

NHH



Strategisk og Fundamental Verdivurdering av Opera Software ASA



Joakim Skarsem Pedersen og Martin Fjørtoft Roald

Veileder: Gunnar Stensland

Masterutredning i Økonomisk Styring og Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne utredningen er Opera Software ASA verdsatt ut i fra en fundamental verdsettingsmodell, med vektlegging på strategisk analyse. Valgt verdsettelsesmetode er neddiskontert fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen. Selskapet er i modellen delt opp i tre divisjoner, som betegner forretningsområdene Opera er tilknyttet. Disse er Opera Mediaworks, Opera Browser og Operator Solutions.

I den strategiske analysen ble det funnet ut at Opera har et varig fortrinn både i teknologi for databegrensning og i merkenavnet Opera. Særlig Opera Mediaworks og Opera Browser har gevinst av disse. Det ble også funnet utfordringer tilknyttet endringer i bransjen. Fallende etterspørsel for databegrensning til teleoperatører er ventet å senke omsetningen til Operator Solutions fremover. Det er knyttet stor usikkerhet til vekst i brukere for Opera Browser grunnet stor konkurranse fra nettleseren Google Chrome, i tillegg til innebygde nettlesere som Safari, Explorer og Android Internet. Opera Mediaworks er ventet å ha høy vekst i omsetningene i årene fremover grunnet høy vekst i mobilreklame. Forventet konkurranse i Premium-segmentet er ventet å øke, som tilsier økt utbetalingsrate per reklamevisning.

Verdien av selskapet er estimert til MUSD 1696,23, hvor verdien av egenkapitalen er verdivurdert til MUSD 1335. Videre er aksjeprisen per 05.06.2015 regnet ut til å være 73,72 NOK. Dette er 15,7% over siste handlet pris per aksje denne dagen. 44,3% av selskapsverdi kommer fra Opera Mediaworks, mens bare 39,1% av selskapsverdi kommer fra Opera Browser. Dette er interessante funn, ettersom Opera Software hovedsakelig var en ren utgiver av nettlesere noen få år tilbake i tid. Operator Solutions består bare av 9,3% av selskapsverdien, mens finansielle eiendeler utgjør resterende 7,3% av total selskapsverdi.

Forord

Etter snart 5 år som student på Norges Handelshøyskole markerer denne utredningen avslutningen på vår siviløkonomutdanning og en fantastisk studietid. Gjennom årene som har gått har vi vært igjennom grunnleggende og fordypende områder innen økonomi og administrasjon. Vi har begge valgt fagkombinasjoner innenfor økonomisk styring og finansiell økonomi på masternivå. For masteroppgaven er mulighetene rundt tema og problemstilling i utgangspunktet valgfritt. Etter en felles diskusjon fant vi raskt ut at det var et par kriterier som skulle ligge til grunn for valg av tema. Vi ønsket å jobbe med noe som både var praktisk anvendbart og samtidig innenfor vårt interesseområde. På bakgrunn av dette har vi valgt å gjennomføre en verdsettelse av selskapet Opera Software ASA. En verdivurdering kombinerer fagområdene regnskap, finans og strategi, som dermed gir oss mulighet til å sette teori vi har lært ut i praksis. Omfanget og kompleksiteten i verdsettelsen av teknologiselskapet Opera er lærerikt, og er noe vi kan dra stor nytte av når vi skal ut i arbeidslivet. Siden Operas etablering på 90-tallet har den teknologiske utviklingen vært formidabel, noe som gjør Opera til et meget interessant selskap å analysere.

En verdivurdering av Opera er ekstra utfordrende siden det er lite litteratur rundt verdsettelse av teknologiselskaper, samt relativt få masterutredninger som dekker dette. Vi synes derfor at en verdivurdering av Opera både er utfordrende rent faglig og praktisk, på grunn av de stadige endringene og usikkerhetene som følger et selskap i en slik bransje.

Vi vil takke Professor Gunnar Stensland for god veiledning under prosessen av verdivurderingen. I tillegg vil vi også takke hverandre for godt samarbeid.

Joakim Skarsem Pedersen

Martin Fjørtoft Roald

Bergen, 15. juni 2015

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
1. INNLEDNING	8
1.1 PROBLEMSTILLING	9
1.2 AVGRENSNING.....	9
1.3 UTREDNINGENS STRUKTUR	10
2. OPERA SOFTWARE ASA	11
2.1 PRESENTASJON AV VALGT INNDELING AV SELSKAPET	13
2.1.1 <i>Opera Browser</i>	13
2.1.2 <i>Opera Mediaworks</i>	14
2.1.3 <i>Operator Solutions</i>	15
2.2 PRESENTASJON AV OPERAS MARKEDER	16
2.2.1 <i>Nettlesere</i>	16
2.2.2 <i>Digital annonsering</i>	19
2.2.3 <i>Databegrensning til teleoperatører</i>	20
3. VERDSETTELSE - TEORETISK FUNDAMENT	21
3.1 BEGREPET VERDI.....	21
3.2 IDÉEN BAK VERDSETTELSE	21
3.3 TEORI OG PRAKSIS.....	22
3.4 RAMMEVERK FOR VERDSETTELSE	23
3.4.1 <i>Kontantstrømbaserte metoder</i>	23
3.4.2 <i>Komparative metoder</i>	28
3.4.3 <i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	29
3.5 AVKASTNINGSKRAV.....	30
3.5.1 <i>Avkastningskravet til totalkapitalen</i>	30
3.5.2 <i>Avkastningskravet til egenkapitalen</i>	31
3.5.3 <i>Avkastningskravet til gjeld</i>	33
3.6 UTFORDINGER VED VERDSETTELSE AT ET IT-SELSKAP	34

3.7	VALG AV METODE.....	35
3.8	DE SEKS STEGENE I EN FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	36
4.	STRATEGISK ANALYSE.....	38
4.1	RAMMEVERK OG BEGRENSNINGER FOR DEN STRATEGISKE ANALYSEN.....	38
4.2	EKSTERN ANALYSE	38
4.2.1	<i>Porters fem krefter.....</i>	<i>38</i>
4.3	INTERN ANALYSE.....	49
4.3.1	<i>SVIMA</i>	<i>49</i>
4.4	SWOT (OPPSUMERING AV STRATEGISK ANALYSE).....	52
5.	REGNSKAPSANALYSE	53
5.1	PRESENTASJON AV REGNSKAPET OG FORUTSETNINGER.....	54
5.1.1	<i>Fokus i analysen</i>	<i>54</i>
5.1.2	<i>Analysenivå</i>	<i>54</i>
5.1.3	<i>Valg av analyseperiode.....</i>	<i>55</i>
5.1.4	<i>Tallmaterialet.....</i>	<i>55</i>
5.1.5	<i>Presentasjon av regnskapet.....</i>	<i>56</i>
5.2	OMGRUPPERING AV BALANSEN.....	57
5.2.1	<i>Avsetning til utbytte inkluderes i egenkapitalen.....</i>	<i>57</i>
5.2.2	<i>Skille drift og finans</i>	<i>57</i>
5.3	NORMALISERING AV RESULTATREGNSKAPET	62
5.3.1	<i>Brudd på kongruensprinsippet og identifisering av dirty surplus</i>	<i>62</i>
5.3.2	<i>Normalisering av historisk resultat</i>	<i>62</i>
5.3.3	<i>Fordeling av skattekostnad</i>	<i>67</i>
6.	KAPITALKOSTNAD.....	69
6.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITAL.....	69
6.2	KAPITALKOSTNAD FOR GJELD	72
6.3	WACC	73
7.	INPUT TIL VERDIVURDERING – BEREGNING AV PROGNOSE.....	74
7.1	VALG AV EKSPISITT PROGNOSEPERIODE	74

7.2	OMSETNING.....	75
7.2.1	<i>Opera Browser</i>	75
7.2.2	<i>Opera Mediaworks</i>	77
7.2.3	<i>Operator Solutions</i>	78
7.2.4	<i>Total omsetning for Opera Software</i>	79
7.3	DRIFTSKOSTNADER.....	79
7.3.1	<i>Utbetalingsrate</i>	79
7.3.2	<i>Lønnskostnader</i>	80
7.3.3	<i>Andre driftskostnader</i>	82
7.4	NETTO REINVESTERING.....	83
7.5	ARBEIDSKAPITAL	84
7.6	ANDRE INPUT TIL VERDIVURDERINGSMODELLEN	85
7.7	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP	86
8.	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING.....	87
8.1	OPERA MEDIAWORKS	87
8.2	OPERA BROWSER.....	88
8.3	OPERATOR SOLUTIONS.....	89
8.4	FINANSIELLE EIENDELER	90
8.5	FINANSIELL GJELD	90
8.6	VERDIEN AV OPERAS EGENKAPITAL.....	91
9.	SENSITIVITETSANALYSE.....	92
9.1	METODE.....	92
9.2	SENSITIVITETSANALYSE AV ENKELTVARIABLER.....	94
9.3	SIMULERING VED BRUK AV CRYSTAL BALL	97
9.3.1	<i>Input til simuleringsmodellen</i>	97
9.3.2	<i>Simulering</i>	98
9.4	TORNADO DIAGRAM	100
10.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	101
11.	FIGUROVERSIKT.....	102

11.1	FIGURER.....	102
11.2	FORMLER.....	104
12.	LITTERATURLISTE.....	105
12.1	LÆREBØKER.....	105
12.2	NETTSIDER.....	106
12.3	ARTIKLER.....	108
12.4	DATABASER.....	109
12.5	RAPPORTER OG PRESENTASJONER.....	109
12.6	FORELESNINGER.....	109
13.	VEDLEGG.....	110

1. Innledning

I denne oppgaven er Opera Software ASA verdivurdert ut i fra perspektivet til en risikonøytral investor. Investoren vil anta at markedspris for Operas aksje er feilpriset på bakgrunn av selskapets kompleksitet. Selskapets kompleksitet knytter seg spesielt til at Opera opererer i flere forretningsområder. I tillegg er økonomisk informasjon utgitt av Opera begrenset, og vil derfor kreve en mer kvalitativ analyse for å estimere fremtidig verdiskapning.

Verdivurderingen vil derfor identifisere hovedvirksomhetene til selskapet og verdivurdere hver divisjon for seg, slik at kan en identifisere hvor verdiene i selskapet befinner seg. Verdivurderingen baserer seg derfor på den tro at investoren har bedre innsikt i fremtidig kontantstrøm til Opera enn hva markedet har. Hovedfokus i utredningen vil være å prognostisere fremtidig kontantstrøm.

