/2015/04/08/1818/NTNU/her-fikk-alle-jobb-fr-de-var-ferdigstudert>

4.4.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes makt til å presse ned priser eller kreve bedre kvalitet/service påvirker rivaliseringen i markedet. Kjøperne er mektige når det er mange små tilbydere og få store kjøpere. Videre kan kundene utøve makt ved store kvantumskjøp, når selger er avhengig av en stor kunde og når kunden kan true med vertikal integrasjon. Presset på lønnsomheten fra kunder bestemmes av hvor stor makt kunden har i forhold til selskapet.

For å kunne diskutere kundenes forhandlingsmakt må jeg først definere hvem som er kundebasen til TeleComputing. Kundebasen til TeleComputing består av selskaper i SMB-markedet som har et behov for rimelige og trygge IT-løsninger og i mange tilfeller også videre drift av løsningene. Ettersom TeleComputing opererer i SMB-markedet har de ingen enkeltkunder som er store nok til å ha noe særlig forhandlingsmakt.

4.4.2.3 Trussel fra substitutter

Et substitutt er et produkt/tjeneste som kan tilfredsstille samme behov som et eksisterende produkt/tjeneste. Styrken på substituttet avhenger av byttekostnader, produktdifferensiering og pris/ytelse på substituttmarkedet i forhold til aktørens. Nære substitutter sees på som en trussel for aktøren. Det finnes en rekke substitutter for tjenestene som blir levert av TeleComputing. Blant disse finner vi skytjenster, egendrift og ”on sight outsourcing”.

En del selskaper velger også å ha en egen ”in house” ordning for IT-tjenester. Dette betyr at de har en egen IT-avdeling internt, og dermed ikke velger å outsource IT-løsningene til en ekstern bedrift. Dette gjelder primært større selskaper som ligger utenfor TeleComputing kunder, og rammer dermed ikke TeleComputing i veldig stor grad.

4.4.2.4 Trussel fra nyetableringer

Bedrifter som ikke er i markedet, men som kan entre markedet som de vil, sees på som potensielle nyetableringer. Høy risiko for inntrengere er en klar trussel, mens lav risiko utgjør et lønnsomhetspotensial. Om en bedrift kan entre markedet avhenger av bransjens inngangsbarrierer. Eksempler på klassiske inngangsbarrierer er

merkeloyalitet, stordriftsfordeler, kostnadmessige fortrinn, byttekostnader og patenter. Eksisterende aktører ønsker alltid å forsvare sine markedsandeler, og vil derfor forsøke å gjøre inngangsbarrierene så høye som mulig.

Fra teorien vil nyetableringer være motivert til å etablere seg i bransjen når eksisterende selskaper i bransjen oppnår avkastning over kravet, eller med andre ord innehar en strategisk fordel. Uten vesentlige inngangsbarrierer vil disse nyetableringene fortsette å oppstå frem til alle strategiske fordeler er konkurrert vekk.

Generelt sett er det lave inngangsbarrierer i IT-bransjen. Det kreves ikke mye kapital til å starte opp da utstyrsleverandørene tilbyr leasing og andre muligheter for finansiering. Mange selskaper velger i dag å leie inn konsulenter som setter på skytjenester for kunden.⁴² I stedet for å bruke en driftsleverandør, leier de en konsulent som lager en pakke med skytjenester for kunden.

I de siste årene har vi sett en trend av at indiske aktører har entret det norske IT-markedet. Store selskaper som Statoil, Orkla og DNB har valgt å indiske IT-outsourcingsleverandører.⁴³ Indiske aktører kan ofte prise tjenestene sine lavere enn de norske konkurrentene ettersom oppgavene i stor grad blir utført i India, hvor kostnadsnivået ligger generelt lavere enn i Norge. En undersøkelse fra PA Consulting i 2015 viste at 6 av de 11 IT-selskapene som nordiske kunder er mest fornøyd med, er indiske.

4.4.2.5 Intern rivalisering

En annen trussel som kan true selskapets lønnsomhet er intern rivalisering. Intern rivalisering kan defineres som intensiteten i konkurransen blant selskapets direkte konkurrenter. Høy rivalisering mellom etablerte aktører i en bransje vil typisk legge press på marginene. Rivaliseringen i en bransje ofte vil være særlig stor hvis:

- Det finnes mange produsenter med ulike mål, hvilket gjør priskoordinering vanskelig.

⁴² <http://www.cw.no/artikkel/enterprise/it-konsulenter-forhindrer-skytjenester>

⁴³ <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/04/19/2053/IT/indisk-itblge-i-norge?v=28986>

- Selskaper har overkapasitet og dermed motiv til å senke priser for å tiltrekke seg kunder.
- Å drive virksomhet i næringen innebærer betydelige utgangsbarrierer.
- Kostnadsstrukturen i bransjen kjennetegnes ved høye faste og lave variable kostnader.⁴⁴

Det norske markedet for outsourcing av IT-tjenester er preget av mange aktører, alt fra noen store til en rekke små. Som nevnt tidligere er det lave inngangsbarrierer og dermed lett å komme inn i markedet med en liten kundekrets. Mange av disse selskapene er derimot ikke store nok til å ta en altfor stor andel av markedet, og preger ikke lønnsomheten til TeleComputing nevneverdig. Konsulenter som leies inn tar også opp noe av markedsandelen, men de er ikke vant til å tilpasse seg endringer. De driver heller ikke med vedlikehold og drift av IT-løsningene, noe som skiller dem fra TeleComputing og andre større selskaper i bransjen.

4.5 Vurdering av finansiell risiko

Vurderingen av finansiell risiko er i hovedsak gjort på bakgrunn av informasjon fra selskapets årsrapport. TeleComputings virksomhet og internasjonale drift gjør at de er utsatt for flere typer finansiell risiko. Valutarisiko, renterisiko, likviditetsrisiko og kredittrisiko er blant de mest sentrale.

Konsernet driver hovedsakelig virksomhet hvor innkjøp og salg skjer i det lokale markedets valuta. Konsernets valutaeksponering er derfor primært knyttet til omregning av svenske kroner til konsernets hovedvaluta norske kroner.

Konsernets langsiktige finansiering fra bank er delt i en NOK og en SEK transje hvis fordeling i stor grad reflekterer konsernets samlede eksponering mot de to valutaene. Renten på lånet er flytende, og knyttet opp mot henholdsvis NIBOR og STIBOR.

Konsernets langsiktige fremmedkapitalfinansiering er avhengige av oppfyllelse av bestemte finansielle og andre lånebetingelser, covenants. Konsernet har siden låneopptaket vært innenfor de krav låneavtalen stiller. Denne situasjonen forventes å

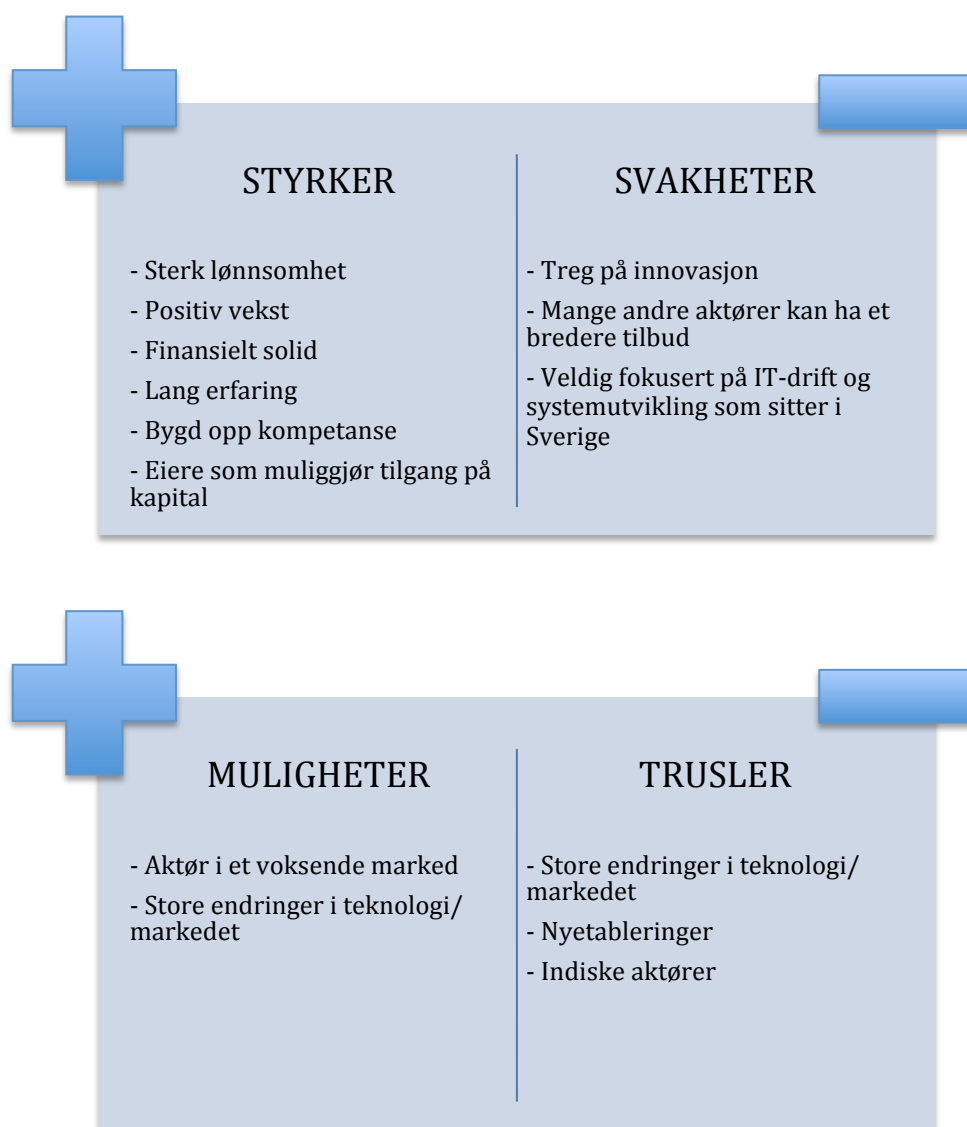
⁴⁴ Grant, R. (2010)

fortsette. Det oppleves fremdeles stor interesse fra bank- og obligasjonsmarkedet for den kreditt som virksomheten representerer. Finansiell risiko i forbindelse med fremmedkapitalfinansiering vurderes derfor som lav.

Kredittrisiko mot konsernets kunder er begrenset. Kundens betalingsdyktighet vurderes før inngåelse av nye avtaler. Kredittrisiko i kundeporteføljen vurderes som liten, noe som reflekteres i lave historiske tap på krav.

4.6 SWOT-analyse

Den interne og eksterne analysen er oppsummert i en SWOT-analyse som viser selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.



Figur 4-5: SWOT-analyse

5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en systematisk undersøkelse av de data som fremkommer av regnskapet. Formålet med å gjennomføre en regnskapsanalyse er ”(..) å fremskaffe innsikt om selskapets historie, nåværende finansielle situasjon og fremtidige prospekter ved å studere selskapets finansregnskap” (Hawkins, 2012). I regnskapsanalysen beregnes nøkkeltall som gir et mer oversiktlig bilde av rentabilitet, likviditet og finansiering.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Regnskapsanalysen baserer seg på historisk regnskapsinformasjon. Selskapets underliggende økonomiske forhold kartlegges ved en gjennomgang av selskapets historiske resultater. Dette inkluderer selskapets resultatregnskap, balanse, kontantstrøm og noter. Ved hjelp av de historiske resultatene kan vi danne oss et godt bilde av hvordan selskapet har prestert og hvordan utviklingen har vært de siste årene. I kombinasjon med den strategiske analysen er målet å kunne predikere hvor selskapet er på vei de neste årene.

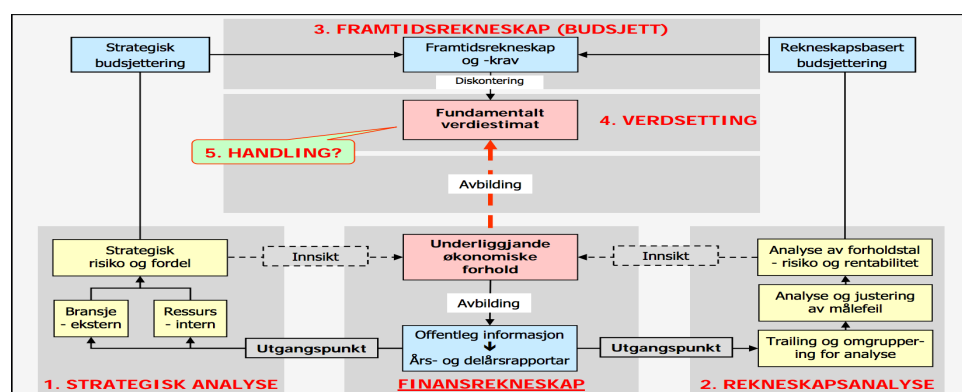
I kapitlene under vil jeg presentere TeleComputings rapporterte tall fra 2011-2014. Finansregnskapet er strengt regulert gjennom lovgivning og standardsetting. Siden 2005 har det vært et krav av at alle børsnoterte selskaper skal rapportere konsernregnskap etter IFRS.⁴⁵ Årsregnskapet til TeleComputing er avlagt i henhold til regnskapsloven §3-9 og ”Forskrift om forenklet IFRS” fastsatt av Finansdepartementet 21.01.08. Konsernet bruker regnskapsprinsipper for innregning og måling i henhold til IFRS, men presentasjon og noteopplysninger i henhold til norsk regnskapslov og god regnskapsskikk.⁴⁶ Oppstillingsplanen etter IFRS grupperer eiendelene etter likviditet og gjeld etter forfallstidspunkt, og anses derfor som mer kreditororientert enn investororientert.⁴⁷ Jeg vil derfor omgruppere regnskapstallene for å kunne utføre en mer investororientert analyse. Deretter vil de bli justert for eventuelle målefeil, før jeg analyserer forholdstallene.

⁴⁵ <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>

⁴⁶ TeleComputing – årsrapport 2014

⁴⁷ Knivsflå, K.H. (2016)

Regnskapsanalysen vil ta utgangspunkt i TeleComputings årsrapporter. Ettersom mitt verdsettelsestidspunkt er 01.01.15, vil ikke ”trailing” av årsregnskapene være aktuelt. Trailing vil si at det utarbeides et regnskap for en fremtidig periode basert på utvikling i samme periode fra fjoråret, og deretter justeres for vekst og unormale poster.



Figur 5-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse

5.1.2 Forutsetninger

Før regnskapsanalysen kan påbegynnes er det visste praktiske valg som må gjøres. I de neste underkapitlene vil jeg diskutere mitt valg av analysenivå, analyseperiode og sammenlignbare selskaper.

5.1.2.1 Analysenivå

TeleComputing opererer innenfor tre segmenter: drift og outsourcing i Norge og Sverige, samt konsulent tjenester i Sverige. Selskaper som er tett integrert innenfor et forretningsområde bør om mulig analyseres samlet og da gjerne på basis av et konsernregnskap.⁴⁸ Ettersom det ikke er god nok tilgang på regnskapsinformasjon fordelt på de ulike segmentene velger jeg å utføre analysen på konsernnivå på grunnlag av konsoliderte konsernregnskap.

5.1.2.2 Analyseperiode

Ved valg av analyseperiode mener man hvor langt tilbake i tid man skal analysere historisk regnskapsinformasjon. Dette har en klar sammenheng med selskapets stabilitet. Dersom selskapet har vært stabilt over tid bør en velge en relativt lang

⁴⁸ Kaldestad og Møller, 2011

analyseperiode. Har virksomheten derimot endret seg mye, enten i form av oppkjøp, utvikling, avvikling av forretningsområder og lignende, lønner det seg med en kortere analyseperiode.⁴⁹

Da TeleComputing ble kjøpt opp av Ferd Capital i 2010, ble selskapet tatt av børs og gjennomgikk flere strukturelle endringer de neste årene. Jeg mener derfor det vil være mer fruktbart med en relativt kort analyseperiode. Ulempen ved å bruke en kortere periode ligger blant annet i konjunkturer, fjerning av støy og å unngå for stor påvirkning av enkeltposter. Dette må nevnes som svakheter ved modellen, men likevel mener jeg det er riktig å bruke en relativt kort analyseperiode.

5.1.2.3 Komparative selskaper

For å få et best mulig bilde av selskapet er det ønskelig å sammenligne nøkkeltallene for virksomheten med et utvalg komparative selskaper. Utfordringen ligger i å finne selskaper som driver innenfor de samme segmentene, og som er av relativt like stor størrelse.

En utfordring ved IT-selskaper er at svært få selskaper fortsatt er børsnotert. Stadig flere virksomheter blir kjøpt opp av større private equity-fond, som deretter videreutvikler selskapene som unoterte selskap. En årsak til dette kan være at norske selskaper ofte prises lavere enn sine konkurrenter.⁵⁰ Dette har gjort det problematisk å finne komparative selskaper med tilgang til regnskapstall.

En annen utfordring har vært å finne selskaper som opererer innen de samme segmentene. Veldig mange virksomheter velger å spesialisere seg enten på drift/outsourcing eller konsulenttjenester. Det har derfor vært vanskelig å finne selskaper som opererer innenfor begge segmentene. Konsekvensen har blitt at jeg har sammenlignet TeleComputing, ikke bare med norske, men også andre skandinaviske og internasjonale selskaper.

⁴⁹ Knivsflå, K.H. (2016)

⁵⁰ <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/16/1810/IT/62-itmilliarder-er-blitt-borte-fra-oslo-brs>

Som presentert avslutningsvis i kapittel 2, falt valget på EVRY, Tieto og CGI Group. Alle disse selskapene opererer innenfor lignende virksomhetsområder og de opererer i både Norge og Sverige. Ulempen med disse selskapene er at de er svært mye større enn TeleComputing og har dermed flere forretningsområder enn bare IT-outsourcing i Norge/Sverige og IT-tjenester i Sverige. Dette bør nevnes som en svakhet med utredningen, dog jeg mener at de komparative selskapene jeg har valgt likevel representerer bransjen på et relativt godt vis.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I dette kapitlet vil jeg presentere finansregnskapet til TeleComputing for perioden 2011-2014, for å avdekke selskapets økonomiske utvikling de siste årene. Alle tallene er hentet direkte fra selskapets årsrapporter.