Opera startet å føre regnskapet sitt i Amerikanske dollar (USD) i 2012, grunnet en stadig større andel av omsetningen var i USA. Selskapet er fortsatt notert på Oslo Børs, og en må derfor være konsekvent i valg av hvilken valuta en velger å foreta verdivurderingen. En kan i teorien verdivurdere alle selskap med den valutaen en selv ønsker, men Damodaran (2010) anbefaler å bruke valutaen som selskapet selv bruker, siden dette gir mer datainnsikt. Denne verdivurderingen vil derfor bli utført i USD, men vil konvertere til Norske kroner (NOK) for sammenligning mot aksjekurs på Oslo Børs.

1.1 Problemstilling

Formålet med utredningen er å estimere verdien på Opera, og med bakgrunn i dette gi en vurdering i forhold til børsverdien på selskapet. Vi vil derfor verdivurdere selskapet ut i fra sentrale verdivurderingsmetoder, hvor målet er å svare på følgende overordnede problemstilling:

Hva er verdien av Opera Software ASA, per 05. juni 2015?

Herunder ønsker vi å identifisere underliggende faktorer som påvirker verdien, og stiller derfor videre følgende spørsmål:

- I hvilke divisjoner ligger verdiene til Opera?
- Hvilke faktorer ligger bak disse verdiene?
- Hvilke strategiske fordeler og ulemper er priset inn?
- Hvilken risiko og hvilke utfordringer står Opera overfor?

1.2 Avgrensning

Siden målet med denne verdivurderingen er å estimere Operas aksjekurs, vil vi begrense oppgaven til et investorperspektiv, og ikke et kreditorbasert perspektiv. Analyser og konklusjoner vil derfor være relevant for potensielle og nåværende eiere av selskapets aksjer.

Informasjonen vi benytter baserer seg på offentlig tilgjengelige data som inkluderer årsrapporter, kvartalsrapporter, selskapspresentasjoner og annen tilgjengelige informasjon. Dette innebærer at vi ikke har innhentet informasjon direkte fra selskapet, noe som kan begrense vår innsikt. Opera har valgt å offentliggjøre mye informasjon som ikke kreves i et årsregnskap, noe som gir stor verdi i en analysemodell.

Selskapet har gjennomgått store endringer de siste årene på grunn av flere oppkjøp og fremstår derfor meget annerledes i dag enn for bare noen år siden. Dette gjør at vi kun velger å bruke regnskapstall tilbake til 2011 som relevant for regnskapsanalysedelen.

Opera har også gått fra å være en ren nettleserutvikler til å gå inn i digital annonsering. Dette gjør sammenligning med konkurrenter mer kompleks. Selskaper som Google, Yahoo! og Facebook blir derfor ikke like relevant å sammenligne med regnskapsmessig, på grunn av store forskjeller i tjenestene som blir levert.

1.3 Utredningens struktur

Kapitlene i oppgaven vil følge de naturlige stegene i verdsettelsesprosessen som blir nøyere forklart i kapittel 3. Dette gjør strukturen i avhandlingen logisk og lettere å følge for leseren.

I kapittel 2 presenteres Opera og bransjene de opererer i. Det vil være vesentlig for oppgaven å tidlig gi en solid bakgrunn om selskapet og endringene de har vært igjennom de siste årene. Dette gir et godt grunnlag for analyse av selskapet, og vil derfor utdypes.

I kapittel 3 vil rammeverket for verdivurderingen beskrives. Det vil også utdypes utfordringene ved verdsettelse av IT-selskaper, samt begrunnelse for valg av verdsettelsesmetode.

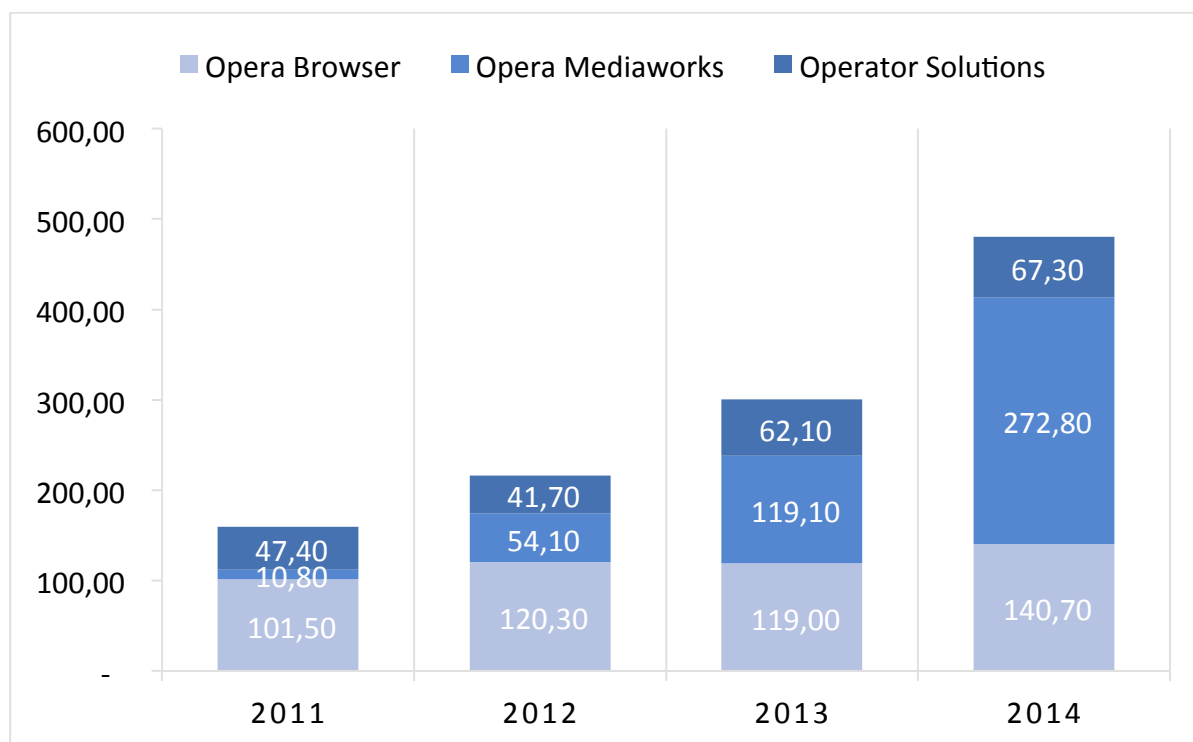
Videre foretar vi en strategisk analyse av interne og eksterne faktorer i kapittel 4. I dette kapittelet analyseres Operas ressurser og deres konkurransearena. Ut i fra dette vil vi analysere hvor Operas styrker og svakheter ligger.

I kapittel 5 foretas en regnskapsanalyse hvor balansen omgrupperes og regnskapet normaliseres. Videre blir avkastningskravet beregnet i kapittel 6. I kapittel 7 vil input til verdivurderingen bli analysert før vi gjennomfører den tekniske verdivurderingen i kapittel 8. Avslutningsvis vil vi foreta en sensitivitetsanalyse og en Monte Carlo-simulering i kapittel 9.

2. Opera Software ASA

Gründer Jon S. von Tetzchner fra Reykjavik grunnla i 1995 selskapet Opera sammen med medgründer Geir Ivarsøy, da Telenor ikke ønsket å satse på nettleseren de hadde utviklet sammen. Det ble i 1994 besluttet å lage en nettleser hos Telenors forskningsavdeling på Kjeller, som ble den første versjonen av nettleseren Opera (Elsrud, 2000).

Nettleseren var selskapets eneste inntjeningsområde til langt ut på 2000-tallet, da de valgte å utvide sin næringsvirksomhet mot digital annonsering og digitale tjenester knyttet til teleoperatører. Siden satsingen mot digital annonsering har selskapet gjennomført en rekke oppkjøp, noe som har skapt stor vekst i omsetning for Opera siden 2011 som vist i figuren nedenfor.



Figur 1 Omsetning per divisjon i MUSD

I dag er selskapet notert på Oslo Børs med en omsetning på MUSD 481, og har omkring 1500 ansatte. Figuren nedenfor viser kursutviklingen de siste 11 årene.



Figur 2 Aksjekursutvikling av Opera (Kilde: Yahoo! Finance, 2015)

I midten av februar 2015 falt Opera-aksjen med 44,1 prosent på en dag (E24, 2015). Siste kvartalsrapport for 2014 ble sluppet, og dårligere tall enn guidet fra selskapet fikk børsverdien til å falle med 6 milliarder NOK på kun få timer. Dette skyldes at Opera nedjusterte forventning i fremtidig vekst. Samtidig ble det gjennomført en stor nedskrivning av goodwill, noe som sendte et negativt signal til markedet. I tillegg styrket dollaren seg mot den Norske kronen slik at avsetningene i forbindelse med tidligere oppkjøp måtte oppjusteres.

2.1 Presentasjon av valgt inndeling av selskapet

Som forklart i introduksjonen av denne utredningen er Opera knyttet til flere forretningsområder, og det vil derfor være helt nødvendig å gjøre en inndeling av disse i divisjoner, og dermed gjøre en verdivurdering av hver enkelt. Divisjonene vil være betegnelsene på forretningsområdene som Opera opererer i og er betegnet som:

- Opera Browser
- Opera Mediaworks
- Operator Solutions

En presentasjon av disse divisjonene blir gitt mer detaljert videre i kapittelet, hvor også divisjonenes bransjer vil bli utredet.

2.1.1 Opera Browser

Opera Browser er divisjonen som er knyttet til de utviklede nettleserne til Opera, tilgjengelig på PC, mobil og Smart-TV. Herunder er også andre tjenester som er knyttet til nettleseren inkludert.

Fra oppstarten av Opera i 1995 og frem til 2005 var omtrent hele omsetningen til Opera knyttet til Opera Browser. Inntekten bestod av lisensiering av nettleseren, samt en lav andel med annonsering innad i nettleseren. I 2005 startet Opera å tilby nettleseren gratis, slik at en kunne få en større brukergruppe (NRK, 2005). Inntektskilden ble i stedet endret til å bestå av provisjoner generert gjennom de innbygde søkefeltene i nettleseren, som var koblet til blant annet Google Search og Yandex. I 2014 var 18% av omsetningen generert fra disse provisjonene.

Siden 2012 har selskapet hatt stor fokus på å monetisere nettleseren. Med over 350 millioner aktive brukere, var inntekten fra denne divisjonen hovedsakelig bare fra provisjoner fra Google og Yandex. Selskapet gjenopptok dermed annonseringen innad i nettleseren, noe som har skapt ytterligere vekst for divisjonen.