Resultatregnskap				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Salgsinntekter tjenester	975 512	1 036 665	1 063 860	1 112 808
Salgsinntekter utstyr	124 078	110 403	139 786	162 085
Sum driftsinntekter	1 099 589	1 147 068	1 203 646	1 274 893
Varekostander	251 440	263 757	280 717	305 319
Lønnskostnader	515 521	540 045	555 296	566 452
Andre driftskostnader	147 228	134 726	150 042	179 979
EBITDA	185 400	208 540	217 591	223 143
Avskrivninger	68 861	92 262	96 377	98 843
EBIT	116 539	116 278	121 214	124 300
Netto finansinntekter	16 447	8 591	395	13 505
Resultat før skatt	100 092	107 687	120 819	110 795
Skattekostnad	27 089	32 088	29 640	27 770
Årsresultat	73 003	75 599	91 179	83 025
Nøkkeltall				
Inntektsvekst		4,32 %	4,93 %	5,92 %
EBITDA-margin	16,86 %	18,18 %	18,08 %	17,50 %
EBIT-margin	10,60 %	10,14 %	10,07 %	9,75 %
Resultatmargin	6,64 %	6,59 %	7,58 %	6,51 %

Tabell 5-1: Resultatregnskap

Balanse				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
EIENDELER				
Goodwill	399 098	399 098	399 098	417 736
Kundekontrakter og merkenavn	126 890	116 990	107 089	100 860
Teknologi	8 936	7 819	6 702	5 585
Software og lisenser	20 126	16 381	15 531	12 515
Utsatt skattefordel	59 303	3 751	9 854	10 692
Varige driftsmidler	125 540	151 369	159 865	159 455
Andre langsiktige eiendeler	0	0	0	124
Sum anleggsmidler	739 893	695 408	698 139	706 967
Kundefordringer	131 691	147 936	164 806	158 070
Andre kortsiktige fordringer	16 211	13 604	14 563	18 790
Betalbar skatt, forskuddsbetalt	5 529	0	0	0
Bankinnskudd, frie	136 007	39 594	106 115	80 278
Bankinnskudd, bundne	14 094	8 349	9 213	9 213
Sum omløpsmidler	303 532	209 483	294 698	266 352
SUM EIENDELER	1 043 425	904 891	992 837	973 319
EGENKAPITAL				
Aksjekapital	41 636	41 636	4 164	4 177
Overkurs	268 690	0	0	9 555
Sum innskutt kapital	310 326	41 636	4 164	13 732
Annen egenkapital	109 587	338 700	205 437	236 481
Sum annen egenkapital	109 587	338 700	205 437	236 481
Sum egenkapital	419 913	380 336	209 601	250 213
Utsatt skatt	45 391	44 333	44 181	39 801
Pensjonsforpliktelse	5 463	333	333	333
Sum avsetning forpliktelser	50 854	44 666	44 514	40 135
Rentebærende gjeld	223 564	169 151	411 468	383 623
Annen langsiktig gjeld	101 130	19 895	15 854	4 036
Sum langsiktig gjeld	324 694	189 046	427 321	387 659
Leverandørgjeld	56 536	61 938	74 749	57 053
Skyldige off. avgifter	58 040	60 833	50 707	56 684
Betalbar skatt	0	26 528	37 455	27 570
Annen kortsiktig gjeld	133 388	141 544	148 489	154 004
Sum kortsiktig gjeld	247 964	290 843	311 400	295 312
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 043 425	904 891	992 837	973 319

Tabell 5-2: Balanse

Endring i egenkapital TeleComputing: 2011-2014

Årlige endringer i egenkapitalen angår majoritetseierne.

Endring i EK	2011	2012	2013	2014
(Beløp i NOK 1,000)				
Egenkapital 1.1	348 751	419 913	380 336	209 601
Kapitalinnskudd	749	-57 631	0	9 568
Betalt utbytte	-1 284	-48 450	-252 218	-52 074
Årets resultat	73 004	75 598	91 180	83 026
Omregningsdifferanse	-1 309	-9 094	-9 696	92
Egenkapital 31.12	419 913	380 336	209 601	250 214

Tabell 5-3: Endring i egenkapital

5.3 Omgruppering for analyse

I dette kapitlet vil jeg omgruppere regnskapet til TeleComputing fra en kreditororientert til en investororientert oppstilling. Hensikten med omgrupperinger er å skreddersy regnskapsoppstillingen for videre regnskapsanalyser.⁵¹ Analysen vil vektlegge ”normalisert verdiskapning” ved at egenkapitalen justeres for eiendeler og gjeldsposter som ikke er relatert til driften. Samtidig vil resultatet omgrupperes slik at jeg kan analysere om inntektene kommer fra finans, drift eller unormale poster.

Omgrupperingen vist i dette kapitlet er også gjort for de komparative virksomhetene på samme måte som for TeleComputing.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet skjer gjennom fire steg.⁵² Først vil jeg identifisere fullstendig nettoresultat (FNR). Deretter vil jeg fordele FNR i drift, finans og skatt. Videre vil jeg identifisere normale og unormale poster i drift, finans og skatt. Helt til slutt fordeles skattekostnaden på de ulike resultatene.

Steg 1 – Fullstendig nettoresultat (FNR)

Fullstendig nettoresultat kan beregnes ved følgende formel:⁵³

$$FNR = \text{Rapportert årsresultat (ÅRE)} + \text{Annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{"Dirty surplus" (DSP)}$$

FNR består av det rapporterte årsresultatet, annet fullstendig resultat og eventuell ”dirty surplus”. DSP kan defineres som inntekter og kostnader ført direkte mot

⁵¹ Knivsflå, K.H. (2016)

⁵² Knivsflå, K.H. (2016)

⁵³ Knivsflå, K.H. (2016)

egenkapitalen. Ettersom IFRS operere med posten AFR skal DSP i utgangspunktet være lik 0. Likevel fører mange selskaper enkelte poster direkte mot egenkapitalen. Eksempler på slike poster kan være omregningsdifferanser, emisjonskostnader og eventuelle justeringer og prinsippendringer.⁵⁴ For TeleComputing eksisterer det ingen AFR, men posten ”omregningsdifferanser” er ført direkte mot egenkapitalen og blir dermed å regne som DSP. Nedenfor følger en oppstilling over TeleComputings fullstendige nettoresultat.

Fullstendig nettoresultat				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Rapportert årsresultat (ÅRE)	73 004	75 598	91 180	83 027
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0
= Rapportert totalresultat	73 004	75 598	91 180	83 027
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	-1 309	-9 094	-9 696	92
+ Finansielt "dirty surplus"	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	71 695	66 504	81 484	83 119

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat

Steg 2 – Fordeling av fullstendig nettoresultat (FNR)

Hensikten med fordeling av FNR er at alle kapitaler i balansen skal få hvert sitt resultat før skatt. For å kunne fordele FNR må det først identifiseres hva som er kildene til selskapets FNR.

Majoriteten av TeleComputings inntekter er driftsinntekter. De har ingen poster forbundet med verken driftstilknyttet virksomhet, avviklet virksomhet og heller ikke AFR. De har derimot noen inntekter/kostnader forbundet med finans, samt driftsbasert DSP som diskutert tidligere. TeleComputings FNR før skatt kan dermed klassifiseres på følgende måte.

⁵⁴ Knivsfå, K.H. (2016)

Drift				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	1 099 589	1 147 068	1 203 646	1 274 893
- Driftskostnader	983 049	1 030 790	1 082 431	1 150 592
= Driftsresultat fra egen virksomhet	116 540	116 278	121 215	124 301
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	-	-	-	-
+ Driftsrelatert AFR	-	-	-	-
+ Driftsrelatert DSP	-1 309	-9 094	-9 696	92
= Fullstendig driftsresultat før skatt	115 231	107 184	111 519	124 393

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt

Finans				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Finansinntekt	3 553	12 144	32 546	14 268
- Finanskostnad	-20 000	-20 735	-32 941	-27 773
+ Resultat fra avviklet virksomhet	-	-	-	-
+ Finansielt AFR	-	-	-	-
+ Finansielt DSP	-	-	-	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	-16 447	-8 591	-395	-13 505

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt

Steg 3 – Normale vs unormale poster

Dette steget dreier seg om å skille mellom hva som er normale, repetitive poster og det som er unormalt. Det er de normale postene som er viktige for fremtidsregnskapet og prediksjon da dette er poster som er forventet å gjenta seg i fremtiden. Unormale poster påvirker kun én, eller noen få perioder, og blir derfor ikke relevante når jeg skal prøve å si noe om fremtiden til TeleComputing.

Ved gjennomgang av regnskapet og notene til TeleComputing finnes det ikke veldig mange unormale poster. Det er likevel noen poster som må tas med i beregningen:

- **Driftsrelatert DSP** anses som en unormal post da jeg ikke finner noen trendmessig utvikling i posten.
- **Unormale finansinntekter/-kostnader** omhandler finansinntekter og kostnader forbundet med agio/disagio. Dette er poster som gjerne er vanskelig å predikere over tid og jeg velger derfor å anse de som unormale.

Unormale poster				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsrelatert DSP	-1 309	-9 094	-9 696	92
Unormal finansinntekt	1 138	8 698	31 402	13 374
Unormal finanskostnad	1 742	-5 897	-21 045	-15 060

Tabell 5-7: Unormale poster

Steg 4 – Fordeling av skattekostnad

Det siste steget i omgrupperingen av resultatregnskapet består av å fordele den rapporterte skattekostnaden. Denne deler seg i utgangspunktet i en normal og en unormal skattekostnad. Den normale skattekostnaden fordeles deretter inn i normal skatt på normalt driftsresultat, unormal skatt på normalt driftsresultat, skatt normalt driftsresultat, skatt på normal finanskostnad, skatt på normal finansinntekt og skatt på unormal finansresultat. Ettersom unormal skatt ikke er spesifisert i regnskapet til TeleComputing, antas denne lik 0 og fokuset vil være på den normale skattekostnaden.

I mine beregninger er 28% skatt benyttet som selskapsskatt(sss) fra 2011-2013 og 27% fra 2014. Dette er satsen som skal brukes på beregning av finansskattekostnad. For finansinntektene har jeg benyttet fss lik 2/3 av sss. Driftsskattesatsen er beregnet etter følgende formel:⁵⁵

$$\text{Driftsskattesats}(dss) = \frac{NSK - FSS_{FI} * FI - FSS_{UFR*FK}}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

NSK = Rapportert skattekostnad

FI = Normale finansinntekter med skattesats FSS_{FI}

UFR = Unormalt finansresultat med skattesats FSS_{UFR}

FK = Normal finanskostnad med normal skattesats FSS_{FK}

DR = Normalt driftsresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

Deretter beregnes den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) som et gjennomsnitt av dss for hele analyseperioden. Nedenfor vises en oppstilling over fordelingen av TeleComputings skattekostnad.

⁵⁵ Knivsfå, K.H. (2016)

Netto finanskostnad				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Finanskostnad - normal	-21 742	-14 838	-11 896	-12 713
- Finanskostnadsskatt	-6 088	-4 155	-3 331	-3 433
= Netto finanskostnad	-15 654	-10 683	-8 565	-9 280

Tabell 5-8: Netto finanskostnad

Netto finansinntekter				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Finansinntekt - normal	2 415	3 446	1 144	894
- Finansinntektsskatt	451	643	214	161
= Netto finansinntekt	1 964	2 803	930	733

Tabell 5-9: Netto finansinntekt

Fordeling av skattekostnad					
(Beløp i NOK 1,000)	Symbol	2011	2012	2013	2014
Normal driftsskattekostnad	DSK = ndss *DR	25 094	25 038	26 101	26 765
+ Skatt på finansinntekt	sss*(2/3)*FI	451	643	214	161
- Skatt på finanskostnad	sss*FK	6 088	4 155	3 331	3 433
+ Skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	-233	-2 315	-2 269	18
+ Unormal skatt på normal drift	(dss-ndss)*DR	-4 311	4 568	2 264	-2 607
+ Skatt på unormalt finansresultat	sss*(2/3)*(UFI-UFK)	0	0	0	0
+ Unormal skatt	USK	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	SK = NSK + USK	27 089	32 088	29 640	27 770

Tabell 5-10: Fordeling av skattekostnad

5.3.2 Omgruppering av balansen

Som nevnt tidligere er balanseoppstillingen etter IFRS mer kreditor- enn investororientert. Målet med omgrupperingen er å fokusere på TeleComputings verdiskapende aktiviteter. Den rapporterte grupperingen vil derfor bli omgruppert til driftsrelaterede eiendeler, finansielle eiendeler, driftsrelatert gjeld, finansiell gjeld og egenkapital. Omgruppering av balansen skjer gjennom fire steg:⁵⁶

Steg 1 – Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

Etter IFRS er allerede foreslått utbytte klassifisert som egenkapital ettersom IFRS-rapportering innebærer at man ikke avsetter for foreslått utbytte. Det har derfor ikke vært nødvendig å omgruppere utbyttet til TeleComputing.

⁵⁶ Knivsflå, K.H. (2016)

Steg 2 – Drift kontra finansiering

Totalbalansen omgrupperes fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse ved at det gjøres et klart skille mellom drift og finansiering. Følgelig blir eiendelene delt inn i driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. Med driftsrelaterte eiendeler menes eiendeler som inngår i driftssyklusen eller som representerer infrastruktur. Finansielle eiendeler er pengeplasseringer og andre driftsfremmende eiendeler i forhold til driftssyklusen. På samme måte som eiendelene deles opp, deler jeg også gjelden inn i driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er lån som har blitt tatt opp som en del av driftssyklusen som det ikke betales renter på. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld som er tatt opp som lån hos banker eller i finansmarkedet for finansiering av virksomheten.

Steg 3 – Fra total til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt og dermed sysselsatt av eierne og av finansielle långivere.⁵⁷ Videre deles netto driftseiendeler inn i netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital.

Sysselsatt kapital = egenkapital + minoritetsinteresser + finansiell gjeld

Sysselsatte eiendeler = netto driftseiendeler + finansielle eiendeler

Netto anleggsmidler = driftsrelaterte anleggsmidler – langsiktig driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert arbeidskapital = Driftsrelaterte omløpsmidler – kortsiktig driftsrelatert gjeld

NAM og DAK				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	739 893	695 408	698 139	706 967
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	151 984	64 561	60 368	44 170
= Netto driftsrelaterte anleggsmidler	587 909	630 847	637 771	662 797
Driftsrelaterte omløpsmidler	167 525	169 889	188 582	186 073
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	247 964	290 843	311 400	295 311
= Driftsrelatert arbeidskapital	-80 439	-120 954	-122 818	-109 238

Tabell 5-11: Netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital

⁵⁷ Knivsflå, K.H. (2016)

Sysselsatt kapital				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	587 909	630 847	637 771	662 797
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-80 439	-120 954	-122 818	-109 238
= Netto driftseiendeler	507 470	509 893	514 953	553 559
+ Finansielle eiendeler	136 007	39 594	106 115	80 278
= Sysselsatte eiendeler	643 477	549 487	621 068	633 837
Egenkapital majoritet	419 913	380 336	209 601	250 213
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	223 564	169 151	411 468	383 623
= Sysselsatt kapital	643 477	549 487	621 069	633 836

Tabell 5-12: Sysselsatt kapital

Steg 4 – Fra sysselsatt til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i drift og ikke i finansielle eiendeler.⁵⁸ Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som virksomheten har utover de som trengs for å drive selskapet. Det innebærer at finansielle eiendeler er ”likvider” som kan benyttes til å raskt betale ned på den finansielle gjelden. Det er derfor naturlig å analysere netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Finansiell gjeld	223 564	169 151	411 468	383 623
- Finansielle eiendeler	136 007	39 594	106 115	80 278
= Netto finansiell gjeld	87 557	129 557	305 353	303 345

Tabell 5-13: Netto finansiell gjeld

Netto driftskapital = egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld

Netto driftskapital				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	587 909	630 847	637 771	662 797
+ Driftsrelatert arbeidskapital	-80 439	-120 954	-122 818	-109 238
= Netto driftseiendeler	507 470	509 893	514 953	553 559
Egenkapital majoritet	419 913	380 336	209 601	250 213
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0
+ Netto finansiell gjeld	87 557	129 557	305 353	303 345
= Netto driftskapital	507 470	509 893	514 954	553 558

Tabell 5-14: Netto driftskapital

⁵⁸ Knivsfå, K.H. (2016)

5.3.3 Endelig omgruppering av resultatregnskap og balanse

Omgruppert resultatregnskap				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	1 099 589	1 147 068	1 203 646	1 274 893
Driftskostnader	983 049	1 030 790	1 082 431	1 150 592
Driftsresultat fra egen virksomhet	116 540	116 278	121 215	124 301
Driftsrelatert skattekostnad	25 094	25 038	26 101	26 765
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	91 446	91 240	95 114	97 536
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	0	0	0	0
Netto driftsresultat	91 446	91 240	95 114	97 536
Netto finansinntekt	1 964	2 803	930	733
Nettoresultat til sysselsatt kapital	93 410	94 043	96 045	98 269
Netto finanskostnad	-15 654	-10 683	-8 565	-9 280
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0
Nettoresultat til egenkapital	77 756	83 360	87 479	88 988
Unormalt netto driftsresultat	-1 309	-9 094	-9 696	92
Unormalt netto finansresultat	2 880	2 801	10 357	-1 686
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	79 327	77 067	88 140	87 394
Netto betalt utbytte	-1 284	-48 450	-252 218	-52 074
Endring i egenkapital majoritet	78 043	28 617	-164 078	35 320

Tabell 5-15: Omgruppert resultatregnskap

Omgruppert balanse				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	739 893	695 408	698 139	706 967
Driftsrelaterte omløpsmidler	167 525	169 889	188 582	186 073
Driftsrelaterte eiendeler	907 418	865 297	886 721	893 040
Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0
Finansielle omløpsmidler	136 007	39 594	106 115	80 278
Finansielle eiendeler	136 007	39 594	106 115	80 278
Sum eiendeler	1 043 425	904 891	992 836	973 318
Egenkapital majoritet	419 913	380 336	209 601	250 213
Minoritetsinteresser	0	0	0	0
Egenkapital konsernet	419 913	380 336	209 601	250 213
Langsiktig driftsrelatert gjeld	151 984	64 561	60 368	44 170
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	247 964	290 843	311 400	295 311
Driftsrelatert gjeld	399 948	355 404	371 768	339 481
Langsiktig finansiell gjeld	223 564	169 151	411 468	383 623
Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0
Finansiell gjeld	223 564	169 151	411 468	383 623
Egenkapital og gjeld	1 043 425	904 891	992 837	973 317

Tabell 5-16: Omgruppert balanse

Omgruppert kontantstrøm			
(Beløp i NOK 1,000)	2012	2013	2014
Netto driftsresultat	91 446	91 240	95 114
+ Unormalt netto driftsresultat	-1 309	-9 094	-9 696
- Endring i netto driftseiendeler	2 423	5 060	38 606
= Fri kontantstrøm fra drift	87 714	77 086	46 812
+ Netto finansinntekter	1 964	2 803	930
+ Unormale netto finansinntekter	8 698	31 402	13 374
- Endring i finansielle eiendeler	-96 413	66 521	-25 837
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	194 789	44 770	86 954
- Netto finanskostnader	15 654	10 683	8 565
- Unormale netto finanskostnader	-5 897	-21 045	-15 060
+ Endring i finansiell gjeld	-54 413	242 317	-27 845
- Netto minoritetsresultat	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	118 825	255 359	35 483
- Netto betalt utbytte	-48450	-252218	-52074
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0
= Kontantstrøm til finansiell investering	70 375	3 141	-16 591

Tabell 5-17: Omgruppert kontantstrøm

5.4 Analyse og justering av målefeil

Justering av målefeil innebærer å endre på rapporterte regnskapstall slik at de bedre reflekterer underliggende, økonomiske forhold i virksomheten.⁵⁹ Justeringer av målefeil gjøres derfor med en antagelse om at selskapets regnskap etter justeringene vil reflektere fundamentalverdien mer nøyaktig. Utfordringen med målefeil er at manglende regnskapsinformasjon kan føre til mer støy i regnskapet. Man må med andre ord være svært overbevist om at regnskapsinformasjonen ikke gir et riktig bilde av selskapets underliggende, økonomiske forhold. Det skilles mellom tre ulike former av målefeil:⁶⁰

- Målefeil type 1: Fremkommer når egenkapitalrentabiliteten med god måling er høyere enn egenkapitalkravet. Dette er derfor et uttrykk for strategisk fordel.
- Målefeil type 2: Fremkommer når regnskapsstandarden eller regnskapsprinsippene tillater eller krever feil måling ift. hva de underliggende, økonomiske forholdene skulle tilsi.