Opera Browser genererer også provisjoner fra mobilprodusenter. I utviklingsland ser en stor økning i etterspørselen etter å forhåndsinstallere Operas nettleser i mobiltelefonen. Dette kan også betraktes som *Royalty*, siden merkenavnet Opera blir brukt ved annonsering for disse mobiltelefonene.

2.1.2 Opera Mediaworks

Opera Mediaworks betegner all virksomhet som selskapet har mot digital annonsering.

Oppkjøpet av reklameagenten AdMarvel i 2010 ble det første steget for Opera inn mot digital annonsering. AdMarvel er en plattform hvor annonsører og annonseutgivere møtes, og er derfor ikke et tradisjonelt reklamenettverk. Selskapet har avtaler med store aktører på begge sider av næringskjeden, og fungerer derfor som en agent som tar provisjoner for å binde disse sammen.

Opera Mediaworks utvidet i 2012 divisjonen videre ved oppkjøpet av reklamenettverkene 4th Screen og Mobile Theory. Slik fikk Mediaworks provisjoner både mellom reklamenettverk og annonseutgivere, i tillegg til provisjoner fra annonsører og reklamenettverk. Reklamenettverkene har avtaler med flere annonsører, og fungerer derfor som en database for annonseutgiverne. På denne måten kan annonseutgiverne velge mellom et stort utvalg av annonsører, som kan tilby relevant reklame for deres nettside eller applikasjon.

I 2014 kjøpte selskapet opp reklamenettverket AdColony. AdColony tilbyr videoreklame på mobil, og var derfor et selskap som passet naturlig inn i strategien til Mediaworks for digital annonsering på mobil. AdColony ble kjøpt for til sammen MUSD 250, og er det største oppkjøpet i selskapets historie. Omsetningen fra AdColony var omtrent halve omsetningen av den totale omsetningen til Opera Mediaworks i 2014.

2.1.3 Operator Solutions

Divisjonen Operator Solutions betegner forretningsområdet som er knyttet til tjenester levert direkte til teleoperatører. Dette er hovedsakelig knyttet til lisensiering av teknologitjenester som blir levert, og er tjenester som i hovedsak omhandler teknologi som reduserer databruk hos brukerne gjennom datakomprimering.

I 2014 var 14% av omsetningen til Opera generert fra teleoperatører, med en årlig vekst på 12,4% i perioden 2011 til 2014. Denne veksten er knyttet til oppkjøpet av Skyfire i 2013, som er et selskap som leverer teknologi for å komprimere videonedlasting (Opera, 2013). Oppkjøpet var et strategisk valg av Opera til å utvide sin forretningsvirksomhet utenfor nettleseren. Det ble i 2013 utbetalt MUSD 50 for selskapet, noe som skulle tilsi en langt høyere omsetningsvekst for denne divisjonen de siste to årene. Bare ett år etterpå, i 2014 måtte Opera nedskrive goodwill tilknyttet Skyfire med MUSD 31 (Opera, 2014). Dette var et tydelig signal på at Skyfire ikke ga den veksten som først antatt.

I 2011 utgjorde omsetningen fra Operator Solutions 30% av total omsetning for Opera, noe som er redusert til 14% i 2014. Dette kan tyde på at Opera har endret satsingen mot teleoperatører.

2.2 Presentasjon av Operas markeder

2.2.1 Nettlesere

Siden Operas første nettleser i 1995 har nettlesere vært preget av store forandringer. Kildekoden for nettlesere er sett på som svært kompleks, og krever mye tid til utvikling. På 90-tallet var det lite penger i digital annonsering, noe som gjorde nettlesere til en applikasjon med lite inntjeningspotensial, og var bakgrunnen for at markedet var preget av få nettlesere. Nettleserne hadde sin hovedinntekt i lisensiering, men fikk aldri et stort volum av brukere grunnet konkurransen fra Internet Explorer som allerede var bygget inn i Windows 95.

I årene som fulgte etter Microsofts lansering av Windows 95 hadde den innebygde nettleseren Internet Explorer 1.0 en markedsandel på over 90%, noe som tilsynelatende var eneste alternativ. Internett var på 90-tallet et nytt fenomen, og det var lite informasjon om alternative nettlesere, og hvordan en kunne få tak i disse. Internet Explorer nådde i 2002 sin høyeste markedsandel på omkring 95% av nettlesere i verden, og markedet skulle nå få merke formidable endringer (Microsoft, 2013).

Vendepunktet startet i det Google begynte å vokse fra en liten søkemotor til å inneha markedsandelen de i dag har på 90% for søkemotorer brukt i verden. En avgjørende taktikk Google brukte for å vokse, var å betale ut provisjoner til nettlesere som ledet brukerne til Google gjennom innebygde søkefelt i nettleserne. Dette gjorde nettleserne langt mer lønnsomme, og var et godt grunnlag for at nye nettlesere kunne vokse og etablere seg. Provisjonen fra Google var hovedsakelig hele omsetningen til Mozilla Firefox og Opera gjennom 2000-tallet, da de sluttet å lisensiere nettleserne sine.

Google sto også for neste vendepunkt i bransjen da de lanserte sin egen nettleser Google Chrome i 2008, og samtidig la ut hele kildekode som «open-source». Nå kunne hvem som helst få tak i kildekode og lage sin egen versjon av nettleseren. Ifølge Google selv blir det hver dag utført over 3.5 milliarder søk gjennom google.com. Hver gang en bruker gjennomfører et søk vil han også få tilbud om å laste ned Google Chrome, noe som kan begrunne den høye veksten i bruken av

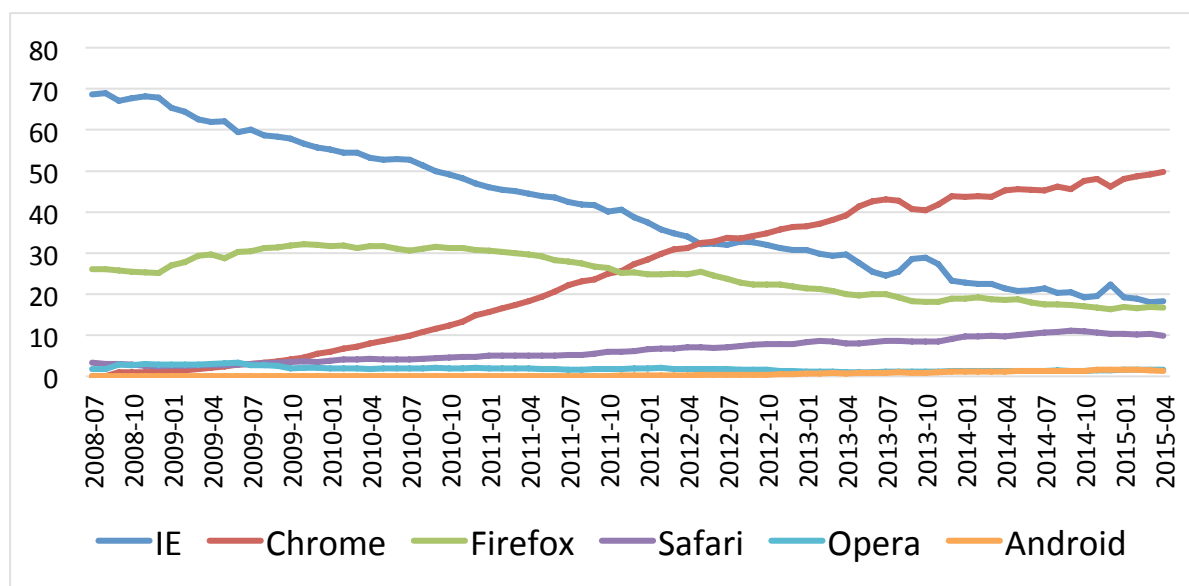
Chrome. I tillegg kjøpte Google opp utviklingsplattformen Android, noe som bidro til at Google Chrome også ble reklamert igjennom Android-baserte enheter. Dette er bakgrunnen for at Google Chrome i dag har en markedsandel på over 50%. Google har derfor et lavere behov for å betale konkurrerende nettlesere provisjoner for å lede disse til Google, noe som er grunnen til at provisjonsutbetalingene er fallende.

Etter at Google startet å legge ut kildekoden for Chromium gratis fikk en plutselig nettlesere i alle varianter, og det ble enda vanskeligere å differensiere seg som nettleser. Dette var bakgrunnen for at Opera droppet sin egen kildekode, til fordel for Google Chromium (Digi, 2013).

Apple lanserte sin egenutviklede nettleser Safari i 2002, som vokste i takt med resten av selskapet. Ved lanseringen av iPhone i 2007 vokste Apple radikalt, og førte til at Safari fikk store markedsandeler i markedet. Apple-brukere er sett på som veldig lojale mot selskapet (Computerworld, 2012), noe som er bakgrunnen for den store markedsandelen Safari har i dag til tross for at brukerne kan skifte til alternative nettlesere både for Mac og iPhone.

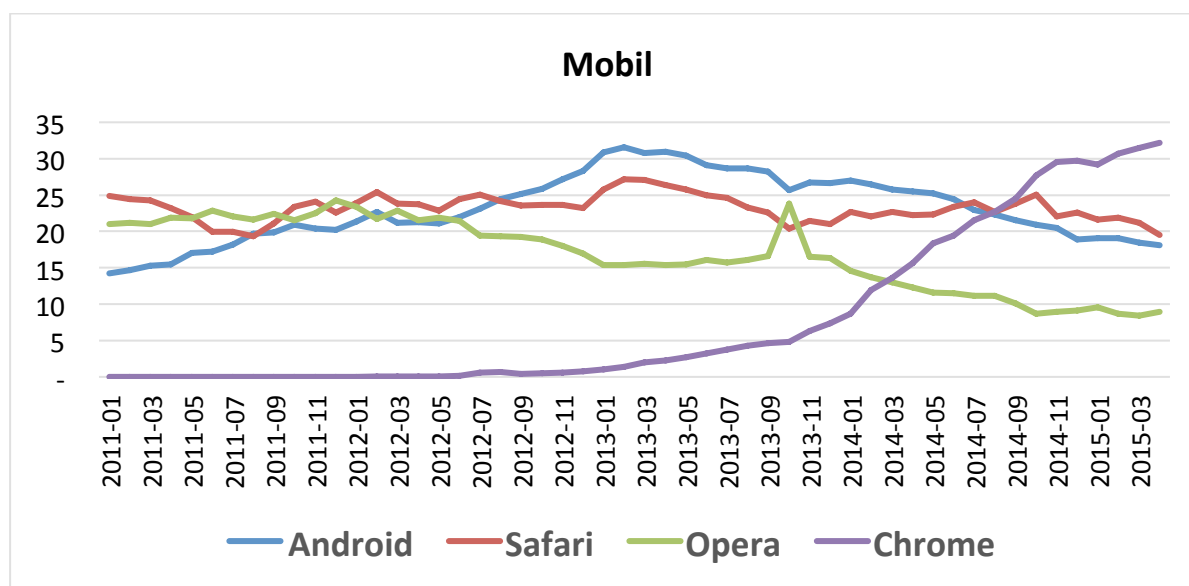
I 2009 ble markedet også endret da EU påpekte at Microsoft hindret konkurranse mellom nettlesere siden de koblet Explorer og Windows for tett sammen (Digi, 2009). Som følge av dette måtte Microsoft starte å tilby alternative nettlesere til sitt operativsystem. Dette var den avgjørende faktoren som skulle føre til at Explorer mistet sin topplassering blant nettleserne.

Figuren nedenfor viser hele markedet av nettlesere som inkluderer både PC og mobiler. Fra slutten av 2008 hadde Internet Explorer markedsandeler på nærmere 70%, men har siden da mistet markedsandeler, og er i dag på rundt 20%. Chrome har også endret seg dramatisk ved å gå fra en markedsandel på 0 til 50% på bare 7 år.



Figur 3 Markedsandeler for nettlesere på mobil og PC (Kilde: Stat Counter 2015).

En mer relevant figur for Opera er å se på utviklingen av nettlesere kun for mobiler, som alltid har vært deres satsingsområde. Opera Mini var lenge den mest brukte nettleseren for mobiler, men har siden 2011 mistet mye av sine markedsandeler. De har vokst mye i antall brukere, men markedsandelen har blitt redusert til omtrent 20% av mobilmarkedet per mars 2015. Også mobilnettlesere er preget av at Google lanserte sin nettleser Chrome, som i dag har en markedsandel på omtrent 32%.



Figur 4 Markedsandeler for nettlesere på mobil (Kilde: Stat Counter 2015).

2.2.2 Digital annonsering

Digital annonsering var et ukjent begrep på slutten av 90-tallet. Internett var et nytt fenomen, og det var ingen som visste hvor potensialet lå eller hvordan en kunne tjene penger på dette. Google visste trolig heller ikke at digital annonsering kom til å bli deres største omsetningstype i årene som skulle følge, da de eksperimenterte med annonsering for å tjene penger på søkemotoren sin. I 2003 opprettet Google selskapet AdSense, som i dag er det største reklamenettverket i verden. I dag er over 91% av omsetningen til Google generert fra digital annonsering (Google, 2013).

Frem til 2007 var Google alene på toppen innen digital annonsering, mens resten av markedet var preget av mange små reklamenettverk. Dette året startet Facebook det omfattende arbeidet med å monetisere nettsiden sin, som hadde over en milliard aktive brukere hver dag.

Facebook revolusjonerte digital annonsering ved at de nå startet å ta i bruk informasjonen de hadde om vanene og interessene til sine brukere, og kunne derfor starte med målrettet reklame. Ved at brukerne i over 4 år hadde klikket seg inn på artister, filmer, områder og interesser som de likte, visste Facebook veldig mye om brukerne, og kunne derfor plassere annonser som var målrettet mot hver enkelt bruker. Dette førte til at Facebook fikk langt høyere klikkrate per reklamevisning, og derfor høyere omsetning per sidevisning enn tradisjonelle nettsider.

Denne teknologien var også utgangspunktet for at andre reklamenettverk utviklet teknologi som startet å se på netthistorikken til brukeren, for deretter å reklamere for produkt som passet til søkehistorikken. I dag har nesten alle nettsider tatt i bruk søk i nettleserens *cookies* ved å se på hva brukeren har søkt på tidligere. Dette er muligens et like bra verktøy for å finne ut hvilken reklame som er relevant for brukeren.

Dette er også en viktig faktor bak teknologien til Operas AdMarvel, som ser på hva brukeren har søkt på og deretter søker gjennom flere reklamenettverk etter de mest relevante reklamene å vise.

2.2.3 Databegrensning til teleoperatører

Databegrensning til teleoperatører er etterspurt i områder hvor etterspørselen av datamengde er større enn kapasiteten som teleoperatørene kan levere. I stedet for å skru ned nedlastingshastigheten for mobilbrukerne i nettverket, kan operatøren komprimere nedlastningen for brukeren. På denne måten vil det være mindre totalbelastning i nettverket.

Incentivet for at teleoperatørene er villige til å betale for slik type teknologi er at nettverket øker sin stabilitet i tider hvor etterspørsel etter mobildata er stor. Nettverket kan derfor unngå å skru ned hastigheten, noe som ville ha slått uheldig ut for brukeropplevelsen.

Land som har høy vekst i andel smarttelefoner vil spesielt legge merke til begrensningen i telenettverkene. Utbygging av telenettverk er en svært tidkrevende og dyr affære, og er ofte gjennomført ved lansering av ny mobildatateknologi som 2G, 3G og 4G. I en slik situasjon vil det vil derfor være et behov for databegrensning inntil nettverket er oppgradert til en forbedret standard. Teleoperatørene vil i denne situasjonen vurdere komprimeringsteknologi, eller enklere teknologi som redusert datahastighet.

Datakomprimering er en svært kraftkrevende prosess, og en slik løsning vil kreve stor investering i servere for teleoperatørene. Det kan tenkes at slike løsninger vil virke kostbare i forhold til enkel nedjustering av datahastigheten. Et mindre nettverk vil trolig se at en slik investering vil være bortkastet grunnet lavere tid for utbygging av nettverket.

Etterspørselen etter denne typen teknologi er i dag høy i Asia, da spesielt India og Malaysia.

3. Verdsettelse - teoretisk fundament

Verdivurdering kan benyttes til flere ulike formål, for eksempel ved kjøp og salg av virksomheter, aksjehandel og verdipapiranalyse, eller til regnskaps- og skattemessige formål. For å gjennomføre verdivurdering av en virksomhet må man ha kunnskap og informasjon som gir gode analyser av de underliggende forholdene om både selskapet og bransjen det opererer i. I tillegg trenger man kunnskap om metodikk og teknikker for å utføre en verdsettelse.

3.1 Begrepet verdi

Før metodene presenteres er det viktig å definere begrepet verdi. Man kan se på verdien til en bedrift som en sammensetning av forventningsverdien til fremtidige kontantstrømmer, samt en premie som skal kompensere for risikoen investoren står overfor. For ulike eiere eller interessenter kan verdien av et selskap eller en eiendel variere og verdi må derfor ikke forveksles med pris. Innen verdivurdering skilles det mellom *bruksverdi* og *salgsverdi* (Kaldestad og Møller, 2011). Bruksverdi tilsvarer nåverdi av fremtidige kontantstrømmer, og er verdien eiendelen tilfører eieren. Salgsverdi derimot er prisen markedet er villig til å betale. De fleste salg baseres på at kjøper og selger har ulik oppfatning av verdien, og den endelige prisen blir ofte et sted imellom. Selve formålet med verdivurderingen vil være viktig ettersom salgsverdien ofte kan være høyere enn bruksverdien. Dette fordi en kjøper for eksempel ønsker kontroll eller vil utnytte synergier. En investor som vurderer å gå inn i et selskap verdsetter altså andre elementer enn en analytiker som er ute etter å finne feilprisede aksjer. Ut i fra dette forstår vi at en verdivurdering ikke er absolutt, men vil bestå av en rekke subjektive vurderinger.

3.2 Idéen bak verdsettelse

Verdivurdering er et nyttig og utbredt verktøy både for offentlig og privat sektor. En verdivurdering ivaretar helhet da det i tillegg til å vurdere utviklingen i kostnader og

inntekter, vektlegger andre eksterne faktorer. En bedrift som for eksempel har fokus på de ansatte, med lavt sykefravær, lav *turnover*, og som lett tiltrekker seg de "beste hodene" vil ha lavere kostnader på lang sikt enn i motsatt tilfelle. I teorien vil lavere kostnader føre til høyere kontantstrømmer, som igjen fører til økt verdi. Derfor vil et fokus på langsiktig verdiskaping fremfor kortsiktig press for profitt, føre til et mer bærekraftig arbeids- og næringsliv. Å utføre verdsettelse hjelper til med å sette fokus på dette da de ovennevnte faktorene påvirker et selskaps verdi.

3.3 Teori og praksis

Selv om idéen bak verdsettelse bidrar til langsiktig tankegang, bærekraft og et helhetlig bilde, må man likevel være oppmerksom på at det er forskjeller mellom teori og praksis. En utført verdsettelse bør ses på med et kritisk blikk og grunnleggende skepsis. Analytikere kan ha motiver som gjør at elementer og variabler i verdsettelsen blir vektlagt annerledes enn en selv ville ha gjort. Dette trenger ikke være intendert fra analytikerens side, men kan for eksempel være på grunn av ens kunnskap og faglig bakgrunn, og derfor egen tolkning og vurdering. *Behavioral finance* er et fagområde som i de senere år har blitt satt mer i fokus. Investorer har tendenser til å opptre irrasjonelt og markedet blir preget av dette. I følge Damodaran (2010) har forskning vist at investorer ikke liker å innrømme sine feil, og derfor har en tendens til å holde aksjer som faller i verdi for lenge. I tillegg er det også funnet at mer informasjon om en investering ikke nødvendigvis fører til en bedre beslutning. Det har for eksempel vist seg at analytikere ikke vil publisere en analyse hvor konklusjonen ligger langt fra tidligere publiserte analyser (Kinserdal, 2014). Det underliggende tillitsforholdet til markedet er derfor et paradoks ved verdsettelse. Verdien på eiendeler eksisterer ofte allerede gjennom børskurs eller omsetningsverdi, som tilfellet er med Opera. Bakgrunnen for å likevel gjennomføre en verdsettelse på egen hånd må være at man ikke stoler på markedsverdien. Det er derfor en vekslende tro på markedseffisiens, fordi psykologiske og irrasjonelle faktorer påvirker utførte analyser.

Ved å analysere hva et selskapet gjør, hvordan markedet ser ut fremover, og vurdere ulike scenarier som kan oppstå, vil en prøve å plukke opp hva som driver

verdien i selskapet. Likevel vil det være avvik mellom teori og praksis. Markedet, vekst og avkastningskrav vil påvirkes av ulike forhold som teknologi, politikk og økonomi både i hjemlandet og globalt, og endringer i alle disse elementene vil skje kontinuerlig. Dette er forhold som vil være utfordrende å få med i en økonomisk modell, som danner grunnlaget for forskjellen mellom teori og praksis.