⁵⁹ Knivsflå, K.H. (2016)

⁶⁰ Knivsflå, K.H. (2016)

- Målefeil type 3: Fremkommer ved at virksomheten rapporterer noe annet enn det de skal etter regnskapsprinsippene (regnskapsjuks).

Regnskapet til TeleComputing har gjennomgått streng revisjon, så det er ingen grunn til å tro at det eksisterer noen form for målefeil av type 3. Grunnet manglende informasjon og lite detaljerte noter har jeg valgt å ikke justere for målefeil i regnskapet til TeleComputing. Dette ville antageligvis ført til mer støy enn vinning, og vil dermed ikke tilføye noe verdi til verdsettelsen. Det endelige omgrupperte regnskapet blir derfor stående som presentert tidligere i kapitlet.

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

De neste kapitlene i verdsettelsen vil dreie seg om forholdstallsanalyse. Disse vil ta utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet vist ovenfor. Jeg vil skille mellom en risikoanalyse i kapittel 6, samt en lønnsomhetsanalyse i kapittel 8. Analysen av risiko vil avslutte med en syntetisk rating som blir benyttet til prising av kredittrisiko og dermed ha betydning for lånebetingelsene til TeleComputing. I kapittel 8 vil jeg undersøke om TeleComputing klarer å generere avkastning på investert kapital over kravet. Disse forholdstallsanalysene vil gi god innsikt og ha stor betydning når jeg senere skal utarbeide fremtidsregnskapet. I analysene vil jeg vise den historiske utviklingen av ulike forholdstall, samt sammenligne de med tilsvarende tall for bransjen.

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet vil jeg foreta en analyse av TeleComputings risiko. Dette gjøres ved at jeg vurderer selskapets kortsiktige risiko i form av en likviditetsanalyse, og deretter selskapets langsiktige risiko i form av en soliditetsanalyse. Resultatene herfra vil deretter bli presentert og et anslag på selskapets syntetiske rating vil bli gitt.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Formålet med likviditetsanalyser er å vurdere om en virksomhet har nok likvide midler til å betjene sine løpende kortsiktige gjeldsforpliktelser.⁶¹ Likviditetsrisiko er derfor risikoen for at en virksomhet på kort sikt ikke klarer å betale sine krav etter hvert som de forfaller. Lavere likviditet fører til høyere kredittrisiko. I likviditetsanalysen for TeleComputing vil jeg beregne forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad. Deretter vil jeg estimere selskapets frie kontantstrøm fra drift før forholdstallene vil bli brukt til å fastsette en syntetisk rating for selskapet.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall som sier noe om selskapets evne til å betjene kortsiktig gjeld med likvide midler (omløpsmidler).⁶² Med kortsiktig gjeld så menes typisk gjeld som forfaller innen ett år etter låneopptaket.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	1,22	0,72	0,95	0,90	0,92
Bransjen	1,29	1,25	1,24	1,21	1,24

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1

Tabellen viser utviklingen i likviditetsgrad 1 for TeleComputing og bransjen samt et vektet snitt for TeleComputing. Av tabellen ser vi at TeleComputings har hatt en kraftig reduksjon i likviditetsgrad 1 fra 2011 til 2012, for deretter å få en moderat

⁶¹ Knivsflå, K.H. (2016)

⁶² Knivsflå, K.H. (2016)

økning til 2013 hvor den flater seg ut mot det vektete snittet. Vi ser også at den ligger under bransjens likviditetsgrad 1 for hele perioden. Dette skyldes svært lave finansielle omløpsmidler dette året, samt en økning i netto betalt utbytte fra året før. Den tradisjonelle tommelfingerregelen sier at likviditetsgrad 1 bør ligge over 2, mens medianen på Oslo Børs ligger på omtrent 1,5. TeleComputings lave likviditetsgrad 1 kan dermed sees på som et faresignal.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 forteller oss noe om selskapets evne til å betjene dets kortsiktige gjeld ved bruk av finansielle likvider.⁶³ Forholdstallet kan dermed beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 2	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	0,55	0,14	0,34	0,27	0,30
Bransjen	0,26	0,23	0,24	0,25	0,24

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2

Tabellen over viser utviklingen i likviditetsgrad 2 for TeleComputing og bransjen samt et vektet snitt for TeleComputing. Igjen ser vi en signifikant reduksjon fra 2011 til 2012, før den øker og flater ut mot det vektete snittet. Den tradisjonelle tommelfingerregelen sier at likviditetsgrad 2 bør ligge over 1. Forholdstallet ligger her et godt stykke under 1, men vi ser samtidig at den ligger over bransjesnittet for nesten samtlige perioder.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er et forholdstall som beskriver forholdet mellom et selskaps finansielle eiendeler og dets finansielle gjeld.⁶⁴ Dersom et selskap har en finansiell gjeldsdekningsgrad på over 1, betyr det at det kan dekke hele sin finansielle gjeld med finansielle eiendeler og er dermed et uttrykk for tilfredsstillende likviditet.

⁶³ Knivsflå, K.H. (2016)

⁶⁴ Knivsflå, K.H. (2016)

Jo høyere finansielle eiendeler et selskap har i forhold til finansiell gjeld, desto lavere er faren for en likviditetskrise.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Finansiell gjeldsdekning	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	0,61	0,23	0,26	0,21	0,29
Bransjen	0,39	0,38	0,41	0,46	0,42

Tabell 6-3: Finansiell gjeldsdekning

Fra tabellen ser vi at bransjen har en generelt lav gjeldsdekningsgrad. Vi ser at TeleComputings gjeldsdekningsgrad falt svært mye i 2012 og deretter holdt seg på et generelt lavt nivå. Dette skyldes den drastiske reduksjonen i finansielle eiendeler i 2012, samtidig som selskapet tok opp svært mye gjeld. Gjennomsnittlig gjeldsdekning på Oslo Børs har de siste årene ligget på rundt 0,5.⁶⁵ Vi ser at TeleComputing ligger på omtrent halvparten av bransjesnittet, noe som kan tyde på et potensielt faresignal. Et lavt forholdstall trenger nødvendigvis ikke bety at det forekommer likviditetsproblemer i selskapet, da det er nærliggende å anta at TeleComputing selv justerer gjeldsdekningsgraden sin etter rådende forhold.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Et selskaps rentedekningsgrad analyserer selskapets evne til å dekke sine netto finanskostnader gjennom nettoresultatet selskapet har til fordeling. En utfordring med dette forholdstallet er at det kun tar hensyn til rentekostnadene på lån, men ikke avdragene.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Rentedekningsgrad (rdg)	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	5,97	8,80	11,21	10,59	9,64
Bransjen	3,22	2,96	5,37	6,83	4,88

Tabell 6-4: Rentedekningsgrad

⁶⁵ Knivsflå, K.H. (2016)

Fra tabellen ser vi en kraftig økning i både TeleComputing og bransjens rentedekningsgrad. Vi ser også at TeleComputing har nesten dobbelt så høy rentedekningsgrad som bransjen gjennom hele perioden. Dette skyldes at selskapet har hatt en stabil vekst i netto driftsresultat samtidig som netto finanskostnadene har falt.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Hensikten med analyser av langsiktig risiko er å kartlegge om virksomheten har store nok økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap.⁶⁶ Soliditetsrisiko kan dermed defineres som risikoen for at selskapets finansiering ikke klarer å stå imot lengre perioder med tap. I denne analysen vil jeg vurdere selskapets egenkapitalprosent, samt netto driftsrentabilitet. Deretter vil jeg sette opp en finansieringsmatrise som illustrerer kapitalstrukturen til både TeleComputing og bransjen.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Ettersom tap blir ført mot egenkapitalen vil långiverne være skjermet ved en høy egenkapitalprosent. Høy egenkapitalprosent indikerer dermed at selskapet har evne til å tale lengre perioder med tap. Ettersom TeleComputing ikke har noen minoritetsinteresser vil ikke dette være relevant i denne analysen, og egenkapitalprosenten beregnes ved:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalprosent	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	0,40	0,42	0,21	0,26	0,31
Bransjen	0,43	0,44	0,43	0,41	0,43

Tabell 6-5: Egenkapitalprosent

Av tabellen ser vi at egenkapitalprosenten til TeleComputing lå omtrent rundt bransjesnittet frem til 2013 hvor det synker med halvparten. Årsaken til dette er trolig at det ble utbetalt et usedvanlig høyt utbytte det året. I 2014 ser vi tendenser til økning igjen, men forholdstallet ligger fortsatt et stykke under bransjen. Jeg velger å ikke

⁶⁶ Knivsflå, K.H. (2016)

tolke dette som et faresignal da fallet trolig skyldes betaling av utbytte og ettersom vi allerede året etter ser gode tendenser til økning.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Mens egenkapitalprosenten vurderer selskapets evne til å tåle tap, er netto driftsrentabilitet et mål på selskapets lønnsomhet og vurderer dermed behovet for egenkapitalbufferen beskrevet over. Rentabilitet beskriver avkastningen på investert kapital og fungerer som et godt forholdstall for å vurdere lønnsomheten over tid. Jeg velger å bruke normalisert netto driftsrentabilitet da jeg mener det vil være mer relevant for fremskrivningen av regnskapet som vil forekomme senere i kapittel 9.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{TB} + \frac{\Delta \text{Netto driftseiendeler}_{TB} - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Netto driftsrentabilitet	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing		19,7 %	20,5 %	20,1 %	20,1 %
Bransjen		6,0 %	9,5 %	9,6 %	8,5 %

Tabell 6-6: Netto driftsrentabilitet

Av tabellen ser vi at netto driftsrentabiliteten er gjennomgående mye høyere for TeleComputing enn bransjen. Vi ser at den holder seg stabilt på rundt 20% noe som anses som svært tilfredsstillende både i sammenligning med komparative virksomheter og i absolutt målestokk. Stabiliteten i forholdstallet indikerer at TeleComputing generelt driver virksomheten svært mye bedre enn sine konkurrenter. Dette antas å kunne sees i sammenheng med TeleComputings interne ressursfordeler beskrevet i kapittel 4.

6.2.3 Finansieringsmatrise

Finansieringsmatrisen blir brukt for å vise hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt. Oppstillingen er satt opp slik at finansieringskildene rangeres horisontalt fra venstre mot høyre etter risiko på kapitalen. Vertikalt finner vi anleggsmidlene fordelt på drift og finans øverst, og deretter kommer omløpsmidlene fordelt på drift og finans. Matrisene under illustrerer finansieringsmatriser for TeleComputing og bransjen i 2014.

TeleComputing	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	35 %	0 %	6 %	54 %	4 %	0 %	73 %
FAM	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
DOM	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %	0 %	19 %
FOM	0 %	0 %	0 %	0 %	100 %	0 %	8 %
TK	26 %	0 %	5 %	39 %	30 %	0 %	100 %

Tabell 6-7: Finansieringsmatrise for TeleComputing

Bransje	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totale eiendeler
DAM	72 %	0 %	8 %	20 %	0 %	0 %	57 %
FAM	0 %	0 %	0 %	100 %	0 %	0 %	1 %
DOM	0 %	0 %	0 %	22 %	78 %	0 %	33 %
FOM	0 %	0 %	0 %	0 %	87 %	13 %	8 %
TK	41 %	0 %	5 %	20 %	33 %	1 %	100 %

Tabell 6-8: Finansieringsmatrise for bransjen

Av matrisen ser vi at 35% av de driftsrelaterte anleggsmidlene (DAM) til TeleComputing har blitt finansiert med egenkapital. 6% dekkes av langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG), 54% av langsiktig finansiell gjeld (LFG) og 4% av kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG). Videre ser vi at resten av TeleComputings finansieringsbehov (driftsrelaterte omløpsmidler [DOM] og finansielle omløpsmidler [FOM]) er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG).

For bransjen ser finansieringsmatrisen noe annerledes ut der 72% av DAM er finansiert av egenkapital, 8% av LDG og 20% av LFG. 100% av de finansielle anleggsmidlene (FAM) er finansiert av LFG. Når det gjelder DOM er 22% finansiert av LFG og 78% av KDG. Til slutt ser vi at 87% av FOM er finansiert av KDG og de resterende 13% av KFG. TeleComputing har som tidligere diskutert en vesentlige lavere egenkapitalandel enn hva som gjelder resten av bransjen. I motsetning til bransjen så ser vi at TeleComputing finansierer 100% av sine omløpsmidler med kortsiktig gjeld, noe som kan tyde på at TeleComputing har en noe dårligere finansiering og finansiell posisjon enn hva angår resten av bransjen. Samtidig er det viktig å merke seg at TeleComputing har betalt store mengder med utbytte de siste årene. Dette har ført til en stor reduksjon i egenkapitalen som igjen har ført til at større deler av finansiering har måttet skje via kortsiktig og langsiktig gjeld.

6.3 Oppsummering syntetisk rating

I dette avsnittet vil jeg oppsummere den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen ved et anslag på TeleComputings syntetiske rating. Forholdstallene som vurderes direkte i analysen er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. De øvrige forholdstallene som har blitt beregnet i kapitlet vil spille en rolle når jeg fastsetter den endelige syntetiske ratingen for TeleComputing. Dette betyr at de fire første forholdstallene vil utgjøre et estimat på den syntetiske ratingen, men den vil kunne være utsatt for justeringer på basis av de øvrige risikofaktorene som har blitt beskrevet. Den endelige syntetiske ratingen vil senere få betydning når jeg skal fastsette TeleComputings kredittrisikopremie som vil bli brukt til å beregne selskapets finansielle gjeldskrav. Ratingen uttrykkes i form av en bokstavkarakter som er beregnet ut fra ratingselskapet Standard & Poor (S&P).⁶⁷ Tabellen under viser hvilke verdier som tilsvarer hvilken rating fra S&P.

Rating	lg1	rdg	ekp	ndr
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35
	8,9	11,6	0,895	0,308
AA	6,2	6,3	0,85	0,266
	4,6	4,825	0,755	0,216
A	3	3,35	0,66	0,166
	2,35	2,755	0,55	0,131
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096
	1,45	1,69	0,38	0,082
BB	1,2	1,22	0,32	0,068
	1,05	1,06	0,27	0,054
B	0,9	0,9	0,22	0,04
	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012
	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016
	0,45	-1,17	0,03	-0,03
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044
	0,35	-1,995	-0,1	-0,058
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072

Tabell 6-9: Syntetisk rating – oversikt fra S&P

⁶⁷ Knivsflå, K.H. (2016)

Basert på denne fordelingen vil jeg nå vurdere den syntetiske ratingen til både TeleComputing og bransjen. Hvert forholdstall vil bli tildelt en individuell rating for hvert år, før en samlet vurdering for forholdstallet vil bli gitt på basis av et vektet snitt. Vektene angitt de ulike årene tilsvarer det samme som resten av kapittelet.

TeleComputing	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,22	0,72	0,95	0,90	0,92
Rentedekningsgrad	5,97	8,80	11,21	10,59	9,64
Egenkapitalprosent	0,40	0,42	0,21	0,26	0,31
Netto driftsrentabilitet (i %)		0,20	0,20	0,20	0,20
Likvidtetsgrad 1	BB+	CCC+	B+	B	B
Rentedekningsgrad	AA-	AA+	AA+	AA+	AA+
Egenkapitalprosent	BBB-	BBB-	B-	B+	BB
Netto driftsrentabilitet		A+	AA-	A+	A+
Samlet vurdering	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB

Tabell 6-10: Syntetisk rating for TeleComputing

Bransjen	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	1,29	1,25	1,24	1,21	1,24
Rentedekningsgrad	3,22	2,96	5,37	6,83	4,88
Egenkapitalprosent	0,43	0,44	0,43	0,41	0,43
Netto driftsrentabilitet (i %)		0,06	0,09	0,10	0,08
Likvidtetsgrad 1	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Rentedekningsgrad	A-	A-	AA-	AA+	A+
Egenkapitalprosent	BBB-	BBB	BBB-	BBB-	BBB-
Netto driftsrentabilitet		B+	BBB	BBB	BB+
Samlet vurdering	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB

Tabell 6-11: Syntetisk rating for bransjen

Av tabellene ser vi at samlede risikovurderingen til TeleComputing ligger på BBB. Lav likviditet gjør at TeleComputing scorer relativt lavt på noen av måltallene, mens de scorer svært høyt på både rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet. Man kan argumentere for at den lave likviditetsgraden kan utgjøre et faresignal, men ettersom dette kommer som en følge av svært høye utbyttebetalinger mener jeg dette ikke er tilfellet for TeleComputing. Totalt sett mener jeg BBB er en rimelig vurdering for selskapet. Det stemmer også godt overens med risikovurderingen til bransjen.

7 Historiske avkastningskrav

I dette kapitlet vil jeg beregne historiske avkastningskrav for TeleComputing. Dette innebærer krav til finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld, egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Disse kravene vil senere brukes til måling av historisk lønnsomhet, superrentabilitet og strategisk fordel.

7.1 Teori om avkastningskrav

Modellen som vil bli brukt til å beregne netto driftskrav er et vektet kapitalavkastningskrav (WACC). Netto driftskravet består av et vektet snitt av egenkapitalkravet, minoritetskravet og netto finansielt gjeldskrav. Vektingen i denne modellen vil skje på grunnlag av historiske balanseførte verdier. WACC-modellen er presentert under:

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

ndk = netto driftskrav

ekk = egenkapitalkrav

EK = egenkapital

NDK = netto driftskapital

mik = minoritetskrav

MI = minoritetsinteresser

nfgk = netto finansielt gjeldskrav

NFG = netto finansiell gjeld

7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

For å beregne egenkapitalkravet vil jeg benytte meg av kapitalverdimodellen (CAPM). Denne forutsetter at egenkapitalinvestorene er veldiversifiserte noe som tilsier det kun er den systematiske risikoen, eller markedsrisikoen, som er relevant. CAPM-modellen er følgelig presentert under:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_e = egenkapitalkrav

R_f = risikofri rente

β = selskapets egenkapitalbeta, systematisk risiko

$R_m - R_f$ = forventet meravkastning ved å investere på børsen, markedets risikopremie

Som nevnt tidligere forutsetter modellen at investorer er risikoaverse og veldiversifiserte. Andre sentrale forutsetninger er fravær av transaksjonskostnader og skatt, antagelse om perfekt kapitalmarked og at alle aktører i markedet har den samme informasjonen. Disse forutsetningen muliggjør at investorer kan holde perfekt diversifiserte porteføljer uten ekstra kostnader slik at vi får diversifisert vekk den selskapsspesifikke risikoen.⁶⁸

TeleComputing har som vist tidligere i oppgaven ingen minoritetsinteresser, noe som tilsier at dette leddet i netto driftskravet ikke blir relevant og settes lik null.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en ”hypotetisk avkastning på investeringer som ikke har konkurs- eller misligholdrisiko”.⁶⁹ Dette vil være grunnlaget for beregningen av avkastningskravet. Den risikofrie renten symboliserer den risikofrie alternativkostnaden til investoren. Ved normale omstendigheter vil ikke en rasjonell investor være villig til å akseptere en avkastning lavere enn den risikofrie renten, da dette er avkastningen han kunne oppnådd ved å investere uten risiko.