3.4 Rammeverk for verdsettelse

Det finnes flere metoder for å komme fram til verdien av et selskap. Vi vil gå nærmere inn på og presentere tre hovedmetoder. Disse er kontantstrøms-, markeds- og opsjonsbaserte metoder (Kaldestad og Møller, 2011). Tidsrom og bruksområde vil være med å påvirke valg av metode og fremgangsmåte for en verdsettelse. Metodene komplementerer hverandre og man bør i mange tilfeller vurdere å benytte mer enn en metode. Det kreves ved bruk av kontantstrømbaserte metoder relativt mye arbeid og datamengder, mens enklere modeller kan bygge på enkeltobservasjoner og være mye mindre tidkrevende.

Det finnes også balanse- og kostnadsbaserte metoder. De balanseorienterte tar utgangspunkt i hva eiendelen kan selges for i markedet i dag og trekker fra gjelden. I selskaper hvor ansattes kompetanse, arbeidsrutiner og relasjoner til kunder og leverandører har stor betydning, vil sannsynligvis en slik metode undervurdere verdien (Kaldestad og Møller, 2011). De kostnadsorienterte går ut på at verdien er hva det ville koste å gjenskaffe eiendelen. Disse passer særdeles dårlig for et selskap som Opera, hvor intellektuell kapital er viktig, og vi går derfor ikke nærmere inn på disse metodene.

3.4.1 Kontantstrømbaserte metoder

Det finnes flere varianter og metoder innenfor denne tilnærmingen og ved bruk finner man den fundamentale verdien av selskapet. En antar at markedet ikke er effisient, og verdivurderingen bygger på analyse av underliggende forhold som har påvirket eller vil påvirke aksjekursen. Deretter utarbeides prognosetall (Kinserdal,

2014). Verdien settes som nevnt innledningsvis av at man neddiskonterer de fremtidige kontantstrømmene (ofte kalt Discounted Cash Flow, DCF) med avkastningskravet. Prognose lages hvert år i en eksplisitt periode. Påfølgende implisitte periode løper evig og forutsetter at selskapet befinner seg i *steady state*. Dette utgjør terminalåret og i denne fasen er utvikling i vekst og de ulike driverne konstant. Selskapet reinvesterer en konstant andel av overskuddet hvert år og vil samtidig ha en konstant avkastning på kapitalen (Koller, Goedhart, og Wessel, 2010). Det er verdt å påpeke at teknologiselskaper sannsynligvis ikke vil nå en ren *steady state* tilstand, på grunn av at selskapene ofte er prosjektbaserte. Dette gjelder særlig nyoppstartede teknologiselskaper som enda ikke har startet inntjeningen. Nedenfor presenteres de vanligste kontantstrømbaserte metodene.

3.4.1.1 Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoden, også kalt *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), verdsettes den totale kapitalen i selskapet (Berk og DeMarzo, 2011). Derfor holdes rentebetaling, nedbetaling og opptak av lån utenfor. Dette neddiskonteres ved et avkastningskrav som er vektet mot kapitalstrukturen, som kalles *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Avkastningskravet beregnes med utgangspunkt i risiko, markedsavkastning og avkastning på investeringer med tilsvarende risiko (Koller, Goedhart, og Wessel, 2010). Metoden regner ut selskapsverdien, og deretter trekkes finansiell gjeld fra slik at verdien av egenkapitalen finnes som en residual. Fokuset i metoden er å finne utviklingen i EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). En tar utgangspunkt i resultatene fra drift, legger til av- og nedskrivninger da dette ikke er betalbare utgifter, og trekker fra investeringer som representerer utbetalinger. Videre justeres endringer i arbeidskapital. En økning i arbeidskapitalen vil redusere kontantstrømmen, mens en reduksjon vil øke kontantstrømmen. Kinserdal (2014) argumenterer for å bruke denne metoden i praksis.

Modellen kan beskrives som følger:

EBIT * (1 - skattesats)
+ Netto av- og nedskrivninger
- Vedlikehold og investeringer (CAPEX)
- Netto endringer i arbeidskapital
= Fri kontantstrøm til selskapet (FCFF)

Verdien av totalkapitalen er summen av fremtidige kontantstrømmer neddiskontert med WACC, og finnes ved å benytte følgende formel:

$$Verdi_{FCFF} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{FCFF^t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 1 Verdien av totalkapitalen

Det vil etter den eksplisitte prognoseperioden være vanskeligere å estimere kontantstrømmene presist, slik at det ikke vil være hensiktsmessig å utarbeide budsjetter. Dermed antar en i den implisitte perioden at selskapet er i *steady state* og benytter Gordons vekstformel til å beregne terminalverdien. Den må deretter neddiskonteres med tilhørende avkastningskrav. Terminalverdien er kontantstrømmen året etter den eksplisitte perioden dividert på WACC minus vekstraten, og blir funnet på følgende måte:

$$Verdi_{terminal} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Formel 2 Utregning av terminalverdien

Den totale verdien av egenkapital er summen av neddiskontert fri kontantstrøm sammen med neddiskontert terminalverdi, tillagt markedsverdien av netto finansielle eiendeler/gjeld.

$$Verdi_{egenkapital} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{FCFF^t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \pm \text{finansielle eiendeler/gjeld}$$

Formel 3 Verdi av egenkapitalen, totalkapitalmetoden

En av kritikkene mot kontantstrømbasert verdsettelse er at metoden ikke kan fange opp verdien som fleksibilitet har i beslutninger til en bedrift (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Selv om en utvider modellen med flere scenarier, bør en i slike tilfeller vurdere å benytte seg av opsjonsbasert metode.

3.4.1.2 Egenkapitalmetoden

I egenkapitalmetoden, *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), beregnes verdien av egenkapitalen direkte (Berk og DeMarzo, 2011). Dette utgjør kontantstrømmen som kun er tilgjengelig for aksjonærene. Denne neddiskonteres deretter med avkastningskravet til egenkapitalen. Metoden skal i teorien gi samme verdi som totalkapitalmetoden. Som beskrevet ovenfor trekker en i fra netto reinvesteringer (avskrivninger minus investeringer) og netto endring i arbeidskapital. I tillegg må man trekke fra nedbetaling av gjeld og legge til opptak av nye lån. Modellen kan beskrives som følger:

	Resultat etter skatt
+	Netto av- og nedskrivninger
-	Vedlikehold og investeringer
-	Netto endring i arbeidskapital
+	Endring i gjeld (økning)
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Verdien av egenkapitalen er summen av fremtidige kontantstrømmer neddiskontert med avkastningskravet til egenkapitalen, og finnes ved å benytte formelen nedenfor:

$$Verdi_{FCFE} = \sum_{t=1}^{i=n} \frac{FCFE^t}{(1 + r_{EK})^t}$$

Formel 4 Verdi av egenkapitalen, egenkapitalmetoden

Ettersom egenkapitalmetoden inkluderer resultat fra finansielle poster vil verdien ofte ikke være konsistent med bedriftens underliggende økonomiske forhold på grunn av store svingninger i finansmarkedene ifølge Kinserdal (2014).

3.4.1.3 Dividendmodellen

Denne metoden har sitt utspring fra de ovennevnte metodene. Etter vedtak på generalforsamlingen så utbetales det dividende, som kan ses på som kontantstrømmen direkte til aksjonærene. Verdien av egenkapitalen finnes ved å neddiskontere fremtidige dividender med avkastningskravet til egenkapitalen. Intuitivt er metoden fornuftig ifølge Kaldestad og Møller (2011) ettersom utbytte er den mest direkte formen for avkastning en får som eier. Metoden tar også hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å gjøre investeringer slik at selskapet skal kunne vokse. Ulempen, som for egenkapitalmetoden, er at avkastningskravet forutsetter en konstant gjeldsandel målt til markedsverdi. Dette er vanskelig å oppfylle i praksis og gjør metoden arbeidskrevende. I tillegg kan det skje at selskaper bevisst utbetaler mindre dividende enn de kan for å styrke kapitalen, mens på den annen side kan selskaper også betale ut for mye, ved så å kompensere dette ved å foreta emisjon av nye aksjer.

3.4.1.4 Residual-income modellen (superprofitt)

Metoden tar utgangspunkt i bokført egenkapital og legger til nåverdi av fremtidig superprofitt (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Et selskap har superprofitt om avkastningen på kapitalen er større enn avkastningskravet. Metoden er god i teorien i følge Kinserdal (2014), men imidlertid har ikke bokført egenkapital noen entydig økonomisk betydning ettersom den finnes som en residual.

3.4.1.5 Adjusted Present Value (APV)

Ved å benytte konstant WACC som diskonteringsfaktor, antar man at selskapet styrer sin kapitalstruktur mot en målsatt belåningsgrad (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Det er først når selskapet har en stabil finansiell struktur og risiko at WACC er et meningsfylt avkastningskrav i følge Titman og Martin (2008). Likevel, i praksis skal det mye til for at bedrifter ikke endrer sin kapitalstruktur. For eksempel vil bedrifter med mye gjeld ofte nedbetale deler av denne når kontantstrømmene forbedres, noe som fører til at gjeldsgraden reduseres i fremtiden (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Desto høyere andel gjeld en bedrift har, jo større skattebesparelser vil bedriften oppnå ettersom rentekostnader gir skattefradrag.

Dersom man benytter en konstant WACC for å verdivurdere et selskap som over tid vil endre sin gjeldsgrad betydelig, vil dette føre til at man overvurderer den verdiøkningen slike skattebesparelser fører til. Det er i slike tilfeller det anbefales å benytte APV-metoden (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Metoden deler verdien inn i to komponenter. Den ene som om selskapet var fullt egenkapitalfinansiert, og så legges verdien av skattebesparelsene som skyldes gjeldsfinansieringen til.