I denne verdsettelsen har jeg valgt å benytte meg av renten på 10 års norske statsobligasjoner som utgangspunkt i beregningen av den risikofrie renten. Denne renten har også en innbakt risikopremie. Ettersom verdsettelsen min er langsiktig mener jeg et langsiktig rentepapir vil være mest relevant for verdsettelsen. Lange rentepapirer vil også normalt være mindre utsatt for svingninger i markedet noe som vil føre til et mer stabilt avkastningskrav. Min beregning av risikofri rente vises i tabellen under.

⁶⁸ Damodaran, A. (2012)

⁶⁹ Kaldestad og Møller (2011)

Risikofri rente	2011	2012	2013	2014
Rente på 10 års norske statsobligasjoner	3,1 %	2,1 %	2,6 %	2,6 %
- Skatt	0,9 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %
= Risikofri rente etter skatt	2,2 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedspremien utgjør meravkastningen investorer forventer å oppnå utover risikofri rente som veldiversifiserte investorer krever for å påta seg systematisk risiko.⁷⁰ Risikopremien beregnes vanligvis på grunnlag av historisk realisert meravkastning i aksjemarkedet, men den kan være vanskelig å estimere da den typisk vil variere over tid. Professor Thore Johnsen ved NHH har beregnet en nominell risikopremie på Oslo Børs på 5% for perioden 1900-2005.⁷¹ Ettersom markedspremien varierer over tid vil det være mer fruktbart å bruke en løpende risikopremie. Markedspremien som vil bli brukt i denne verdsettelsen er basert på et estimat av professor Kjell Henry Knivsflå. Estimaten er presentert i følgende tabell:

Markedets risikopremie	2011	2012	2013	2014
Markedspremie etter skatt (MRP)	4,8 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %

Tabell 7-2: Markedspremie etter skatt

So tabellen viser ligger markedspremien på rundt 5%. Dette stemmer godt overens med både Johnsens estimater, samt estimater fra andre analytikere.

7.2.3 Beta

Et selskaps egenkapitalbeta måler systematisk risiko knyttet til å investere egenkapital i selskapet. Betaen måler samvariasjonen mellom bevegelsene til verdipapiret og markedet. Gjennomsnittlig betaverdi er 1, noe som betyr at selskapet typisk beveger seg i takt med markedet. En høyere beta betyr at egenkapitalen svinger mer enn markedet, mens motsatt effekt oppstår med en betaverdi lavere enn 1. Ettersom TeleComputing ikke er børsnotert har jeg estimert selskapets betaverdi ved bruk av børskopiering. Børskopiering vil si at man benytter betaverdiene til de komparative selskapene og justerer for TeleComputings kapitalstruktur.⁷² På denne måten får jeg et

⁷⁰ Damodaran, A. (2012)

⁷¹ Knivsflå, K.H. (2016)

⁷² Knivsflå, K. H. (2016)

rimelig estimat på TeleComputings egenkapitalbeta. Sammenhengen mellom egenkapitalbeta og eiendelsbeta er vist ved funksjonen:

$$\beta_{eiendel} = \beta_{egenkapital} * \frac{Egenkapital}{Egenkapital + gjeld}$$

Forutsetter at $\beta_{gjeld} = 0$.

Beregningen av selskapets egenkapitalbeta er vedlagt i appendix tabell 14-4 og 14-5. Som tabellen viser faller egenkapitalandelen svært mye fra 2012 til 2013. Dette kommer som følge av meget høye utbyttebetalinger. Det er rimelig å anta at utbyttebetalingene vil føre til en høyere eiendelsbeta ettersom den gjenstående balansen i snitt vil bestå av mer risikable aktiva. Grunnet mangel på informasjon har jeg valgt å holde eiendelsbetaen konstant over perioden. Dette kan ses på som en svakhet ved modellen, men vil ikke påvirke fremtidsregnskapet.

7.2.4 Likviditetspremie

Det argumenteres ofte for at avkastningskravet til små selskaper som er lite omsatt på Oslo Børs burde inkludere en likviditetspremie. Ettersom jeg i denne verdsettelsen har benyttet børskopiering for å finne egenkapitalbetaen vil jeg få et avkastningskrav som burde reflektere avkastningskravet relativt godt. Jeg har også vært rimelig konservativ i fremtidsantagelsene mine, som vil bli diskutert i kapittel 9. Jeg velger derfor å ikke inkludere en likviditetspremie i beregningen av TeleComputings avkastningskrav, da jeg mener dette vil føre til et verdiestimert på egenkapitalen som er lavere enn den reelle verdien.

7.2.5 Krav til egenkapitalen

Tabellen under viser egenkapitalkravet for perioden 2011-2014. Kravene stemmer godt overens med den tidligere analysen. En svært lav risikofri rente gjør at kravene holder seg relativt lave i 2011 og 2012. I 2013 stiger kravet drastisk opp til 20,3% før det faller noe i 2014%. Årsaken til dette er at selskapet for disse årene hadde en veldig høy egenkapitalbeta. Dette kommer som følge av at selskapet betalte svært store summer i ekstraordinært utbytte noe som igjen førte til meget lav likviditet disse årene. Ved børskopiering tilpasses bransjebetaen mot selskapets kapitalstruktur, og

betaverdien blir dermed svært høy når likviditeten til selskapet er veldig lav. Disse verdiene representerer ikke normalsituasjonen til selskapet svært godt, noe som vil bli vist når jeg i kapittel 10 skal fremskrive egenkapitalkravet.

Egenkapitalkrav	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente	2,2 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %
Markedspremie	4,8 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %
Beta	1,97	1,89	3,76	3,09
Egenkapitalkrav	11,7 %	10,8 %	20,3 %	17,3 %

Tabell 7-3: Egenkapitalkrav

7.3 Krav til finansielle eiendeler og finansiell gjeld

I dette avsnittet vil jeg beregne avkastningskravene for henholdsvis finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Netto finansielt gjeldskrav beregnes som en vektet differanse mellom det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet.⁷³

Sammenhengen mellom kravene er gitt ved følgende funksjon:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

nfgk = Netto finansielt gjeldskrav

fgk = finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

fek = finansielt eiendelskrav

FE = finansielle eiendeler

NFG = netto finansiell gjeld

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet beregnes ved hjelp av risikofri rente etter skatt, samt en kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen beskrevet i kapittel 6.

$$\text{Finansielt gjeldskrav etter skatt} = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

⁷³ Knivsflå, K.H. (2016)

Det finansielle gjeldskravet illustrerer selskapets kostnad ved å låne i kredittmarkedet. Ettersom jeg benyttet meg av rente på 10 års norske statsobligasjoner som risikofri rente vil jeg fortsette å bruke denne konsekvent gjennom hele verdsettelsen. Beregnet finansielt gjeldskrav er presentert i følgende tabell:

Finansielt gjeldskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Syntetisk rating	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Risikofri rente etter skatt	2,2 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
+ Kredittrisikopremie	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
= Finansielt gjeldskrav	3,6 %	2,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %

Tabell 7-4: Finansielt gjeldskrav

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

De finansielle eiendelene består av kontanter og bankinnskudd, finansielle fordringer og investeringer. Det totale avkastningskravet for de finansielle eiendelene består av et krav for hver av disse gruppene, som deretter blir vektet mot hvor stor andel av de finansielle eiendelene hver av disse gruppene utgjør. Det finansielle eiendelskravet er presentert i følgende tabell:

Finansielt eiendelskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Kontantkrav	2,2 %	1,5 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Kontantvekt	0,45	0,19	0,36	0,30	0,32
Fordringskrav	3,2 %	2,5 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Fordringsvekt	0,51	0,77	0,61	0,66	0,64
Investeringskrav	7,0 %	6,4 %	6,8 %	6,9 %	6,8 %
Investeringsvekt	0,05	0,04	0,03	0,03	0,04
Finansielt eiendelskrav	3,0 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,7 %

Tabell 7-5: Finansielt eiendelskrav

7.4 Netto driftskrav

Som nevnt innledningsvis i kapittelet vil kravet til netto driftskapital fremkomme som det vektete avkastningskravet (WACC). Netto driftskrav består av de ulike kravene beregnet tidligere i kapittelet som vektet opp mot postens andel av netto driftskapital. Før den endelige oppstillingen vil jeg beregne kravet til netto finansiell gjeld på bakgrunn av kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Krav til netto finansiell gjeld	2011	2012	2013	2014	Snitt
Krav til finansiell gjeld	3,6 %	2,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	2,55	1,31	1,35	1,26	1,62
- Krav til finansielle eiendeler	3,0 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,7 %
* Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	1,55	0,31	0,35	0,26	0,62
= Krav til netto finansiell gjeld	4,7 %	3,0 %	3,5 %	3,4 %	3,7 %

Tabell 7-6: Krav til netto finansiell gjeld

Som nevnt tidligere i oppgaven eksisterer det ingen minoritetsinteresser for TeleComputing. Dette kravet settes dermed lik 0 og netto driftskrav beregnes i følgende tabell:

Netto driftskrav	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	11,7 %	10,8 %	20,3 %	17,3 %	15,0 %
* EK/NDK	0,83	0,75	0,41	0,45	0,61
+ Minoritetskrav	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
* MI/NDK	0	0	0	0	0
+ Finansielt gjeldskrav	3,6 %	2,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
* FG/NDK	0,44	0,33	0,80	0,69	0,57
- Finansielt eiendelskrav	3,0 %	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,7 %
* FE/NDK	0,27	0,08	0,21	0,15	0,17
= Netto driftskrav	10,5 %	8,8 %	10,3 %	9,7 %	9,8 %

Tabell 7-7: Netto driftskrav TeleComputing

Netto driftskrav bransje	2011	2012	2013	2014	Snitt
Egenkapitalkrav	8,7 %	8,7 %	8,7 %	8,7 %	8,7 %
* EK/NDK	0,77	0,77	0,77	0,79	0,77
+ Minoritetskrav	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
* MI/NDK	0	0	0	0	0
+ Finansielt gjeldskrav	3,6 %	2,9 %	3,3 %	3,3 %	3,3 %
* FG/NDK	0,38	0,37	0,38	0,40	0,38
- Finansielt eiendelskrav	5,6 %	4,8 %	4,3 %	5,4 %	5,0 %
* FE/NDK	0,15	0,14	0,16	0,18	0,16
= Netto driftskrav	7,3 %	7,1 %	7,3 %	7,2 %	7,2 %

Tabell 7-8: Netto driftskrav bransjen

Som vi ser fra tabellen ligger TeleComputings netto driftskrav noe over bransjesnittet. Dette skyldes primært de høye egenkapitalkravene for perioden.. Ellers virker kravet rimelig og det holder seg relativt stabilt over perioden.

7.5 Oppsummering historiske avkastningskrav

Hensikten med dette kapittelet var å beregne de ulike kravene slik at de kan benyttes videre i neste kapittel om rentabilitet og lønnsomhetsanalyse. Kravene vil også spille en viktig rolle i fremskrivningen av fremtidskrav i kapittel 10, samt den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Utarbeidingen av de historiske kravene viste en relativt

stabil utvikling for perioden 2011-2014. Vi så en økning i egenkapitalkravet fra 2013 som skyldtes stor utbyttebetaling. Samtidig så vi et lite fall i netto driftskrav i 2012 da de finansielle eiendelene dette året var svært lave sammenlignet med resten av perioden. I forhold til bransjen så vi at egenkapitalkravet varierte fra å ligge omtrent på bransjesnittet i 2011-2012, til å en kraftig økning fra i 2012-2013. Netto driftskravet ligger derimot relativt stabilt med en verdi på ca. 2% lavere enn bransjen for hele perioden.

8 Lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel

I dette kapittelet vil jeg analysere selskapets lønnsomhet og eventuelt strategiske fordel. Lønnsomheten vil bli uttrykket ved egenkapitalrentabilitet (ekr). Et selskap er lønnsomme hvis egenkapitalrentabiliteten er høyere enn selskapets avkastningskrav. Dersom dette er tilfelle sier man typisk at selskapet oppnår *superrentabilitet*.⁷⁴ Med superrentabilitet mener vi at selskapet eller bransjen som helhet klarer å generere strategiske fordeler.

Den eventuelle strategiske fordelten vil følgelig bli dekomponert i dens ulike kilder, henholdsvis driftsfordeler og finansieringsfordeler. Videre vil driftsfordelen bli dekomponert i en bransjefordel og en ressursfordel. Ved hjelp av disse analysene vil jeg kartlegge om TeleComputing har noen strategiske fordeler i forhold til deres eget krav og sammenlignet med bransjen.

8.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Superrentabilitet kan defineres som differansen mellom et selskaps egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet. Egenkapitalrentabiliteten er ”.. et forholdstall som viser selskapets avkastning på den investerte egenkapitalen, altså hvor stort resultat som oppnås per investert egenkapitalkrone”.⁷⁵ I denne analysen tar jeg utgangspunkt i det normaliserte regnskapet da dette anses som mer relevant for verdivurderingen. Egenkapitalrentabiliteten kan uttrykkes ved følgende formel:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

ekr_t = egenkapitalrentabiliteten i år t

NRE_t = nettoresultat til egenkapitalen i år t

EK_{t-1} = egenkapitalen i år t-1

ΔEK_t = egenkapitalen i år t – egenkapitalen i år t-1

⁷⁴ Knivsflå, K.H. (2016)

⁷⁵ Sættem, O. (2006)

Egenkapitalrentabilitet (ekrt)	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing	21,3 %	35,1 %	46,9 %	35,1 %
Bransjen	6,3 %	9,2 %	8,0 %	7,9 %

Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet

Superrentabilitet til EK	2012	2013	2014	TeleComputi	Bransjen
Egenkapitalrentabilitet	21,3 %	35,1 %	46,9 %	35,1 %	7,9 %
- Egenkapitalkrav	10,8 %	20,3 %	17,3 %	16,4 %	8,7 %
= Superrentabilitet til EK	10,6 %	14,8 %	29,6 %	18,7 %	-0,8 %

Tabell 8-2: Superrentabilitet til egenkapitalen

Fra tabellene ser vi at TeleComputing har en svært høy superrentabilitet. Bransjen har derimot en negativ superrentabilitet for perioden. Dette betyr at TeleComputing har en sterk strategisk fordel og det kan tyde på at dette stammer fra drift enten i form av ressursfordeler eller gearingfordeler. Videre i kapitlet vil jeg dekomponere den strategiske fordelene for å analysere hvor superrentabiliteten har sitt opphav.

8.2 Strategisk fordel

I dette kapitlet vil jeg dekomponere TeleComputings strategiske fordel inn i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Dette gjøres ved å omskrive formelen for superrentabilitet til følgende funksjon:⁷⁶

$$Ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + ((nfgk - nfgr) * nfgg + (mig - mir) * mig)$$

$$(ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) = \text{driftsfordel}$$

$$(nfgk - nfgr) * nfgg = \text{finansieringsfordel}$$

$$(mig - mir) * mig = \text{minoritetsfordel}$$

Det første jeg vil gjøre er å dekomponere egenkapitalrentabiliteten i netto driftsrentabilitet, virkning av netto finansiell gjeld og virknings av minoritetsinteresser.

⁷⁶ Knivsflå, K.H. (2016)

Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	Vektet snitt	
				TeleComputi	Bransjen
Netto driftsrentabilitet	19,7 %	20,5 %	20,1 %	20,1 %	8,5 %
+ Virkning av netto finansiell gjeld	1,6 %	14,7 %	26,8 %	15,0 %	-0,5 %
+ Virkning av minoritetsinteresser	0 %	0 %	0 %	0 %	0,0 %
= Egenkapitalrentabilitet	21,3 %	35,1 %	46,9 %	35,1 %	7,9 %

Tabell 8-3: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Fra tabellen ser vi at TeleComputing har en gjennomgående høyere netto driftsrentabilitet for hele perioden sammenlignet med bransjen. Dette er som nevnt i kapittel 6 en indikasjon på at TeleComputing driver bedre enn sine konkurrenter i markedet. Den største forskjellen ligger for øvrig i virkningen av netto finansiell gjeld. Fra tabellen ser vi en signifikant økning i denne posten fra 2012 til 2013. Dette kommer som følge av at TeleComputing tok opp en svært stor andel finansiell gjeld dette året. Som nevnt tidligere eksisterer det ingen minoritetsinteresser så denne blir følgelig lik 0.

Videre vil jeg dekomponere den strategiske fordelen som beskrevet tidligere i kapittelet.

Dekomponering av strategisk fordel	2012	2013	2014	Vektet snitt	
				TeleComputi	Bransjen
Driftsfordel	14,6 %	24,9 %	22,9 %	21,1 %	1,6 %
+ Finansieringsfordel	-4,1 %	-10,0 %	6,7 %	-2,4 %	-2,4 %
+ Minoritetsfordel	0 %	0 %	0 %	0 %	0,0 %
Superrentabilitet	10,6 %	14,8 %	29,6 %	18,7 %	-0,8 %

Tabell 8-4: Dekomponering av strategisk fordel

Fra tabellen ser vi at superrentabiliteten fremkommer fra en vektet gjennomsnittlig driftsfordel på 21,1%. Dette betyr at TeleComputing har hatt en mye høyere avkastning på drift enn hva som var kravet. Samtidig har vi en negativ vektet gjennomsnittlig finansieringsfordel på -2,4%. Tilsvarende betyr dette at TeleComputing har hatt en negativ avkastning på finansiering i forhold til kravet. Vi ser at finansieringsfordel ligger noe under bransjesnittet, mens driftsfordel er svært mye høyere. Driftsfordelen og finansieringsfordelen vil bli videre dekomponert og analysert i de neste kapitlene.

8.3 Driftsfordel

I dette kapitlet vil jeg dekomponere driftsfordelen inn i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel. Driftsfordelen kan dekomponeres ved hjelp av følgende formel:⁷⁷

$$\text{Driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk}) + (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

$$(\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) = \text{bransjefordel}$$

$$(\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk}) = \text{ressursfordel}$$

$$(\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig}) = \text{gearingfordel}$$

Ved bruk av denne formelen har jeg dekomponert driftsfordelen som vises i tabellen under.

Dekomponering av driftsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Bransjefordel	-1,2 %	2,1 %	2,4 %	1,2 %
Ressursfordel	12,1 %	8,0 %	8,0 %	9,2 %
Gearingfordel	3,7 %	14,8 %	12,6 %	10,7 %
Sum driftsfordel	14,6 %	24,9 %	22,9 %	21,1 %

Tabell 8-5: Dekomponering av driftsfordel

Bransjefordel

Av tabellen ser vi en økning i bransjefordelen. Bransjefordelen var negativ i 2012, men deretter vært positiv de siste årene. Bransjefordelen kommer av at bransjen har hatt en netto driftsrentabilitet høyere enn netto driftskrav. Denne fordelene er felles for alle aktørene og viser at den økonomiske utviklingen har vært god i markedet.

Ressursfordel

Ved å studere tabellen videre ser vi at ressursfordelen har vært svært høy med et vektet snitt på 9,2%. Dette betyr at netto driftsrentabilitet i selskapet har vært vesentlige høyere enn for bransjen. Den vil også bli påvirket av forskjeller i netto driftskrav mellom TeleComputing og bransjen. Netto driftsrentabilitet kan videre

⁷⁷ Knivsflå, K. H. (2016)

dekomponeres i en marginfordel og en omløpsfordel. Ressursfordelen omskrives dermed ved følgende formel:⁷⁸

$$(ndr - ndr_B) = (ndm - ndm_B) * onde + ndm_B * (onde - onde_B)$$

$$(ndm - ndm_B) * onde = \text{marginfordel}$$

$$ndm_B * (onde - onde_B) = \text{omløpsfordel}$$

Beregnet marginfordel vises i tabellen under.

Marginfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsmargin	8,0 %	7,9 %	7,7 %	7,8 %
- Netto driftsmargin i bransjen	2,7 %	4,2 %	4,2 %	3,8 %
= Marginfordel "uvektet"	5,2 %	3,7 %	3,4 %	4,1 %
* Omløpet til netto driftskapital	2,25	2,34	2,30	2,30
= Marginfordel	11,7 %	8,6 %	7,9 %	9,3 %

Tabell 8-6: Marginfordel

Netto driftsmargin uttrykker et selskaps evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt. Av tabellen får vi en vektet gjennomsnittlig marginfordel på 9,3% for analyseperioden. Dette tilsier at TeleComputing har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjen og dermed en høyere lønnsomhet.

Beregnet omløpsfordel vises i tabellen under

Omløpsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Omløpet til netto driftskapital	2,25	2,34	2,30	2,30
- Omløpet til bransjen	2,18	2,24	2,27	2,23
= Omløpsfordel - "uvektet"	0,07	0,10	0,04	0,07
* Netto driftsmargin i bransjen	2,7 %	4,2 %	4,2 %	4 %
= Omløpsfordel	0,2 %	0,4 %	0,1 %	0,3 %

Tabell 8-7: Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendeler uttrykker evnen til å genere inntekter per krone investert. Av tabellen ser vi at omløpsfordelen har vært relativt lite relevant for analyseperioden med et vektet gjennomsnitt på 0,3%. Dette betyr at TeleComputing har høyere driftsinntekter per krone investert enn bransjen, men ikke signifikant.

⁷⁸ Knivsflå K. H. (2016)

Gearingfordel

Fra tabellen så vi at TeleComputing hadde en svært høy gearingfordel med et vektet snitt på 10,7%. Gearing vil si at man skalerer investeringen ved å øke gjeldsgraden.⁷⁹ Dette vil være relevant dersom netto driftsrentabiliteten er høyere enn kravet til netto driftseiendeler og investorene ønsker å øke driftsfordelen. Dette kan forklare selskapets høye opptak av finansiell gjeld i 2013.

8.4 Finansieringsfordel

I dette kapitlet vil jeg dekomponere TeleComputings finansieringsfordel i en finansieringsfordel for finansiell gjeld og en finansieringsfordel for finansielle eiendeler. Finansieringsfordelen beskrevet i kapittel 8.2 vil dermed dekomponeres til følgende formel.⁸⁰

$$(nfgk - nfggr) * nfgg = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

$$(fgk - fgr) * fgg = \text{fordel finansiell gjeld}$$

$$(fer - fek) * feg = \text{fordel finansielle eiendeler}$$

Dekomponeringen av den finansielle fordelen er vist i tabellen under.

Dekomponering av finansieringsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt	
				TeleComputi	Bransjen
Finansieringsfordel finansiell gjeld	4,4 %	6,4 %	8,1 %	6,4 %	-0,8 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-8,4 %	-16,5 %	-1,4 %	-8,8 %	-1,6 %
Finansieringsfordel	-4,1 %	-10,0 %	6,7 %	-2,4 %	-2,4 %

Tabell 8-8: Dekomponering av finansieringsfordel

Av tabellen ser vi en positiv trend i finansieringsfordelen for finansiell gjeld. Denne har vært stigende gjennom hele perioden og har et vektet snitt på 6,4% sammenlignet mot bransjens -0,8%. Vi ser dermed at kilden til selskapets negative finansieringsfordel ligger i de finansielle eiendelene. Noe som er viktig å påpeke er den vesentlige økningen i finansieringsfordelen fra 2013 til 2014 da selskapet gikk fra en finansieringsulempe på -10,0% til en fordel på 6,7%.

⁷⁹ Knivsflå, K. H. (2016)

⁸⁰ Knivsflå, K. H. (2016)

8.5 Oppsummering lønnsomhetsanalyse og strategisk fordel

Gjennom beregningene vist i dette kapitlet fant jeg at TeleComputing har hatt en superrentabilitet på 18,7% for analyseperioden. Dette er usedvanlig høyt sammenlignet mot bransjen som har hatt en negativ superrentabilitet på -0,8%. Gjennom dekomponering og videre analyse fant jeg ut at den strategiske fordelen i all hovedsak fremkom av driftsfordeler. Finansieringsfordel/ulempe har vært negativ gjennom hele perioden frem til det siste året og minoritetsfordel er ikke relevant for selskapet. Ved videre dekomponering fant vi at kildene til driftsfordelen primært stammer fra marginfordeler i ressursfordelen og gearingfordeler. Dette tilsier at TeleComputing driver svært godt samtidig som de har investorer som er villige til å geare opp investeringene. Investorene har med andre ord vært lite risikoaverse, noe som er naturlig å forvente ettersom TeleComputing har vært eid av et PE-selskap gjennom analyseperioden.

9 Fremtidsregnskap

En sentral del av verdsettelsen består av utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Fremtidsregnskapet bygger på innsikt opparbeidet i regnskapsanalysen i de tidligere kapitlene, samt den strategiske analysen i kapittel 4. Det endelige fremtidsregnskapet vil danne basisen for estimatene av de fremtidige kontantstrømmene. Dette vil videre danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil skje gjennom fire steg.⁸¹ Først vil jeg analysere den historiske veksten til TeleComputing. Især driftsinntektsvekst vil være en grunnleggende budsjettdriver. Videre vil jeg velge lengden på budsjettperioden. Med dette menes hvor lang tid det tar før budsjettdriverne antas å flate ut og bli konstante. I steg 3 vil jeg utføre selve budsjetteringen for framskrivingsperioden. Dette vil skje på basis av de ulike budsjettdriverne som vil bli beskrevet senere i kapittelet. Helt til slutt vil vurdere selskapets konstante vekst når TeleComputing når ”steady state”, før jeg presenterer fremskrevet resultat, sysselsatt kapital, netto driftskapital og den frie kontantstrømmen. Budsjettdriverne som vil bli analysert og fremskrevet i dette kapittelet er presentert i tabellen nedenfor:⁸²

Budsjettlinje	Budsjettdriver
Driftsinntekter	$D_t = (1 + \text{div}_t) * D_{t-1}$
Netto driftseiendeler	$NDE_{t-1} = D_t / \text{ondet}$
Netto driftsresultat	$NDR_t = \text{ndmt} * D_t$
Finansiell gjeld	$FG_t = \text{fgdt} * NDE_t$
Finansielle eiendeler	$FE_t = \text{fedt} * NDE_t$
Finansiell gjeldsrente	$FK_t = \text{fgrt} * FG_{t-1}$
Finansiell eiendelsrentabilitet	$Fl_t = \text{fert} * FE_{t-1}$
Minoritetsdel	$MI_t = \text{mirt} * NDE_t$
Netto minoritetsresultat	$NMR_t = \text{mirt} * MI_{t-1}$
Egenkapital	Residualt av $NDE_t - NFG - MI$
Netto betalt utbytte	Residualt av $NRE_t - \Delta EK$

Tabell 9-1: Budsjettdriverne

⁸¹ Knivsflå, K. H. (2016)

⁸² Knivsflå, K. H. (2016)

9.2 Driftsinntektsvekst og budsjettthorisont

9.2.1 Driftsinntektsvekst

Analyser av driftsinntektsveksten er kanskje den viktigste delen av fremtidsregnskapet.⁸³ Dette er fordi driftsinntektsveksten er en avgjørende faktor for selskapets fremtidige størrelse og regnes dermed som den viktigste budsjettdriveren.⁸⁴ Det er derimot viktig å vite at en økning i driftsinntektene ikke automatisk gir en økning på selskapets verdi. Dersom driftskostnadene øker med samme tempo vil verdien forbli den samme. I tabellen under vises den historiske driftsinntektsveksten til TeleComputing sammenlignet med driftsinntektsveksten til bransjen.

Driftsinntektsvekst	2011	2012	2013	2014	Vektet snitt
TeleComputing		4,3 %	4,9 %	5,9 %	5,1 %
Bransjen		0,2 %	-6,1 %	-1,4 %	-2,6 %

Tabell 9-2: Historisk driftsinntektsvekst

Av tabellen ser vi en svært god trend i TeleComputings driftsinntektsvekst. Med et vektet snitt på 5,1% for analyseperioden ligger det langt over bransjen som har hatt en driftsinntektsvekst på -2,6% fra 2012 til 2014. I tillegg til å ligge langt over bransjesnittet ser vi at selve veksten har hatt en økende trend for perioden, fra å ligge på 4,3% i 2012 til 5,9% i 2014. Tidligere analyse har vist at TeleComputing har en mye bedre drift enn markedet. Dette har ført til sterke resultater og en svært god rentabilitet. IT-bransjen er en industri som er i stadig utvikling. For å kunne fortsette å vokse i slikt marked er det viktig å kunne adaptere til forandringer som oppstår underveis. For at dette skal kunne skje er det viktig med eiere som muliggjør denne adapteringen. Med dette mener jeg eiere som er villige til å skyte inn kapital slik at selskapet kan satse på å utvikle/videreutvikle nye og gamle teknologier. I et lengre tidsperspektiv er det dog naturlig å anta at vekstmarginen vil falle og konvergere mot "steady state". Som diskutert i den strategiske analysen er IT-outsourcing et marked med sterk vekst. Jeg velger derfor å sette vekstmarginen i "steady state" på 3%, noe som ligger litt over veksten for GDP i Norge. Oppsummert så tror jeg TeleComputing vil fortsette å ha sterkere vekst enn bransjen, men at den over tid vil konvergere mot

⁸³ Penman, S. H. (2013)

⁸⁴ Penman, S. H. (2013)

3% i budsjetthorisonten. Når denne budsjetthorisonten ankommer vil jeg diskutere i neste delkapittel.

9.2.2 Valg av budsjetthorisont

Ved valg av budsjetthorisont er det mange faktorer som spiller inn. Den avgjørende faktoren vil være å prøve å forstå når selskapet vil være i "steady state". For å gjøre denne vurderingen må man prøve å forstå hvor i livssyklusen både selskapet og bransjen befinner seg. Andre viktige faktorer er selskapets strategi, planlagte endringer og antagelse om fremtidig eierskap.

TeleComputing er et relativt modent selskap i en ganske moden bransje. IT-bransjen er dog stadig i utvikling så det er vanskelig å avgjøre når selve bransjen er i "steady state". Hvis vi ser på oversikten over driftsinntektsveksten så ser vi at bransjen har hatt lav eller negativ vekst de siste årene. Dette kan være en god indikator på at selskapet har nådd "steady state". Samtidig så vi at TeleComputing lå langt over bransjesnittet. Det er dermed nærliggende å anta at selskapet fortsatt er i vekstfasen eventuelt tidlig i modningsfasen. Det kan derfor være naturlig å tro at veksten til TeleComputing vil ligge over bransjesnittet i en periode fremover. Hvor lang denne perioden blir vil være det store spørsmålet.

TeleComputing er som nevnt tidligere i oppgaven eid av PE-selskapet FERD. Typisk for PE-selskaper er at de pumper opp verdien i investeringene sine, før de selger seg ut etter periode som pleier å variere mellom 5-10 år. På verdsettelsestidspunktet har FERD eid TeleComputing i 5 år. Et salg vil dermed naturlig være nærliggende. Dette reiser et annet viktig spørsmål rundt budsjetthorisonten, nemlig hva slags eierskap TeleComputing vil ha fremover. Som diskutert i den strategiske analysen ser vi at flere og flere IT-selskaper blir kjøpt opp av PE-selskaper og tatt av børsen. Jeg velger derfor å tro at TeleComputing vil fortsette med et PE-eierskap. Med dette i bunn velger jeg å sette budsjetthorisonten på 6 år. Budsjettperioden vil dermed bli 2015-2020, hvor horisonten T blir år 2020. Tabellen nedenfor viser budsjetterte driftsinntekter og driftsinntektsvekst for TeleComputing i budsjettperioden.

Driftsinntektsvekst	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt	1 274 893	1 351 387	1 418 956	1 482 809	1 542 121	1 596 096	1 643 978	1 693 298
Driftsinntektsvekst	5,9 %	6,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %

Tabell 9-3: Fremskrevet driftsinntektsvekst og driftsinntekt

9.3 Andre budsjett drivere

I dette kapittelet vil jeg diskutere de andre budsjett driverne som vist i rammeverket i kapittel 9.1.

9.3.1 Netto driftseiendeler

Utviklingen i TeleComputings netto driftseiendeler avhenger av utviklingen i driftsinntekter samt det fremskrevne omløpet til netto driftseiendeler (onde). Onde for budsjettperioden blir anslått ved bruk av inngående kapital ettersom jeg forutsetter at kontantstrømmen realiserer ved slutten av det enkelte året.⁸⁵

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

Dette betyr at onde for 2015 allerede er bestemt ved hjelp av netto driftseiendeler for 2014 og de fremskrevne driftsinntektene. Onde skal dermed fremskrives fra 2016 og ut budsjettperioden til ”steady state”, t + 1.

I lønnsomhetsanalyse i kapittel 8 fant jeg at TeleComputing har en negativ vektet omløpsfordel på -0,5%. Selskapets onde var for analyseperioden 2,10, mens bransjen hadde en gjennomsnittlig onde på 2,22. Forskjellen her er relativt liten og hvis jeg regner ut TeleComputings onde for 2015 får jeg en verdi på 2,23. Ettersom dette allerede ligger omtrent på bransjesnittet ser jeg ingen grunn til at den ikke skal fortsette å konvergere mot 2,22 for budsjettperioden. Tabellen under viser fremskrivingen av onde og beregnet netto driftseiendeler for TeleComputing i budsjettperioden.

Netto driftseiendeler	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt	1 274 893	1 351 387	1 418 956	1 482 809	1 542 121	1 596 096	1 643 978	1 693 298
onde	2,30	2,44	2,23	2,22	2,22	2,22	2,22	2,22
Netto driftseiendeler	553 559	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629

Tabell 9-4: Fremskrevet onde og netto driftseiendeler

⁸⁵ Knivsflå K. H. (2016)

9.3.2 Netto driftsresultat

Den neste budsjettlinjen jeg vil diskutere er selskapets netto driftsresultat. Budsjettdriveren her vil være virksomhetens netto driftsmargin. Sammenhengen mellom netto driftsresultat og netto driftsmargin kan vises ved følgende uttrykk:⁸⁶

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 fant jeg at TeleComputing hadde en marginfordel på 8,5% mot bransjen. Netto driftsmargin hadde et vektet snitt på 7,8% i analyseperioden, mot bransjens 3,8%. Det kan være naturlig å anta at driftsmarginen vil konvergere mot et bransjesnitt, men i dette tilfellet mener jeg at bransjeutvalget mitt hadde en rimelig lav netto driftsmargin og dermed ikke var helt representativt for bransjen som helhet. Netto driftsmarginen til TeleComputing forholdt seg relativt stabil i analyseperioden, rett under 8%. Marginen var riktignok noe fallende, så jeg velger å sette ”steady state”-marginen på 7%, og lar den konvergere mot dette over budsjettperioden. Tabellen nedenfor viser utviklingen i netto driftsresultat og fremskrevet netto driftsmargin.

Netto driftsresultat	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekt	1 274 893	1 351 387	1 418 956	1 482 809	1 542 121	1 596 096	1 643 978	1 693 298
Netto driftsmargin	7,7 %	7,6 %	7,5 %	7,4 %	7,3 %	7,1 %	7,0 %	7,0 %
Netto driftsresultat	97 536	102 705	106 422	109 728	112 575	113 323	115 078	118 531

Tabell 9-5: Fremskrevet netto driftsmargin og netto driftsresultat

9.3.3 Netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet vil jeg budsjettere selskapets netto finansielle gjeld. Dette vil skje i en separat vurdering av selskapets finansielle gjeld og finansielle eiendeler. Selskapets netto finansielle gjeld vil deretter utgjøre differansen mellom verdien av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld

For å vurdere den finansielle gjelden i budsjettperioden må den finansielle gjeldsdelen fremskrives. Den finansielle gjeldsdelen regnes som den finansielle gjeldens andel av

⁸⁶ Knivsflå, K. H. (2016)

selskapets netto driftseiendeler. Sammenhengen mellom den finansielle gjelden og finansiell gjeldsdel kan uttrykkes ved følgende formel:⁸⁷

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Hvis vi ser på historisk finansiell gjeldsdel for TeleComputing så hadde den et vektet snitt på 63% for analyseperioden. En ting som er viktig å bemerke seg er at den var betydelig høyere i 2013-2014 (82% og 72%) enn den var i 2011-2012 (49% og 39%). Dette skyldes som nevnt tidligere i oppgaven det svært høye opptaket av gjeld i 2013. En gjeldsandel på 70-80% regnes som svært høyt da gjennomsnittet på Oslo Børs lå på rundt 60%⁸⁸ Det er vanskelig å si noe helt sikkert om den fremtidige gjeldsandelen, da man ikke kan forutse fremtidige oppkjøp og investeringer. Ettersom gjeldsandelen har vært fallende det siste året, og det vektete snittet har ligget på omtrent det samme som for Oslo Børs, velger jeg å fremskrive den finansielle gjeldsdelen gradvis fallende mot 60% i budsjetthorisonten.