3.4.2 Komparative metoder

Ved bruk av denne tilnærmingen estimeres verdien på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet. Metoden gir derfor et øyeblikksbilde av verdien. Metoden ligger nærmest *salgsverdi*-definisjonen forklart innledningsvis. Her må det samles inn priser for andre sammenlignbare eiendeler eller selskaper, og justeres for forskjeller med det eller dem det sammenlignes med. Dette er en enklere og mye mindre tidkrevende metode enn de fundamentale metodene. Metoden kjenner vi særlig igjen når vi priser en bolig, ved at verditakst blir satt i forhold til kriterier som område, byggeår og størrelse for å sammenligne med andre solgte boliger. Utfordringen ved å benytte denne metoden for å verdivurdere et selskap er at dette vil by på langt flere variabler enn hva som påvirker en bolig, og det vil være vanskeligere å måle disse variablene. Ved å justere forskjellene mellom selskapene som sammenlignes vil det by på utfordringer som gjør at prisingen kun blir tilnærmet riktig. Noen vanlige metoder for komparativ verdsettelse er listet opp nedenfor:

Resultatorienterte	Balanseorienterte	Ikke-finansielle
Pris i forhold til fortjeneste (P/E)	Pris i forhold til bokført verdi av egenkapitalen (P/B)	Selskapsverdi i forhold til antall ansatte (EV/ansatte)
Selskapsverdi i forhold til salgsinntekter (EV/sales)	Pris i forhold til nettoverdi av eiendeler (P/NAV)	Selskapsverdi i forhold til antall kunder (EV/kunder)
Selskapsverdi i forhold til driftsresultat (EV/EBIT)		Salgsinntekter / antall kunder (Sales/kunder)
Selskapsverdi i forhold til driftsresultat før avskrivninger (EV/EBITDA)		

Figur 5 Oversikt over komparative metoder

Et problem som gjør denne typen verdsettelse unøyaktig er at selskapene som inngår i multiplene må være sammenlignbare med hensyn til blant annet størrelse, vekst og risiko, noe som ofte ikke er oppfylt (Kaldestad og Møller, 2011). Komparativ verdsettelse kan også ses på som en avledning av DCF-metoden. Ved for eksempel å benytte multiplene til et børsnotert selskap til å verdivurdere et unotert selskap, verdsetter man fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte ettersom markedet allerede har verdsatt kontantstrømmene til det noterte selskapet.

3.4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I noen tilfeller kan fundamental verdsettelse undervurdere verdien ettersom man ignorerer verdien av å ha en rettighet, men ikke en plikt, til å gjøre visse tiltak. Denne type tiltak kan sees på som en realopsjon, og beskrives som muligheten til å utvide, utsette eller avhende et prosjekt relativt raskt (Kaldestad og Møller, 2011). Ved bruk av denne metoden er det hensiktsmessig å splitte verdien i minimum to komponenter, hvor den etablerte delen verdsettes ved DCF-metode (fundamental verdi) og mens realopsjonene (fleksibilitet) verdsettes i en egen øvelse. Dette kan beskrives ved å benytte følgende beregning (Kaldestad og Møller, 2011):

$$\text{Verdi} = \text{Fundamental verdi} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Verdien av denne fleksibiliteten kan ofte undervurderes i en tradisjonell DCF-analyse, og spesielt hvor det er stor usikkerhet rundt fremtiden. Selv om et prosjekts nåverdi er positivt, kan det likevel være lønnsomt å utsette en beslutning hvis det øker opsjonsverdien i prosjektet. For selskaper med utviklingsprosjekter (som i farmasøyt- eller teknologibransjen) kan metoden være god siden resultatet vil avhenge av om prosjektet blir vellykket eller ikke. For andre typer selskaper blir metoden kompleks ettersom det kreves estimater på blant annet utøvelsespris, volatilitet og levetid på opsjonen. Ved verdivurdering av selskaper med stor usikkerhet vil dette i en tradisjonell DCF-analyse redusere verdien av selskapet på grunn av økt kapitalkostnad. Realopsjoner på den annen side vil øke i verdi ettersom opsjonselementet stiger i verdi ved økt varians. Derfor vil det være en fordel å bruke opsjonsbasert verdsettelse for selskaper som står overfor stor usikkerhet i fremtidig inntjening.

3.5 Avkastningskrav

I analysen av fremtidige kontantstrømmer vil det være viktig å få frem hvordan de skaper verdi i dag. Bedrifter skaper verdi om deres investeringer genererer fremtidige kontantstrømmer med avkastning større enn kapitalkostnaden (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Desto raskere selskapet vokser og investerer kapital som gir bedre avkastning enn kravet, jo mer verdt vil selskapet være. Derfor vil driverne bak et selskaps verdi avhenge av vekst, avkastning på den investerte kapitalen og avkastningskravet.

3.5.1 Avkastningskravet til totalkapitalen

Ved bruk av totalkapitalmetoden neddiskonteres prognosene for fremtidig kontantstrøm ved bruk av gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC. Avkastningskravet kan regnes ut ved å benytte formelen under.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_e + \frac{D}{E + D} * r_d(1 - t)$$

Formel 5 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på markedsverdi og multiplisere med avkastningskravene, estimeres selskapets krav til avkastning (Kaldestad og Møller, 2011). Hovedmålet med utredningen er å finne verdien på egenkapitalen, og vi får her et sirkulært problem da vi trenger denne for å beregne avkastningskravet. Dette sirkularitetsproblemet løses i Excel hvor både verdien av egenkapitalen og avkastningskravet til egenkapitalen beregnes samtidig (Kaldestad og Møller, 2011).

3.5.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

For å regne ut gjennomsnittlig kapitalkostnad, må en først beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Det finnes flere metoder for å gjøre dette, men den mest brukte i praksis er kapitalverdimodellen, heretter CAPM:

$$E(r_i) = r_f + B_i(E(r_m) - r_f)$$

Formel 6 Utregning av krav til egenkapitalen

I formelen er $E(r_i)$ avkastningskravet til egenkapitalen, r_f er risikofri rente, B_i er aksjens sensitivitet relativt til markedet og $E(r_m)$ er markedets forventede avkastning, slik at leddet $(E(r_m) - r_f)$ tilsvarer markedets risikopremie.

Siden verdivurderingen vil bli utført i USD er det viktig å være konsekvent i valg av faktorer for å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen. Det vil si at en må hente input til kapitalverdimodellen som knyttes mot USD og den amerikanske økonomien, i form av renter og risikopremier.

3.5.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er betegnelsen på avkastningen en får ved en risikofri plassering og er en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkursrisiko. I følge Kaldestad og Møller (2011) er 10 års statsobligasjoner mest brukt i praksis da renter

med lang horisont varierer mindre enn renter med kort horisont. Problemet på den annen side er at det kan innbakes en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko, noe som strengt tatt ikke gjør dette risikofritt.

3.5.2.2 Beta

En investor som vurderer å investere i en bestemt aksje står overfor to typer risiko, bedriftsspesifikk (usystematisk) og generell markedsrisiko (systematisk risiko) (Bodie, Kane og Marcus, 2004). Bedriftsspesifikk risiko knyttes til forhold som kun påvirker selskapet og kan i teorien elimineres ved diversifisering. Derfor vil en rasjonell investor kun sitte igjen med systematisk risiko og der igjen et lavere avkastningskrav til egenkapitalen (Kaldestad og Møller 2011). Markedsrisiko påvirker alle selskaper, og innebærer faktorer som konjunktursvingninger, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. Beta er et mål på hvordan et selskap blir påvirket av denne typen risiko. Beta er samvariasjonen mellom avkastningen til en bedrift og avkastningen til markedsporteføljen, og kan defineres på følgende måte:

$$\beta = \frac{KOV(r_i, r_m)}{VAR(r_m)}$$

Formel 7 Utrekning av egenkapitalbeta

Dette betyr at dersom Beta-verdien er 1, vil bedriften ha lik volatilitet som markedet. Om Beta-verdien er 0 vil bedriften ha en risikofri plassering. Beta kan finnes på flere måter, men det vanligste er å benytte observasjoner fra sammenlignbare selskaper. Dette kan løses ved å benytte seg av en regresjonsanalyse, hvor historiske kurser fra selskapet sammenlignes med en markedsindeks. En annen måte er å identifisere egenkapitalbetaen, til sammenlignbare selskaper og justere denne om til deres forretningsbeta, på følgende måte (Kinserdal, 2014):

$$\text{Forretningsbeta: } \beta_U = \beta_L * \frac{E}{EV}$$

Formel 8 Utrekning av forretningsbeta

Sammenlignbare selskapers forretningsbeta finnes altså ved å multiplisere selskapenes egenkapitalbeta mot egenkapitalandelen.

Neste steg er å gjøre om bransjens forretningsbeta til egenkapitalbetaen for selskap som verdivurderes. Egenkapitalbetaen finnes ved å multiplisere sammenlignbare selskapers forretningsbeta mot selskapets gjeldsandel. Dette baseres da på gjeldsgraden og finnes slik:

$$\text{Egentapitalbeta: } \beta_L = \beta_U * \frac{EV}{E}$$

Formel 9 Forhold mellom forretningsbeta (β_U) og egenkapitalbeta (β_L).

3.5.2.3 Markedets Risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen en investor i aksjemarkedet kan forvente å få sammenlignet med den risikofrie renten. Markedspremie må beregnes fra landet hvor selskapet har sin hovednæring. Kaldestad og Møller (2011) nevner tre metoder en kan bruke for å finne denne. Den første er historiske premie, hvor avkastningen over tid på en markedsindeks sammenlignes med avkastningen på statsobligasjoner. Den andre er å estimere en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs, mens den siste er å benytte en spørreundersøkelse blant investorer og akademikere. Hver metode har sine fordeler og ulemper, og historisk premie benyttes mest i praksis.

3.5.3 Avkastningskravet til gjeld

Avkastningskravet til gjelden må også beregnes. Markedsrente for gjeld vil være mer relevant å bruke enn selskapets faktiske gjeldsrente (Kaldestad og Møller 2011). Det er urealistisk at en differanse mellom selskapets gjeldsrente og markedsrenten vil opprettholdes over tid. Avkastningskravet til gjelden finnes på følgende måte:

$$\text{Finansielt gjeldskrav: } r_D = r_f + \text{kredittrisikopremie}$$

Formel 10 Finansielt gjeldskrav

Risikofri rente bør settes slik at det er konsistens mellom forutsetningene som ble lagt til grunn for valg av denne ved beregning av egenkapitalkravet. Kredittrisikopremie er et påslag for forventet kostnad ved tap eller konkurs. En kredittrisikofaktor beregnes av ratingbyråer (som Moody's og Standard & Poor's) og baseres på konkurssannsynlighet, gjennomsnittlig forventet tap ved konkurs og lånelengde. Denne faktoren multipliseres med risikofri rente og utgjør dermed kredittrisikopremien (Kinserdal, 2014).

3.6 utfordringer ved verdsettelse at et IT-selskap

I økonomisk teori med et perfekt marked har vi sett at verdien av et objekt er nåverdien av fremtidig verdiskapning. Har man sterke signaler om denne verdiskapningen, vil ens konklusjoner være sikrere. Derimot er det slik at ved verdivurdering av teknologiselskaper vil signalene være svake, misvisende eller i verste fall fraværende (Matson, Tomasgard og Vik, 2001). Derfor vil asymmetrisk informasjon mellom kjøper og selger forstyrre prisingen.

Kjerkreit (2007) mener at IT-selskaper er utfordrende å verdsette, og at dette kan forklare hvorfor teknologiaksjer ofte er svært volatile. Hos IT-selskapene er det ofte ikke de fysiske eiendelene i balansen som bidrar til selskapenes verdi, men vanskelig målbare størrelser som kompetansen hos de ansatte som har stor betydning. I tillegg har de immaterielle eiendelene større betydning enn hos en standard produksjonsbedrift. Dette fører til at selskapet hele tiden må videreutvikle sine produkter og konsepter for å kunne holde på mulige komparative fortrinn.

Matson, Tomasgard og Vik (2001) trekker frem flere punkter som er vesentlige når man skal verdsette en teknologibedrift. Den fremtidige inntjeningen vil hovedsakelig komme av de ansattes kunnskap. Som også Kjerkreit påpeker, vil dette være en av de viktigste driverne for verdien av et IT-selskap. Verdiene i selskapet ligger ofte også i fremtidige muligheter som dagens investeringer gir, og Matson, Tomasgard og Vik (2001) mener derfor at risiko og beslutningsfleksibilitet er nøkkelen i verdsettingen. I tillegg er det viktig å forstå den teknologien selskapet utvikler, for å kunne gjennomføre en god verdsettelse. Ettersom kontantstrømbaserte metoder

ikke tar hensyn til beslutningsfleksibilitet, mener Matson, Tomasgard og Vik, (2001) det kan være nødvendig med opsjonsbaserte metoder. Kjerkreit (2007) konkluderer på den annen side med at en grundig verdsettelse av IT-selskaper bør baseres på kontantstrømanalyse som gjerne inkluderer ulike scenarier for å ta hensyn til usikkerheten som ligger i estimatene på lang sikt.

3.7 Valg av metode

Generelt vil valg av metode og teknikk for verdsettelse variere og avhenger av flere forhold, eksempelvis selskapets fase i livssyklusen, bransje, tilgjengelig informasjon og data, eller om det er grunnlag for fortsatt drift eller ikke (Kinserdal, 2014). Optimalt bør man benytte flere tilnærminger i en verdivurdering. I følge Kaldestad og Møller (2011) bør en kombinere kontantstrømbaserte og komparative metoder, da disse er mest pålitelig.

Opera ble opprettet i 1995 og er derfor et forholdsvis modent selskap. Etter børsnoteringen i 2004 har selskapet nå god inntjening og selskapsverdien er derfor ikke bare avhengig av utfall i fremtidige prosjekter. Bransjen er særlig preget av vekst og innovasjon som truer eksisterende aktører, men Opera har vist seg tilpasningsdyktige til dette. Dette skyldes at Opera har kjøpt opp selskaper som passer godt inn i deres vekststrategi.

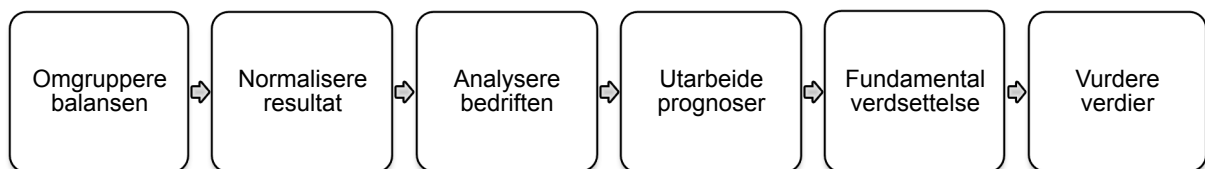
Med hensyn til diskusjonen og teoriene presentert, samt Kjerkreits konklusjon om at en grundig verdsettelse av et teknologiselskap bør baseres på kontantstrømanalyse, velger vi å gjennomføre en fundamental verdsettelse med fokus på fremtidig kontantstrøm. Vi har forholdsvis god tilgang til offentlig informasjon og historiske data, noe som gjør det naturlig å velge denne metoden. Selve teknikken vi fokuserer på vil være total kapitalmetoden (FCFF).

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen kunne vi også utført komparativ verdsettelse ved bruk av resultatorienterte multipler, som P/E og EV/EBITDA. Andre komparative metoder som tar utgangspunkt i bokførte verdier som P/B er mindre relevant siden verdiene av de fysiske eiendelene i balansen oftest har liten

betydning for verdsettelsen av IT-selskaper. Imidlertid er konkurrenter som Google, Facebook og Yahoo! lite sammenlignbare fordi disse selskapene blir for differensierte. Komparativ verdsettelse gir derfor ikke noe supplerende informasjon for å underbygge den fundamentale verdivurderingen, og vi velger derfor å ikke gjennomføre denne metoden. I stedet vil det bli lagt større fokus på sensitivitetsanalyse for å diskutere resultatene fra den fundamentale verdsettelsen.

3.8 De seks stegene i en fundamental verdsettelse

Kinserdals (2014) forslag til seks steg i en fundamental verdsettelse illustrerer godt veien for å gjennomføre den valgte metoden. Det er flere elementer som inngår, og historien så vel som fremtiden analyseres. Strategi, bransje og konkurrenter spiller også en stor rolle, samt analyse av usikkerheten rundt verdiestimatet.



Figur 6 Seks steg i en fundamental verdsettelse

Omgruppere balansen for analyseformål

Det første steget i en fundamental verdsettelse er å skille driftsrelaterte eiendeler og gjeld fra de finansielle. For å estimere verdien må det justeres for eiendeler og gjeld som ikke er en del av driften. Vi ønsker et investororientert perspektiv, og regnskapet er i utgangspunktet kreditororientert med fokus på substans- og likvidasjonsverdi (Kinserdal, 2014).

Normalisere historiske resultater

Steg to er å normalisere de historiske regnskapstallene. Først må man justere for målefeil som kan være tilknyttet feil bruk av god regnskapsskikk eller kreativ regnskapsføring (Kinserdal, 2014). Deretter foretas en historisk justering av tidligere årsresultater hvor man tar ut engangseffekter og justerer unormale svingninger som ikke er med på å gi et riktig bilde av hva som er verdiskapende. Dette gjøres for å

finne den reelle inntjeningen som har vært i selskapet, og det vil derfor være med på å danne grunnlaget for videre analyse av driften (Kinserdal, 2014).

Analysere bedriften

Her analyseres de historiske og normaliserte tallene slik at en får frem trender og kan beregne nøkkeltall. Ved hjelp av nøkkeltall kan man få en underliggende innsikt i økonomiske forhold (Kinserdal, 2014). Videre sammenligner man dette med konkurrenter og utfører den strategiske analysen av selskapet og bransjen for å gi et bilde av fremtidige utsikter.

Utarbeide prognoser

I dette steget bruker man de ovennevnte resultatene fra normaliseringen og analysen av selskapet som input for å kunne lage prognoser på fremtidig kontantstrøm.

Fundamental verdsettelse

Her utføres selve verdsettelsen ved bruk av valgte metoder. Samtidig beregnes avkastningskravet.

Virker verdiene fornuftige?

Det siste steget er å analysere usikkerheten i verdiestimatet ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse av ulike variabler som er benyttet som grunnlag for verdien. Ved bruk at kontantstrømbaserte metoder er terminalverdien svært sensitiv for blant annet forutsetningene man legger til grunn for evig vekst.

4. Strategisk Analyse

En strategisk analyse er helt nødvendig å gjennomføre for å skaffe et innblikk i et selskaps mulighet til å generere profitt i fremtiden. Analysen vil gi et kvalitativt innsyn i bransjens generelle lønnsomhet, samtidig som en vil se på hvordan Opera posisjonerer seg i markedet sammenlignet med konkurrerende bedrifter.

4.1 Rammeverk og begrensninger for den strategiske analysen

Den strategiske analysen vil bestå av både en ekstern og en intern analyse. Den eksterne analysen vil ta utgangspunkt i Porters fem krefter, og vil gi innsyn i bransjene som Opera opererer i. Den interne analysen vil ta utgangspunkt i en SVIMA analyse, for å identifisere konkurrerende fortrinn som Opera har.

I analysen skilles mellom de tre divisjonene som denne verdivurderingen deler Opera inn i. På denne måten vil en kunne genere en mer kvalitativ kontantstrøm for hver divisjon.

4.2 Ekstern analyse

4.2.1 Porters fem krefter

Porters fem krefter er et nyttig verktøy om en vil måle lønnsomheten i en bransje. Ved å se på trussel fra inntrengere, kundens og leverandørers forhandlingsmakt, rivalisering og substitutter får en et bilde av hvilken meravkastning på kapital det finnes i bransjen.

4.2.1.1 Trussel fra inntrengere

I et fritt marked vil det i teorien ikke eksistere meravkastning på sysselsatt kapital, på grunn av at nye bedrifter vil etablere seg for å inntjene dette, eller at etablerte selskaper senker prisene for å redusere trusselen fra inntrengere (Barney 2011).

Trusselen for at nye bedrifter etablerer seg i bransjen varierer i stor grad av bransjens karakter, i form av kapitalinvestering og kostnadsfordeler. En bransje som krever høy initial kapitalinvestering med lang inntjeningstid, vil bidra til lavere trussel for inntrengere siden dette reduserer antall aktører som er finansielt i stand til å utføre dette.

Nettlesere

I dag er brukere av nettlesere preget av at de fortsetter å bruke nettleseren som allerede er forhåndsinstallert på enheten de kjøper. Dette gjelder for både mobiltelefon, nettbrett eller PC.