Finansielle eiendeler

TeleComputings finansielle eiendeler estimeres ved å fremskrive selskapets finansielle eiendelsdel. Sammenhengen mellom de finansielle eiendelene og finansiell eiendelsdel kan uttrykkes i følgende formel:⁸⁹

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsdel}_t * \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Hvis vi ser på de historiske tallen for TeleComputing ser vi at den finansielle eiendelsdelen har vært ganske varierende, med et stort fall i 2012 grunnet de lave finansielle eiendelene det året. Det vektete snittet har ligget på 15%, og hvis vi ser bort fra "avviksåret" i 2012, så har det vært en fallende trend. Gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på Oslo Børs har vært 23% i perioden 1999-2012.⁹⁰ Ved å se på de historiske tallene tror jeg dog ikke at dette tallet vil samsvare for TeleComputings investeringsnivå. Tidligere analyser har vist at TeleComputing generelt har lav likviditet, og jeg forventer ingen umiddelbare endringer fremover. Finansiell

⁸⁷ Knivsflå, K. H. (2016)

⁸⁸ Knivsflå, K. H. (2016)

⁸⁹ Knivsflå, K. H. (2016)

⁹⁰ Knivsflå, K. H. (2016)

eiendelsdel er dermed satt til 12% i ”steady state” og jeg budsjetter den jevnt fallende mot dette nivået.

Med disse estimatene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan jeg sette opp en tabell for budsjettert netto finansiell gjeld.

Netto finansiell gjeld	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler	553 559	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629
Finansiell gjeldsdel	69,3 %	67,0 %	65,0 %	65,0 %	63,0 %	62,0 %	60,0 %	60,0 %
Finansiell gjeld	383 623	426 323	434 156	451 522	452 946	459 129	457 648	471 377
Netto driftseiendeler	553 559	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629
Finansiell eiendelsdel	14,5 %	13,0 %	12,7 %	12,5 %	12,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Finansielle eiendeler	80 278	82 719	84 827	86 831	87 713	88 864	91 530	94 275
Netto finansiell gjeld	303 345	343 604	349 328	364 691	365 233	370 265	366 118	377 102

Tabell 9-6: Fremskrevet finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

9.3.4 Netto finanskostnad og netto finansinntekt

Budsjettdriverne for denne budsjettlinjen er finansiell gjeldsrente og avkastningen på de finansielle eiendelene. I budsjetteringen vil jeg sette den finansielle gjeldsrenten lik avkastningskravet på gjelden.⁹¹ Beregningen for dette vil fremkomme i kapittel 10.

Avkastningen på de finansielle eiendelene har ligget langt under kravet, som vist i kapittel 7, og i 2014 var avkastningen på kun 0,9%. Jeg forventer derimot at TeleComputing vil fortsette å levere sterke resultater slik at avkastningen på de finansielle eiendelene vil bli likt avkastningskravet over tid. Avkastningskravet til de finansielle eiendelene er beregnet i kapittel 10. I tabellen under vises fremskrevet finansiell gjeldsrente, forventet avkastning på de finansielle eiendelen og beregnet netto finansinntekt og netto finanskostnader.

Netto finansiell gjeldskostnad	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Finansiell gjeld	383 623	426 323	434 156	451 522	452 946	459 129	457 648	471 377
fgr	2,4 %	2,6 %	2,3 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %
Netto finanskostnader	9 280	9 851	9 703	9 881	11 595	12 954	14 807	14 759
Finansielle eiendeler	80 278	82 719	84 827	86 831	87 713	88 864	91 530	94 275
fer	0,9 %	1,3 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %
Netto finansinntekter	733	1 044	1 406	1 781	2 084	2 193	2 357	2 428
Netto finansiell gjeldskostnad	8 547	8 808	8 297	8 100	9 511	10 761	12 450	12 331

Tabell 9-7: Fremskrevet netto finanskostnader, netto finansinntekter og netto finansiell gjeldskostnad

⁹¹ Knivsfå, K. H. (2016)

9.3.5 Minoritetsdel og minoritetsresultat

Som vist tidligere i oppgaven eksisterer det ingen minoritetsinteresser for TeleComputing. Det er ikke forventet at det vil endres over budsjettperioden og denne budsjettlinjen settes derfor lik 0.

9.4 Fremtidsregnskap og fri kontantstrøm

Basert på fremskrivningen av budsjettdriverne og budsjettlinjene tidligere i dette kapittelet kan jeg nå fremskrive TeleComputings resultat og den frie kontantstrømmen for budsjett perioden. Netto betalt utbytte og endring i egenkapitalen vil som vist i tabell 9-1 fastsettes residualt.

Fremskriving resultat								
Beløp i NOK 1,000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Driftsinntekter	1 274 893	1 351 387	1 418 956	1 482 809	1 542 121	1 596 096	1 643 978	1 693 298
Netto driftsresultat	97 536	102 705	106 422	109 728	112 575	113 323	115 078	118 531
+ Netto finansinntekter	733	1 044	1 406	1 781	2 084	2 193	2 357	2 428
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	98 269	103 749	107 828	111 509	114 659	115 516	117 436	120 959
- Netto finanskostnader	9 280	9 851	9 703	9 881	11 595	12 954	14 807	14 759
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til egenkapital	88 988	93 898	98 125	101 628	103 064	102 561	102 629	106 200
+ Unormalt netto driftsresultat	92	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	-1 686	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	87 394	93 898	98 125	101 628	103 064	102 561	102 629	106 200
- Netto betalt utbytte	-52 074	-51 411	-72 221	-90 273	-79 293	-86 025	-76 266	-94 301
= Δ Egenkapital	35 320	42 486	25 904	11 355	23 771	16 536	26 363	11 899

Tabell 9-8: Fremskrevet resultat

Fremskriving sysselsatt kapital								
Beløp i NOK 1,000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler	553 559	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629
+ Finansielle eiendeler	80 278	82 719	84 827	86 831	87 713	88 864	91 530	94 275
= Sysselsatte eiendeler	633 837	719 023	752 759	781 480	806 675	829 395	854 276	879 905
Egenkapital majoritet	250 213	292 699	318 604	329 958	353 729	370 265	396 628	408 527
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	383 623	426 323	434 156	451 522	452 946	459 129	457 648	471 377
= Sysselsatt kapital	633 836	719 023	752 759	781 480	806 675	829 395	854 276	879 905

Tabell 9-9: Fremskrevet sysselsatt kapital

Fremskriving netto driftskapital								
Beløp i NOK 1,000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftseiendeler	553 559	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629
Egenkapital majoritet	250 213	292 699	318 604	329 958	353 729	370 265	396 628	408 527
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Netto finansiell gjeld	303 345	343 604	349 328	364 691	365 233	370 265	366 118	377 102
= Netto driftskapital	553 558	636 303	667 932	694 649	718 962	740 531	762 747	785 629

Tabell 9-10: Fremskrevet netto driftskapital

Fremskrivning kontantstrøm								
Beløp i NOK 1,000	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Term + 1
Netto driftsresultat	97 536	102 705	106 422	109 728	112 575	113 323	115 078	118 531
+ Unormalt netto driftsresultat	92	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	6 319	82 744	31 629	26 717	24 313	21 569	22 216	22 882
= Fri kontantstrøm fra drift	91 309	19 961	74 793	83 011	88 262	91 754	92 863	95 648
+ Netto finansinntekter	733	1 044	1 406	1 781	2 084	2 193	2 357	2 428
+ Unormale netto finansinntekter	-1 686	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	-25 837	2 441	2 108	2 004	882	1 150	2 666	2 746
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapit	116 193	18 563	74 091	82 788	89 464	92 796	92 554	95 330
- Netto finanskostnader	9 280	9 851	9 703	9 881	11 595	12 954	14 807	14 759
+ Endring i finansiell gjeld	-27 845	42 700	7 833	17 366	1 424	6 183	-1 481	13 729
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	79 067	51 412	72 221	90 273	79 293	86 025	76 266	94 301

Tabell 9-11: Fremskrevet kontantstrøm

10 Fremtidskrav

Dette kapittelet vil ta utgangspunkt i beregningene og analysene gjennomført i kapittel 7. I kapittel 7 fant jeg de historiske avkastningskravene som ble brukt til å vurdere TeleComputings historiske resultater. Kravene som blir fremskrevet i dette kapittelet blir derimot brukt til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene i den fundamentale verdsettelsen. Fremgangsmetoden vil for det meste være lik fremgangsmetoden som ble brukt ved de historiske kravene.

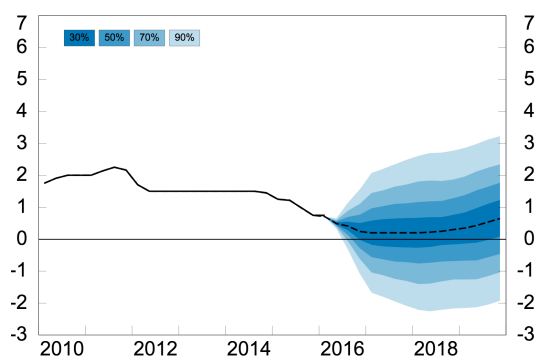
10.1 Egenkapitalkrav

På samme måte som ved de historiske kravene, vil jeg benytte kapitalverdimodellen for å estimere selskapets egenkapitalkrav. Kravene som beregnes her blir brukt som diskonteringsfaktor i verdsettelsesmodellene etter egenkapitalmetoden. Elementene som må vurderes er risikofri rente, markedspremie og egenkapitalbeta.

10.1.1 Risikofri rente

I kapittel 7.2.1 argumenterte jeg for bruken av renten på 10-års norske statsobligasjoner som risikofri rente i verdsettelsen. Dette betyr at jeg forventer en lang levetid på selskapet. Utviklingen i den risikofrie renten over budsjettperioden må dermed vurderes. Hvordan den risikofrie renten kommer til å utvikle seg fremover er vanskelig å predikere. På den ene siden er dagens rentenivå på et historisk lavt nivå, og det forventes at den vil holde seg lav i lang tid fremover. På den andre siden er det naturlig å anta at den over tid vil nærme seg et normalisert nivå. Men hva er normalisert nivå? Gjennomsnittlig rente på norske 10-års statsobligasjoner lå på 4,71% i perioden 1995-2014.⁹² Det kan dermed argumenteres for at renten over tid vil nærme seg dette nivået. Samtidig kan man kanskje forvente at renten vil holde seg noe lavere som følge av finanskrisen og virkningene dette hadde for verdensøkonomien.

⁹² Norges Bank, Statsobligasjoner daglige noteringer



Figur 10-1: Rentebanen Norges Bank⁹³

Figur 10-1 viser rentebanen fra Norges Bank. Denne viser at styringsrenten er forventet å ligge på godt under 2% frem til utgangen av 2018. Dette taler for at det estimerte rentenivået vil ligge relativt lavt også etter denne perioden. Med utgangspunkt i argumentene presentert over, velger jeg å estimere den fremtidige risikofrie renten som følger:

Risikofri rente etter skatt	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Rente på 10 års statsobligasjoner	1,6 %	1,2 %	1,2 %	1,6 %	2,0 %	2,5 %	2,5 %
- Skatt	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %	0,7 %	0,7 %
= Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	1,8 %

Tabell 10-1: Fremskrevet risikofri rente etter skatt

10.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er drøftet under kapittel 7.2.2. Denne settes dermed til 5% etter skatt også i fremtidskravet.

10.1.3 Egenkapitalbeta

Som diskutert i kapittel 7.2.3 er TeleComputings egenkapitalbeta funnet ved børskopiering. Gjennom beregningen av historiske avkastningskrav fant jeg totalkapitalbetaen til de komparative selskapene til å ligge på 0,79. Ved å justere for TeleComputings kapitalstruktur og andel egenkapital, som ble fremskrevet i kapittel 9, kan jeg fremskrive egenkapitalbetaen til TeleComputing for budsjettperioden. Beregningen av egenkapitalbetaen vises i appendix tabell 14-9. Som tabellen viser er EK-andelen økende, noe som igjen fører til en lavere egenkapitalbeta, og dermed et lavere avkastningskrav.

10.1.4 Egenkapitalkrav

⁹³ <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Basert på faktorene diskutert i delkapitlene ovenfor har jeg estimert egenkapitalkravet til TeleComputing for budsjettperioden.

Egenkapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	1,8 %
Egenkapitalbeta	1,76	1,72	1,66	1,67	1,61	1,59	1,53
Markedsrisikopremie etter skatt	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Egenkapitalkrav	9,9 %	9,5 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	9,8 %	9,5 %

Tabell 10-2: Fremskrevet egenkapitalkrav

10.2 Krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Den finansielle gjeldskrav beregnes på samme måte som i kapittel 7.3.1. Det betyr at jeg tar utgangspunkt i den risikofrie renten etter skatt og legger til en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien representerer kreditorenes påslag for å ta hensyn til konkurs- og tapsrisikoen og blir beregnet ut fra selskapets syntetiske rating for budsjettperioden. I kapittel 6.3 estimerte vi TeleComputings syntetiske rating i utgangsåret 2014 til å være BBB. Jeg har ikke avdekket noen forhold i den strategiske regnskapsanalysen som skulle tilsi at den finansielle situasjonen til TeleComputing vil forandre seg vesentlig under budsjettperioden, og jeg velger derfor å holde den ratingen konstant over perioden. Basert på argumentene ovenfor vises estimatene for det finansielle gjeldskravet over budsjettperioden i tabellen under.

Finansielt gjeldskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	1,8 %
+ Kredittrisikopremie	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
= Finansielt gjeldskrav	2,6 %	2,3 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %

Tabell 10-3: Fremskrevet finansielt gjeldskrav

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Beregningen av det finansielle eiendelskravet foregår på samme måte som i kapittel 7.3.2. Avkastningskravet til de finansielle eiendelene avhenger av avkastningskravet knyttet til kontanter, fordringer og investeringer. Disse blir deretter vektet mot hvor stor andel de utgjør av de totale finansielle eiendelene i budsjettperioden. Ved fastsettelsen av vektene har jeg valgt å benytte gjennomsnittet for de historiske

vektene, slik at de blir konstante over hele budsjettperioden. Dette gir et finansielt eiendelskrav lik følgende:

Finansielt eiendelskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Kontantkrav	1,2 %	0,9 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	1,8 %
Kontantvekt	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Fordringskrav	2,2 %	1,9 %	1,9 %	2,2 %	2,5 %	2,8 %	2,8 %
Fordringsvekt	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Investeringskrav	6,2 %	5,9 %	5,9 %	6,2 %	6,5 %	6,8 %	6,8 %
Investeringsvekt	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Finansielt eiendelskrav	2,0 %	1,7 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %

Tabell 10-4: Fremskrevet finansielt eiendelskrav

Som vi ser fra tabellen holder det finansielle eiendelskravet seg relativt stabilt over budsjettperioden. Det er et lite fall i perioden 2016-2017 som følge av forventet lav risikofri rente i denne perioden.

10.3 Krav til selskapskapital

I dette kapittelet vil jeg estimere krav til netto driftskapital samt sysselsatt kapital. Disse vil senere bli brukt som diskonteringsfaktorer i de fundamentale verdsettelsesmodellene etter netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden.

10.3.1 Krav til netto driftskapital

Som tidligere beregnes kravet til netto driftskapital ved å vekte kravet til egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld og de finansielle eiendelene mot andelen av selskapets netto driftskapital. Minoritetsinteresser er fortsatt ikke gjeldende for selskapet og settes dermed lik 0. Ved å bruke kravene beregnet tidligere i kapittelet fremstilles kravet til netto driftskapital i tabellen under.

Netto driftskrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Egenkapitalkrav	9,9 %	9,5 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	9,8 %	9,5 %
* EK/NDK	0,45	0,46	0,48	0,48	0,49	0,50	0,52
+ Minoritetskrav	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
* MI/NDK	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt gjeldskrav	2,6 %	2,3 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %
* FG/NDK	0,67	0,65	0,65	0,63	0,62	0,60	0,60
- Finansielt eiendelskrav	2,0 %	1,7 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,7 %
* FE/NDK	0,13	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12	0,12
= Netto driftskrav	6,5 %	6,1 %	6,1 %	6,4 %	6,7 %	7,1 %	7,2 %

Tabell 10-5: Fremskrevet netto driftskrav

Kravet holder seg relativt stabilt over budsjettperioden og varierer ikke med mer enn 1,1% fra høyeste til laveste verdi. De små forskjellene kan forklares ved endringene i risikofri rente samt den gradvis synkende egenkapitalbetaen.

10.3.2 Krav til sysselsatt kapital

Ved beregningen av kravet til sysselsatt kapital vektes kravene til egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld mot andelen av selskapets sysselsatte kapital. Kravene er som nevnt fremskrevet tidligere i kapittelet og vi kan estimere følgende krav til sysselsatt kapital i budsjettperioden:

Sysselsatt kapitalkrav	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Egenkapitalkrav	9,9 %	9,5 %	9,2 %	9,5 %	9,5 %	9,8 %	9,5 %
* EK/SSK	0,41	0,42	0,42	0,44	0,45	0,46	0,46
+ Minoritetskrav	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
* MI/SSK	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt gjeldskrav	2,6 %	2,3 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %	3,2 %	3,2 %
* FG/SSK	0,59	0,58	0,58	0,56	0,55	0,54	0,54
= Sysselsatt kapitalkrav	5,6 %	5,3 %	5,2 %	5,6 %	5,8 %	6,3 %	6,1 %

Tabell 10-6: Fremskrevet sysselsatt kapitalkrav

Som tabellen viser ligger kravet til sysselsatt kapital ganske lavt over budsjettperioden. Ettersom selskapet ikke har noen minoritetsinteresser er det kun egenkapitalen og den finansielle gjelden som virker inn på kravet. Hovedårsaken til de lave kravene er derfor den lave egenkapitalandelen over budsjettperioden.

10.4 Oppsummering fremtidskrav

I dette kapittelet har jeg estimert fremtidskravene for henholdsvis egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Det er disse kravene som vil bli brukt som diskonteringsfaktorer når jeg setter opp den fundamentale verdsettelsen i neste kapittel. Som beregningene viste ligger estimatene på kravene rundt 9,5-10% for egenkapitalen, 6-7% for netto driftskapitalen og 5-6% for den sysselsatte kapitalen. Det er ganske store forskjeller i kravene. Dette skyldes selskapets lave egenkapitalandel, som fører til at egenkapitalkravet vektes lavt. Det er nærliggende å tro at forskjellen i kravene vil føre til relativt store forskjeller mellom metodene som blir brukt til å verdsette selskapet. Dette vil jeg undersøke nærmere i neste kapittel hvor jeg tar for meg den fundamentale verdsettelsen av TeleComputing.

11 Verdssettelse

I dette kapitlet vil jeg først foreta en fundamental verdivurdering basert på fremtidsregnskapet i kapittel 9 og fremtidskravene i kapittel 10. Deretter vil jeg supplere med en komparativ verdivurdering hvor jeg vil sammenligne multiplene til de komparative selskapene for å gi et anslag på verdien til TeleComputing. Verdiestimatet blir deretter funnet gjennom et vektet snitt av den fundamentale verdivurderingen og den komparative verdivurderingen.

11.1 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 argumenterte jeg for at fundamental verdsettelse er den mest passende teknikken for å vurdere TeleComputing og jeg presenterte teknikken kortfattet. Den fundamentale verdsettelsen er basert på fremskrivning av avkastningskrav, resultatregnskap, balanse og kontantstrøm. Innsikt i disse faktorene er opparbeidet gjennom den strategiske analysen i kapittel 4, samt regnskapsanalysene i kapitlene 5-10.

Det finnes flere metoder og modeller innenfor fundamental verdsettelse. Felles for modellene er at en fremtidig kontantstrøm neddiskonteres mot et avkastningskrav til dagens nåverdi. Denne verdien kan vises ved følgende formel:⁹⁴

$$\text{Verdien på selskapet} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_t}{(1+r)^t}$$

Hvor n = levetiden til selskapet og r = avkastningskravet til selskapet.

Ettersom denne modellen forutsetter at avkastningskravet er likt gjennom hele budsjettperioden, er jeg nødt til å utvide uttrykket da dette ikke er tilfellet i denne verdsettelsen. Fremtidsregnskapet er utarbeidet frem til horisonten T og deretter er veksten satt konstant. Veksten i budsjetthorisonten $T+1$ har jeg tatt hensyn til ved å benytte meg av Gordons vekstformel.⁹⁵ Det utvidede uttrykket kan vises slik:

⁹⁴ Damodaran, A. (2012)

⁹⁵ Damodaran, A. (2012)

$$\text{Verdien på selskapet} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_t}{(1+r_1) * \dots * (1+r_t)} + \frac{\text{Kontantstrøm til selskapet}_{T+1}}{(1+r_1) * \dots * (1+r_T) * (r_T - v_T)}$$

Hvor T = horisonten og v = vekst.

Jeg vil i denne fundamentale verdsettelsen benytte meg av tre forskjellige metoder for å verdsette selskapet; én variant av egenkapitalmetoden og to varianter av selskapskapitalmetoden. Mer spesifikt vil jeg benytte meg av egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Innenfor hver metode er det videre tre til fire modeller som benyttes for å verdsette et selskap. Disse modellene er henholdsvis utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Alle modellene innenfor hver metode skal gi samme verdi ved korrekt anvendelse. Oppsettet jeg har benyttet i fremskrivningen medfører at netto betalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapitalen vil være like, og disse modellene vil derfor i praksis være identiske. Forskjellen mellom de ulike modellene ligger i hva slags beløp som skal neddiskonteres samt hvilket krav som skal benyttes som neddiskonteringsfaktor. Ved fri kontantstrømmodellen neddiskonteres den frie kontantstrømmen til egenkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen. Ved superprofittmodellen tar man utgangspunkt i bokført kapital og legger til nåverdien av fremtidig superprofitt. Ved superprofittvekstmodellen tar man utgangspunkt i den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat og legger til nåverdien av endringen i superprofitt i fremtiden.⁹⁶ I denne verdsettelsen vil jeg benytte meg av fri kontantstrømmodellen som første modell. Deretter vil jeg bruke superprofittmodellen for å verifisere verdien funnet ved fri kontantstrømmodellen.

11.1.1 Egenkapitalmetoden

Verdiestimatet ved bruk av egenkapitalmetoden beregnes ved hjelp av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

⁹⁶ Knivsflå, K. H. (2016)

Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrømmodellen beregnes ved følgende formel:⁹⁷

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_t) * (1 + ekk_1)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Tabellen under viser verdiesimatet ved bruk av fri kontantstrømmodellen.

FKE-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Fri kontantstrøm til egenkapitalen	51 412	72 221	90 273	79 293	86 025	76 266	94 301
Diskonteringsfaktor	1,099	1,204	1,315	1,440	1,577	1,731	0,112
Nåverdi	46 762	59 990	68 673	55 077	54 559	44 069	844 382
Nåverdi budsjettperiode	329 130						
Nåverdi terminalverdien	844 382						
Verdi av egenkapitalen	1 173 512						

Tabell 11-1: FKE-modellen

Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen under superprofittmodellen beregnes ved følgende formel:⁹⁸

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_t}{(1 + ekk_1) * (1 + ekk_T) * (ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Tabellen under viser verdiesimatet ved bruk av superprofittmodellen.

SPE-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Superprofitt til egenkapitalen	69 017	70 321	72 342	71 655	68 878	66 497	68 705
Diskonteringsfaktor	1,099	1,204	1,315	1,440	1,577	1,731	0,112
Nåverdi	62 775	58 412	55 033	49 772	43 684	38 424	615 198
Balanseført egenkapital	250 213						
Nåverdi budsjettperiode	308 100						
Nåverdi terminalverdien	615 198						
Verdi av egenkapitalen	1 173 511						

Tabell 11-2: SPE-modellen

Som forventet gir begge modellene samme estimat (forskjellen på NOK 1000 skyldes avrundning). Vi ser at egenkapitalmetoden gir et verdiesimat på NOK 1 173 511 tusen.

⁹⁷ Knivsflå, K. H. (2016)

⁹⁸ Knivsflå, K. H. (2016)

11.1.2 Netto driftskapitalmetoden

Verdiestimatet ved bruk av netto driftskapitalmetoden beregnes ved hjelp av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrømmodellen (fra drift) beregnes ved følgende formel:⁹⁹

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_t) * (1 + ndk_1)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG$$

Tabellen under viser verdiestimatet ved bruk av fri kontantstrømmodellen.

FKD-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Fri kontantstrøm fra drift til egenka	19 961	74 793	83 011	88 262	91 754	92 863	95 648
Diskonteringsfaktor	1,065	1,129	1,198	1,274	1,360	1,457	0,061
Nåverdi	18 747	66 228	69 294	69 257	67 455	63 725	1 574 416
Nåverdi budsjettperiode	354 706						
Nåverdi terminalverdien	1 574 416						
Netto finansiell gjeld	303 345						
Verdi av egenkapitalen	1 625 777						

Tabell 11-3: FKD-modellen

Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen under superprofittmodellen beregnes ved følgende formel:¹⁰⁰

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1 + ndk_1) * (1 + ndk_T) * (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG$$

Tabellen under viser verdiestimatet ved bruk av superprofittmodellen.

⁹⁹ Knivsflå, K. H. (2016)

¹⁰⁰ Knivsflå, K. H. (2016)

SPD-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Superprofitt til egenkapitalen	66 865	67 828	69 139	68 237	64 917	62 260	63 850
Diskonteringsfaktor	1,065	1,129	1,198	1,274	1,360	1,457	0,061
Nåverdi	62 799	60 060	57 714	53 544	47 726	42 725	1 050 996
Balanseført netto driftskapital	553 558						
Nåverdi budsjettperiode	324 567						
Nåverdi terminalverdien	1 050 996						
Netto finansiell gjeld	303 345						
Verdi av egenkapitalen	1 625 776						

Tabell 11-4: SPD-modellen

Som forventet gir begge modellene samme estimat (forskjellen på NOK 1000 skyldes avrunding). Vi ser at netto driftskapitalmetoden gir et verdiestimat på NOK 1 625 776 tusen.

11.1.3 Sysselsatt kapitalmetoden

Verdiestimatet ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden beregnes ved hjelp av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

Fri kontantstrømmodellen

Verdien av egenkapitalen under fri kontantstrømmodellen (til sysselsatt kapital) beregnes ved følgende formel:¹⁰¹

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_t) * (1 + skk_1)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) * (1 + skk_T) * (skk_{T+1} - skv_{T+1})} - FG$$

Tabellen under viser verdiestimatet ved bruk av fri kontantstrømmodellen.

FKS-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	18 563	74 091	82 788	89 464	92 796	92 554	95 330
Diskonteringsfaktor	1,056	1,112	1,170	1,235	1,308	1,389	0,043
Nåverdi	17 584	66 628	70 772	72 412	70 969	66 614	2 201 481
Nåverdi budsjettperiode	364 980						
Nåverdi terminalverdien	2 201 481						
Finansiell gjeld	383 623						
Verdi av egenkapitalen	2 182 837						

Tabell 11-5: FKS-modellen

¹⁰¹ Knivsflå, K. H. (2016)

Superprofittmodellen

Verdien av egenkapitalen under superprofittmodellen beregnes ved følgende formel:¹⁰²

$$VEK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(skr_t - skk_t) * SKK_{t-1}}{(1 + skk_1) * (1 + skk_t)} + \frac{(skr_{T+1} - skk_{T+1}) * SKK_T}{(1 + skk_1) * (1 + skk_T) * (skk_{T+1} - skv_{T+1})} - FG$$

Tabellen under viser verdiestimatet ved bruk av superprofittmodellen.

SPE-modellen							
Beløp i NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Superprofitt til egenkapitalen	68 441	69 481	72 396	70 771	68 452	65 529	68 705
Diskonteringsfaktor	1,056	1,112	1,170	1,235	1,308	1,389	0,043
Nåverdi	64 830	62 483	61 888	57 282	52 351	47 164	1 586 626
Balanseført sysselsatt kapital	633 836						
Nåverdi budsjetperiode	345 997						
Nåverdi terminalverdien	1 586 626						
Finansiell gjeld	383 623						
Verdi av egenkapitalen	2 182 836						

Tabell 11-6: SPE-modellen

Som forventet gir begge modellene samme estimat (forskjellen på NOK 1000 skyldes avrunding). Vi ser at sysselsatt kapitalmetoden gir et verdiestimat på NOK 2 182 836 tusen.

11.1.4 Første verdiestimat

Egenkapitalmetoden, nettodriftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden ga tre forskjellige resultater. Resultatene og gjennomsnittet som vil bli brukt til første verdiestimat presenteres i tabellen under.

	FK-modell	SP-modell	Snitt
EK-metode	1 173 512	1 173 511	1 173 511
NDK-metode	1 625 777	1 625 776	1 625 777
SK-metode	2 182 837	2 182 836	2 182 837
Snitt	1 660 709	1 660 708	1 660 708

Tabell 11-7: Første verdiestimat

Som vi ser av tabellen er det vesentlige forskjeller i verdiestimatene. Årsaken til det store avviket er at jeg har benyttet avkastningskrav som har blitt vektet med

¹⁰² Knivsflå, K. H. (2016)

budsjettert kapital istedenfor virkelig verdi. TeleComputings lave egenkapitalandel og høye gjeldsandel har ført til at det relativt høye avkastningskravet har blitt vektet ned, samtidig som det relativt lave gjeldskravet har blitt vektet opp ved beregningen av kravene til netto driftskapital og sysselsatt kapital. En måte å korrigere dette på ville vært å foreta en konvergeringsprosess av verdiestimatene. Dette gjøres ved at man sekvensielt oppdaterer fremtidsregnskapet med estimerte verdier for egenkapitalen. Deretter gjentar man prosessen til verdien av egenkapitalen i egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden konvergerer mot samme verdi. I neste delkapittel skal jeg foreta en verdivurdering ved bruk av komparativ verdsettelse. Som vi vil se, vil dette estimatet ligge svært nærme førsteestimatet beregnet i dette kapitlet. Jeg velger derfor å ikke foreta en konvergering av estimatene, men heller vekte estimatet fra den fundamentale verdsettelsen og estimatet fra den komparative verdsettelsen, slik at de fire estimatene vil veie like tungt i den totale verdivurderingen.

11.2 Komparativ verdsettelse

Frem til nå har verdsettelsen fokusert på fundamental verdsettelse. Årsaken til dette er at denne metoden regnes for å være den mest grundige metoden med høyest sannsynlighet for et presist verdiestimat. Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesmetode med basis i teori. I praksis er det mindre vanlig å foreta en full fundamental verdsettelse når man ønsker å vurdere verdien på et selskap. Som nevnt i kapittel tre har jeg valgt å benytte meg av en multiplikatoranalyse som supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Fordelene ved å bruke en komparativ verdsettelse fremfor en fundamental verdsettelse er at denne metoden normalt sett krever færre forutsetninger og er mindre tidskrevende.¹⁰³ Denne metoden reflekterer som regel også stemningen i markedet bedre og er en mer vanlig metode å bruke i praksis av analytikere. Noen svakheter ved multiplikatormodellen er at de kan resultere i inkonsistente resultater hvor man ignorerer faktorer som vekst, risiko og kontantstrømmer. Et selskap kan bli

¹⁰³ Knivsflå, K. H. (2016)

overvurdert dersom de komparative selskapene er overvurdert, og motsatt dersom de komparative selskapene er undervurdert.¹⁰⁴

11.2.1 Valg av multippel

Når man skal velge multippel skiller man oftest mellom inntjeningsbaserte, omsetningsbaserte og bokført verdibaserte multipler. Inntjeningsbaserte multipler tar utgangspunkt i et selskaps inntjening. Dette kan for eksempel være resultat, EBITA eller EBITDA. Multippelen viser forholdet mellom et selskaps nåværende verdi og selskapets nåværende inntjening. Omsetningsmultipler fungerer stort sett på samme måte som inntjeningsmultipler, men de tar utgangspunkt i et selskaps omsetning istedenfor inntjeningen. Bokført verdibaserte multipler viser forholdet mellom markedsverdien av selskapet og den bokførte verdien av egenkapitalen.

I min komparative verdsettelse har jeg valgt å kombinere inntjeningsbaserte og omsetningsbaserte multipler. Mer presist velger jeg å benytte meg av EV/EBITA, EV/EBITDA og EV/Sales.

11.2.2 Estimat fra komparativ verdsettelse

Som nevnt under forrige avsnitt har jeg valgt å bruke EV/Sales, EV/EBITA og EV/EBITDA ved beregningen av selskapets verdi ved komparativ verdsettelse. For å få et best mulig sammenligningsgrunnlag med den fundamentale verdsettelsen har jeg brukt de samme komparative selskapene i den komparative analysen. Beregningen av multiplene for de komparative selskapene kan finnes i appendix tabell 14-10. Multiplene fra den komparative analysen fremstilles i tabellen under.

Multippel	Snitt
EV/Sales	0,57
EV/EBITA	9,35
EV/EBITDA	13,48

Tabell 11-8: Gjennomsnittlige multipler for bransjen

¹⁰⁴ Damodaran, A. (2012)

Ved å multiplisere disse multiplene med de respektive regnskapstallene til TeleComputing får vi et estimat på selskapets verdi. Tabellen under viser verdiestimatene i forhold til hvilken multipl som er anvendt.

	Sales	EBITA	EBITDA
TeleComputing	1 274 893	223 144	146 042
* Multipl	0,57	9,35	13,48
= EV	730 671	2 087 394	1 968 880

Tabell 11-9: EV for TeleComputing ved bruk av forskjellige multipler

Som vi ser av tabellen varierer estimatet svært mye avhengig av hvilken multipl som brukes. Vi kan dermed lage et fornuftig estimat ved å regne ut gjennomsnittet av verdiestimatene fra de ulike multiplene. Endelig verdiestimat fra den komparative verdivurderingen vises i tabellen under.

Multipl	EV
EV/Sales	730 671
EV/EBITA	2 087 394
EV/EBITDA	1 968 880
Snitt	1 595 649

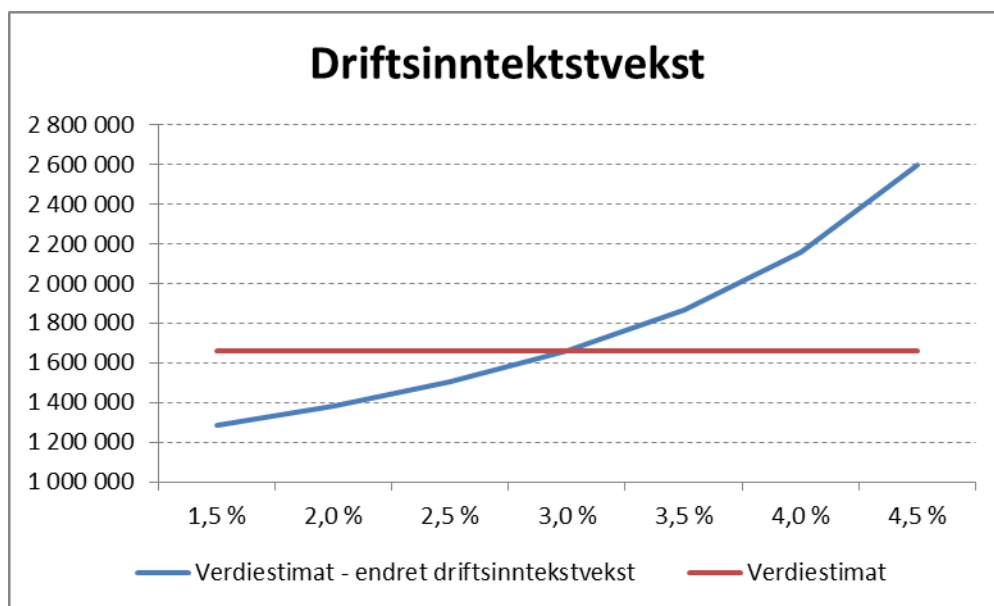
Tabell 11-10: Verdiestimat fra komparativ verdsettelse

Som vi ser fra tabellen gir den komparative verdivurderingen et estimat på NOK 1 595 649 tusen. Dette ligger omtrent 4% under verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen og regnes dermed som relativt pålitelig.

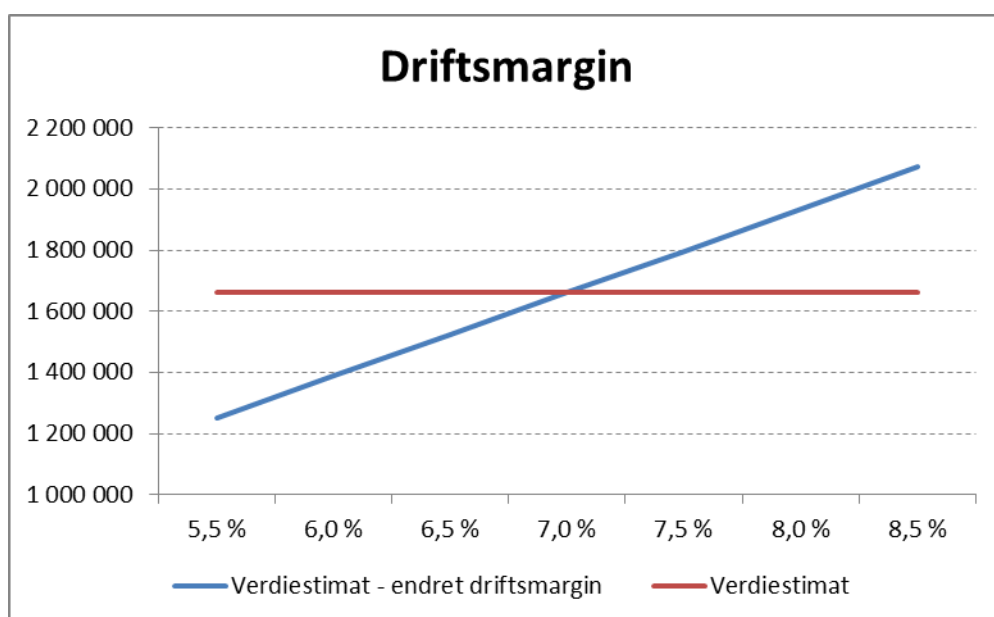
11.3 Sensitivitetsanalyse

Verdiestimatet til TeleComputing er basert på estimerte verdier på budsjett- og avkastningsdriverne. Anslagene bygger i all hovedsak på innsikt anskaffet i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Disse anslagene ble brukt til å beregne avkastningskrav som ble brukt som diskonteringsfaktor i de ulike verdsettelsene. I dette delkapittelet ønsker jeg ved hjelp av en sensitivitetsanalyse å undersøke hvordan verdiestimatet forandres dersom jeg endrer antagelsene budsjett- og avkastningsdriverne.

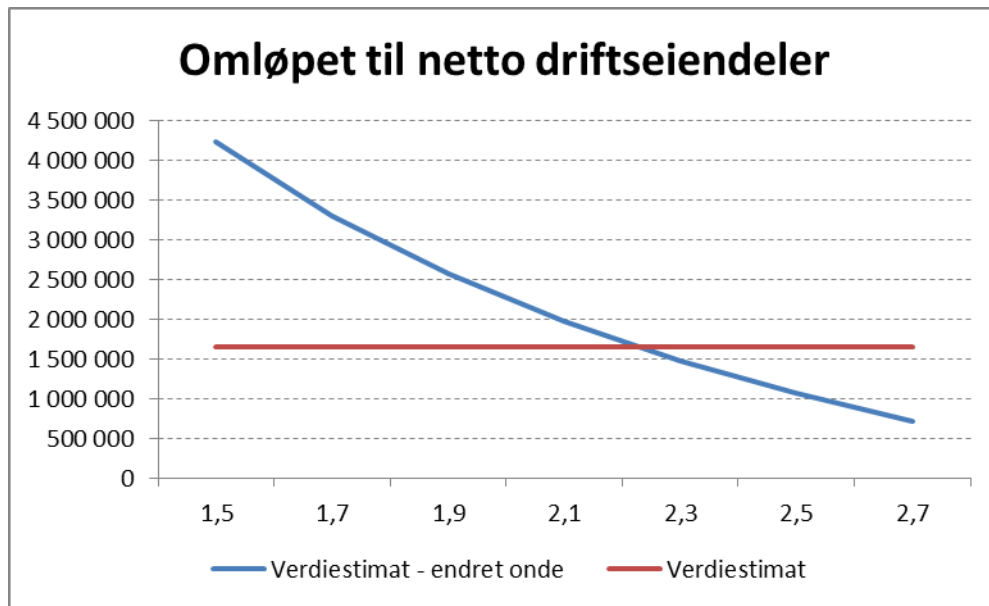
Sensitivitetsanalysen vil foregå slik at jeg endrer verdien i terminalleddet for henholdsvis driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, risikofri rente og egenkapitalbeta. Ved å justere disse driverne enten opp eller ned vil vi se store utslag i verdiestimatet. Figurene under illustrerer hvordan endringene i driverne påvirker verdiestimatet sammenlignet med mitt endelige estimat fra den fundamentale verdsettelsen.



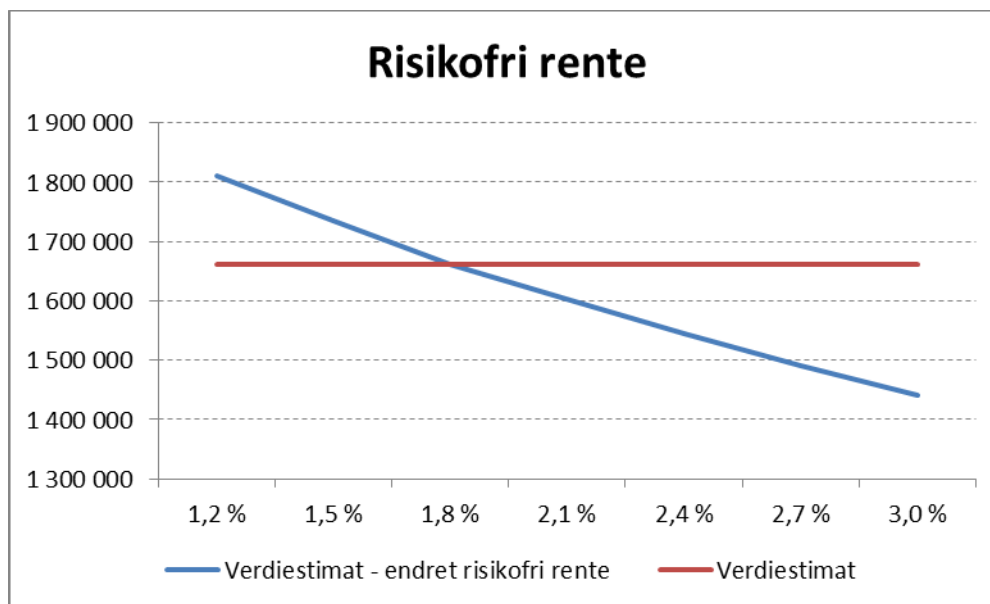
Figur 11-1: Endret driftsinntektsvekst



Figur 11-2: Endret driftsmargin



Figur 11-3: Endret omløp til netto driftseiendeler



Figur 11-4: Endret risikofri rente

Som vi ser fra figurene får vi svært store utslag i verdiestimater ved relativt små endringer i forutsetningene. Av verdidriverne ser vi at det er størst risiko knyttet til endringer i driftsinntektsvekst og omløpet til netto driftseiendeler. Eksempelvis fører en økning på 1,5% i driftsinntektsveksten til en økning i verdiestimater på nesten en milliard NOK. Resultatene fra sensitivitetsanalysen viser som forventet at verdiestimater veldig usikkert og svært avhengig av forutsetningene jeg har lagt til grunn.

11.4 Oppsummering og endelig verdiestimat

Den fundamentale verdsettelsen ga et verdiestimat for TeleComputing på NOK 1 660 708 tusen fra den komparative verdsettelsen fikk jeg et estimat på NOK 1 595 649 tusen. For å komme opp med et endelig verdiestimat har jeg ved skjønn valgt å vektlegge den fundamentale verdsettelsen med 75% og den komparative verdsettelsen med 25%. Dette gir et totalt endelig verdiestimat for TeleComputing på NOK 1 644 443 tusen. Som vist tidligere i kapitlet er estimatet svært avhengig av hvilke metoder og modeller som ble anvendt. Det er derfor en relativt høy grad av usikkerhet rundt den endelige verdien. Som nevnt tidligere kan det argumenteres for at bruk av en konvergeringsprosess ville gitt et mer nøyaktig estimat, men ettersom verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen ligger så tett oppunder verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen valgte jeg å beholde de opprinnelige verdiene. Det er nærliggende å anta at det endelige verdiestimatet ikke ville endret seg i en altfor stor grad dersom en slik konvergering hadde blitt foretatt. Sensitivitetsanalysen viste at estimatet er veldig sensitivt og fører med seg en høy grad av usikkerhet.

12 Konklusjon

I denne verdsettelsen har jeg estimert verdien på egenkapitalen i TeleComputing til NOK 1 644 443 tusen. Dette estimatet fremkommer fra en fundamental verdsettelse som har blitt vektlagt med 75% og en komparativ verdsettelse som har blitt vektet med 25%. TeleComputing ble i slutten av 2009 kjøpt opp av Ferd for NOK 670 millioner. Formålet med denne utredningen har vært å undersøke hvilken effekt dette oppkjøpet hadde for TeleComputings verdi. Basert på verdiestimatet fremvist ser vi at Ferd har økt verdien på TeleComputing med nesten 1 milliard kroner. Det er derimot viktig å fremheve at det foreligger en vesentlig grad av usikkerhet rundt dette estimatet. Som vist i kapittel 11 så vi at verdien avhenger veldig av hvilke metoder som ble anvendt, samtidig som sensitivitetsanalysen viste at prediksjonene for fremtiden spiller en svært sentral rolle i det endelige estimatet.

En verdsettelse vil aldri reflektere markedsverdien til et selskap 100% presist, da enhver analyse er preget av en stor grad skjønn fra analytikeren i forhold til antagelser om fremtiden. Jeg har etter beste evne etterstrebet å basere verdsettelsen på realistiske prognoser, men fremtiden er usikker og man kan aldri vite med sikkerhet hvordan markedet vil utvikle seg.

Kildeliste

Bøker

Damodaran, Aswath, *Investment Valuation – University Edition: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Third Edition*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2012

Grant, Robert, *Contemporary Strategy Analysis, 8th Edition*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2010

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne, *Verdivurdering*, DnR Kompetanse AS, Oslo, 2011

Koller, Tim, Marc Goedhard and David Wessels, *Valuation – Measuring and managing the value of companies, Fifth Edition*, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, 2010

Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, New York, 2013

Sættem, Oddbjørn, *Bedriftenes Finansregnskap, 2. Utgåve*, Los Forlag, 2006

Års- og kvartalsrapporter

CGI Group, Årsrapport 2011-2014

EVRY, Årsrapport 2011-2014

TeleComputing, Årsrapport 2011-2014

Tieto, Årsrapport 2011-2014

Forelesningsnotater

Kjell Henry Knivsvflå, *Forelesningsplansjer 2016*, BUS440, Regnskapsanalyse og Verdivurdering, NHH

Finn Kinserdal, *Forelesningsnotater 2015*, MRR413B, Regnskapsanalyse og Verdsettelse, NHH

Internettkilder

BI, *Rapport fra outsourcings-undersøkelsen 2007*

Tilgjengelig på: <https://www.bi.no/Info-avdelingFiles/Forskningskommunikasjon/OU2007%20report.pdf>

CGI Group, *Om CGI*

Tilgjengelig på: <https://www.cgi.com/en>

Computerworld, *Byr 670 millioner for TeleComputing*

Tilgjengelig på: <http://www.cw.no/artikkel/oppkjop-fusjoner/byr-670-millioner-telecomputing>

Computerworld, *Fire av fem opplever it-trussel*

Tilgjengelig på: <http://www.cw.no/artikkel/sikkerhet/fire-av-fem-opplever-it-trussel>

Computerworld, *It-konsulenter forhindrer skytjenester*

Tilgjengelig på: <http://www.cw.no/artikkel/enterprise/it-konsulenter-forhindrer-skytjenester>

Dagens Næringsliv, *62 it-milliarder er blitt borte fra Oslo Børs*

Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/16/1810/IT/62-itmilliarder-er-blitt-borte-fra-oslo-brs>

Dagens Næringsliv, *Ferd selger TeleComputing*

Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/01/14/0819/ferd-selger-telecomputing>

Dagens Næringsliv, *Her fikk "alle" jobb før de var ferdigstudert*

Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/talent/2015/04/08/1818/NTNU/her-fikk-alle-jobb-fr-de-var-ferdigstudert>

Dagens Næringsliv, *Indisk it-bølge i Norge*

Tilgjengelig på: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/04/19/2053/IT/indisk-itblge-i-norge?v=28986>

EVERY, *Om Evry*

Tilgjengelig på: <https://www.evry.com/no/>

FN, *World Population Prospects: The 2015 Revision*

Tilgjengelig på:

http://esa.un.org/unpd/wpp/publications/files/key_findings_wpp_2015.pdf

Gartner Group, *Newsroom*

Tilgjengelig på: <http://www.gartner.com/newsroom/id/3055225>

Huffington Post, *The Growing Level of Environmental Awareness*

Tilgjengelig på: http://www.huffingtonpost.com/steven-cohen/the-growing-level-of-envi_b_6390054.html

Kunnskapssenteret, *Konkurransanalyse*

Tilgjengelig på: <http://kunnskapssenteret.com/konkurransanalyse/>

Kunnskapssenteret, *Opsjonsbasert analyse og verdsettelse*

Tilgjengelig på: <http://kunnskapssenteret.com/opsjonsbasert-analyse-og-verdsettelse/>

Kunnskapssenteret, *PESTEL-analyse (analyse av makroomgivelsene)*

Tilgjengelig på: <http://kunnskapssenteret.com/pestel-analyse/>

Kunnskapssenteret, *SWIMA/VRIO – analyse (ressursanalyse)*

Tilgjengelig på: <http://kunnskapssenteret.com/vrio-analyse-ressursanalyse/>

Magma, *IFRS og norske regnskapsregler*

Tilgjengelig på: <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>

My News Desk, *TeleComputing oppnår ISO 14001 miljøsertifisering*

Tilgjengelig på: <http://www.mynewsdesk.com/no/pressreleases/telecomputing-oppnaar-iso-14001-miljoesertifisering-629990>

Nordnet, *Aksjekurser*

Tilgjengelig på: <https://www.nordnet.no/mux/web/nordnet/index.html>

Norges Bank, *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*

Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank, *Styringsrenten*

Tilgjengelig på: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

SSB, *Nøkkeltall for befolkning 2015*

Tilgjengelig på: <https://www.ssb.no/befolkning/nokkeltall>

TeleComputing, *Microsoft names TeleComputing hosting partner of the year for 2015*

Tilgjengelig på: <http://www.telecomputing.com/News/MICROSOFT-NAMES-TELECOMPUTING-HOSTING-PARTNER-OF-THE-YEAR-FOR-2015/>

TeleComputing, *Om TeleComputing*

Tilgjengelig på: <http://telecomputing.no/>

Tieto, *Om Tieto*

Tilgjengelig på: <https://www.tieto.no/>

Appendix

Driftsskattesats	2011	2012	2013	2014
Årlig driftsskattesats (dss)	17,83 %	25,46 %	23,40 %	19,44 %
- Normalisert driftsskattesats (ndss)	21,53 %	21,53 %	21,53 %	21,53 %
= Unormal driftsskattesats	-3,70 %	3,93 %	1,87 %	-2,10 %

Tabell 14-1: Unormal driftsskattesats

Omgruppert resultatregnskap				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	28 187 600	27 477 071	28 220 253	28 017 518
Driftskostnader	26 586 494	26 376 489	26 669 392	26 798 487
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 601 106	1 100 581	1 550 860	1 219 031
Driftsrelatert skattekostnad	514 473	350 078	354 101	38 033
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 086 633	750 503	1 196 759	1 180 998
Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	0	0	-25 900	-42 300
Netto driftsresultat	1 086 633	750 503	1 196 759	1 180 998
Netto finansinntekt	143 606	149 154	48 929	41 720
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 230 239	899 657	1 245 688	1 222 719
Netto finanskostnad	382 322	304 447	232 140	178 941
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0
Nettoresultat til egenkapital	847 917	595 210	1 013 548	1 043 778
Unormalt netto driftsresultat	-65 837	16 411	-120 896	-264 302
Unormalt netto finansresultat	2 880	2 801	10 357	-1 686
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	782 080	611 621	892 652	779 476
Netto betalt utbytte	-389 034	-535 228	-872 818	-749 861
Endring i egenkapital majoritet	393 046	76 394	19 834	29 615

Tabell 14-2: Omgruppert resultatregnskap bransjen

Omgruppert balanse				
(Beløp i NOK 1,000)	2011	2012	2013	2014
Driftsrelaterte anleggsmidler	13 963 383	13 607 537	14 440 553	13 347 233
Driftsrelaterte omløpsmidler	7 669 120	6 981 809	7 718 554	7 629 900
Driftsrelaterte eiendeler	21 632 502	20 589 346	22 159 107	20 977 133
Finansielle anleggsmidler	55 571	204 932	243 497	313 653
Finansielle omløpsmidler	1 907 377	1 619 959	1 890 949	1 951 048
Finansielle eiendeler	1 962 948	1 824 891	2 134 446	2 264 701
Sum eiendeler	23 595 450	22 414 237	24 293 553	23 241 834
Egenkapital majoritet	10 057 286	9 847 165	10 542 831	9 629 321
Minoritetsinteresser	29 251	1 468	1 767	2 107
Egenkapital konsernet	10 086 537	9 848 633	10 544 597	9 631 428
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 290 050	1 101 822	1 006 807	1 060 042
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	7 177 891	6 685 774	7 516 021	7 661 593
Driftsrelatert gjeld	8 467 941	7 787 597	8 522 828	8 721 635
Langsiktig finansiell gjeld	4 819 179	4 568 055	4 973 520	4 630 326
Kortsiktig finansiell gjeld	221 793	209 953	252 610	258 444
Finansiell gjeld	5 040 972	4 778 008	5 226 129	4 888 770
Egenkapital og gjeld	23 595 450	22 414 237	24 293 554	23 241 833

Tabell 14-3: Omgruppert balanse bransjen

Selskap	β
Evry	0,94
Tieto	0,79
CGI Group	0,65
Snitt	0,79

Tabell 14-4: Gjennomsnittlig eiendelsbeta for bransjen

Betaberegning	2011	2012	2013	2014
Eiendelsbeta	0,79	0,79	0,79	0,79
EK-andel	0,40	0,42	0,21	0,26
Egenkapitalbeta	1,97	1,89	3,76	3,09

Tabell 14-5: Beregning av egenkapitalbeta

Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet	6,0 %	9,5 %	9,6 %	8,5 %
+ Virkning av netto finansiell gjeld	0,4 %	-0,3 %	-1,5 %	-1 %
+ Virkning av minoritetsinteresser	0 %	0 %	0 %	0 %
= Egenkapitalrentabilitet	6,3 %	9,2 %	8,0 %	7,9 %

Tabell 14-6: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet bransjen

Dekomponering av strategisk fordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Driftsfordel	-1,5 %	2,8 %	3,0 %	1,6 %
+ Finansieringsfordel	-0,9 %	-2,4 %	-3,7 %	-2,4 %
+ Minoritetsfordel	0 %	0 %	0 %	0 %
Superrentabilitet	-2,4 %	0,4 %	-0,7 %	-0,8 %

Tabell 14-7: Dekomponering strategisk fordel bransjen

Dekomponering av finansieringsfordel	2012	2013	2014	Vektet snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-1,7 %	-0,7 %	-0,2 %	-0,8 %
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,8 %	-1,6 %	-3,6 %	-1,6 %
Finansieringsfordel	-0,9 %	-2,4 %	-3,7 %	-2,4 %

Tabell 14-8: Dekomponering finansieringsfordel bransjen

Betaberegning	2015	2016	2017	2018	2019	2020	T+1
Eiendelsbeta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
EK-andel	0,45	0,46	0,48	0,48	0,49	0,50	0,52
Egenkapitalbeta	1,76	1,72	1,66	1,67	1,61	1,59	1,53

Tabell 14-9: Fremskrevet egenkapitalbeta

	2014 Tieto	CGI Group	EVRY
EV	1 536 276 261	964 674 709	810 380 367
Sales	1 522 500 000	1 725 282 720	1 413 971 100
EBITDA	125 600 000	103 124 448	112 914 000
EBITA	62 100 000	102 704 746	60 110 100
EV/Sales	1,01	0,56	0,57
EV/EBITDA	12,23	9,35	7,18
EV/EBITA	24,74	9,39	13,48

Tabell 14-10: Multipler komparative selskaper