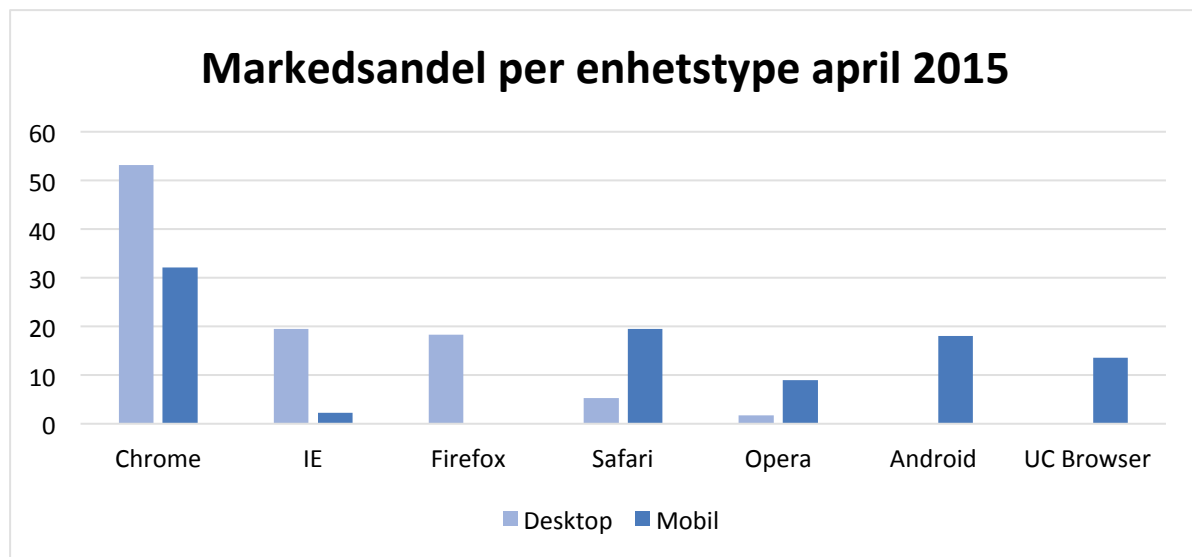
Googles Chrome blir markedsført gjennom google.com, i tillegg til mobiltelefoner som baserer seg på Android. Microsofts Internet Explorer kommer forhåndsinstallert i operativsystemet Windows og mobiltelefoner som er basert på Windows, mens Apples Safari er forhåndsinstallert på Mac i deres operativsystem.

Enhetstype	Forhåndsinstallert nettleser
PC med Windows OS og Windows Phone	Internet Explorer
Mac, Iphone, Ipad, Ipod	Safari
Android	Android Internet, Google Chrome

Figur 7 Forhåndsinstallerte nettlesere per enhetstype

Opera og Firefox har også avtaler om forhåndsinstallering på noen typer telefoner, men dette er ubetydelig sammenlignet med resterende nettlesere. Firefox og Opera har vært en alternativ nettleser i 20 år, og har derfor klart å etablere en liten andel av lojale brukere.

Figuren nedenfor viser markedsandeler per april 2015 for både PC og mobiltelefoner på verdensbasis.



Figur 8 Markedsandel per enhetstype april 2015

Nettlesere er i dag svært homogene produkter, og er preget av svært store og få aktører. Mange har allerede droppet egenutviklede nettlesere siden Google utgir kildekoden til Chromium. Videre har Google redusert sine provisjoner for å promotere Google Search siden de allerede har over 50% av markedet gjennom Chrome og Android, noe som reduserer lønnsomheten ved å utvikle en ren nettleser for å tjene provisjoner gjennom Google.

En klar trussel for inntrengere er store produsenter av enheter som kan forhåndsinstallere nettlesere slik som Apple gjør, eller store nettsider som Google som leder brukerne til sin egen nettleser. Ut i fra disse forutsetningene er det få aktører som har dette utgangspunktet. Selskap som Facebook er en klar trussel om de velger å utvikle en egen nettleser. Facebook har tilgang til over 1 milliard aktive brukere i dag, og vil kunne få en stor andel av markedet om de bestemmer seg for å utvikle en nettleser.

I tillegg utgir Google kildekoden til sin egen nettleser, og dette gir en mulighet for at andre aktører lettere kan utvikle sin egen nettleser. Kildekoden for nettlesere er kompleks og dermed tidskrevende. Dette hinderet er dermed borte så lenge Google fortsetter å utgi kildekoden til Chromium gratis.

Trusselen for inntrengere er dermed sett på som **medium** for nettlesere.

Digital annonsering

Markedet er i dag preget av store og differensierte reklamenettverk. En nøkkelfaktor for å skape et lønnsomt reklamenettverk er volumet av annonsører og annonseutgivere i nettverket. Dette arbeidet er arbeidsintensivt og krever lang tid for å opprette seg et slikt volum.

Derimot vil en aktør som allerede er etablert innen annen type annonsering ha et godt utgangspunkt for å gå inn i digital annonsering. Nye aktører vil møte utfordringer knyttet til teknologien for både å vise videoreklame på mobil, men også hvordan dette administreres. Mobilreklame er et forholdsvis nytt marked, og antall teknologibedrifter som har utviklet gode systemer for dette er få. Dette er også en av grunnene til at selskapene som er ledende i teknologien også er priset høyt i markedet. I 2009 ble reklamenettverket AdMob oppkjøpt av Google for MUSD 750 (Tech Crunch, 2009), mens Apple kjøpte opp Quattro for MUSD 275 i 2010 (Tech Crunch, 2010). Også Opera har gjort flere oppkjøp av reklamenettverk for å komme seg inn i bransjen. Senest i 3.kvartal 2014 kjøpte Opera opp AdColony for MUSD 350, som er et ledende reklamenettverk innen mobilreklame (The Wall Street Journal, 2014).

Oppkjøpene av disse teknologibedriftene sier noe om hvilket potensiale som ligger i mobilreklame. Antall aktører som har finansiell posisjon og stor nok brukermasse til å konkurrere mot de som er etablert innen mobilreklame er få, noe som tyder på at trusselen mot inntrengere er **lav**.

Databegrensning til teleoperatører

Komprimering av data er tradisjonelt sett på som svært sofistisert teknologi. Utvikling av slik type teknologi vil være tidkrevende, og kreve høy forståelse av datakomprimering. Dette vil isolert sett føre til lav trussel mot inntrengere.

Etterspørselen av slik type teknologi vil muligens reduseres i årene som kommer, etterhvert som nettverkene i utviklingsland blir oppgradert. Det er derimot knyttet stor usikkerhet til denne etterspørselen. Historisk har databruken vokst radikalt siste årene, og ekspertene er uenige om denne trenden vil fortsette.

I dag er etterspørselen etter slik type teknologi lav i den vestlige verden, og har blitt flyttet mot utviklingsland. En ser en økning i etterspørsel av mobildata, samtidig som

den nødvendige utbyggingen av datanettverket ikke eksisterer for å dekke dette. Markedet for disse eksisterer i dag i Asia, særlig India og Malaysia. Antallet potensielle kunder minker, og vil trolig redusere meravkastningene i markedet.

Trusselen mot inntrengere er derfor sett som **lav**.

4.2.1.2 Kunders forhandlingsmakt

Kunders forhandlingsmakt er avhengig av prissensitiviteten til kunden og den relative forhandlingsmakten mellom kunde og leverandør. Forhandlingsmakten påvirkes av kjøpers og selgers relative størrelse og konsentrasjon, og hvor godt informerte kjøpere er (Barney 2011).

En ser gjerne på antall aktører i bransjen, som deretter gir kunden rom for å gå til konkurrerende bedrifter. I et monopolmarked vil kunden dermed ha lite forhandlingsmakt, mens i et fritt marked med homogene produkter vil kunden ha relativ stor forhandlingsmakt.

Nettlesere

De største nettleserne er i dag gratis for brukere å installere, både for mobiler, PCer og Mac. I tillegg kreves det liten teknologisk innsikt for å gjøre dette, og er lett tilgjengelig gjennom nett. Dette taler for at kunders forhandlingsmakt er **høy**.

Digital annonsering

I dag er markedet preget av flere reklamenettverk, hvor det råder høy differensiering mellom produktene de leverer. Reklamenettverkene har muligheter til å differensiere seg ved å konstruere forskjellig portefølje av både annonsører og annonseutgivere.

De fleste av nettverkene har flere krav de stiller til annonseutgiveren i forhold til antall visninger på nettsiden, og hvilken kvalitet siden har. På denne måten vil de ha et bedre produkt å selge til annonsøren, siden annonseringen potensielt kan nå et større marked. Nettverkene kan dermed ta bedre betalt per annonsevisning, og kan beholde en høyere margin ved salg til annonseutgiver.

Markedet er også preget av flere nettverk som er volumbasert. Ved å beholde en lavere margin fra annonsøren kan disse nettverkene tiltrekke seg flere annonseutgivere siden disse får beholde en høyere andel av annonseinntektene.

Noe som klart taler mot høy forhandlingsmakt til kundene er at det finnes lite offentlig informasjon for å sammenligne inntekt og utbetalingsrate mellom reklamenettverkene. Ved kontraktinngåelse er kundene bundet til å ikke offentliggjøre hvilke avtaler de har inngått, noe som skaper stor kommunikasjonssvikt i markedet ved prissetting.

Kunders forhandlingsmakt er derfor klassifisert som **medium/lav** for digital annonsering.

Databegrensning til teleoperatører

Det er få aktører som tilbyr datakomprimeringsteknologi mot teleoperatører. Dette gir isolert sett lav forhandlingsmakt til kundene. Derimot eksisterer det gode alternative metoder for teleoperatører for å redusere databruk. Substituttene for databegrensningsteknologi er gode, og vil derfor gjøre at marginene på produktet blir redusert. Kundenenes forhandlingsmakt er derfor satt som **medium**.

4.2.1.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt fungerer på samme måte som kunders forhandlingsmakt. Her ser en på hvor enkelt det er for bedriften å skifte leverandører, og en ser på den relative forhandlingsmakten. Kompleksiteten av å skifte leverandør er avhengig av eksisterende kontraktinngåelser og kostnader tilknyttet endringen.

Leverandører til alle tre av Operas divisjoner er tett knyttet til programutvikling. En ser en klar trend blant IT-selskaper at de skifter leverandører for programutvikling til lavkostland. Blant annet har Evry flyttet mange av sine arbeidsplasser til India (Evry, 2012). Opera har også flyttet flere arbeidsplasser bort fra Norge, og mange av arbeidsplassene er nå i Polen. Dette er en kjent strategi for arbeidsintensive bedrifter for å redusere lønnskostnader, og er ventet å fortsette.

På den annen side er kildekoden til nettlesere og applikasjoner tilknyttet digital annonsering sett på som svært kompleks, noe som vil stille høye krav til disse leverandørene. En ny leverandør vil også bruke mye tid på å sette seg inn i applikasjonen, noe som taler for at kostnaden for å endre leverandør er høy.

Leverandørers forhandlingsmakt for nettlesere, digital annonsering og databegrensning til teleoperatører er derfor satt til **medium**.

4.2.1.4 Substitutter

Substitutter er definert som tjenester eller produkter som kan dekke kundens behov på en annen måte enn hva bransjen gjør. Her vil det være sentralt å se på kostnaden og kvaliteten for dette substituttet og se hvordan dette vil påvirke etterspørselen i bransjen.

Nettlesere

En nettleser defineres som en applikasjon som kan konvertere en nettside med http-kode til en brukervennlig side. Det vil derfor ikke eksistere rene substitutter for nettlesere, siden markedet vi analyserer inkluderer alle applikasjoner som utfører denne jobben.

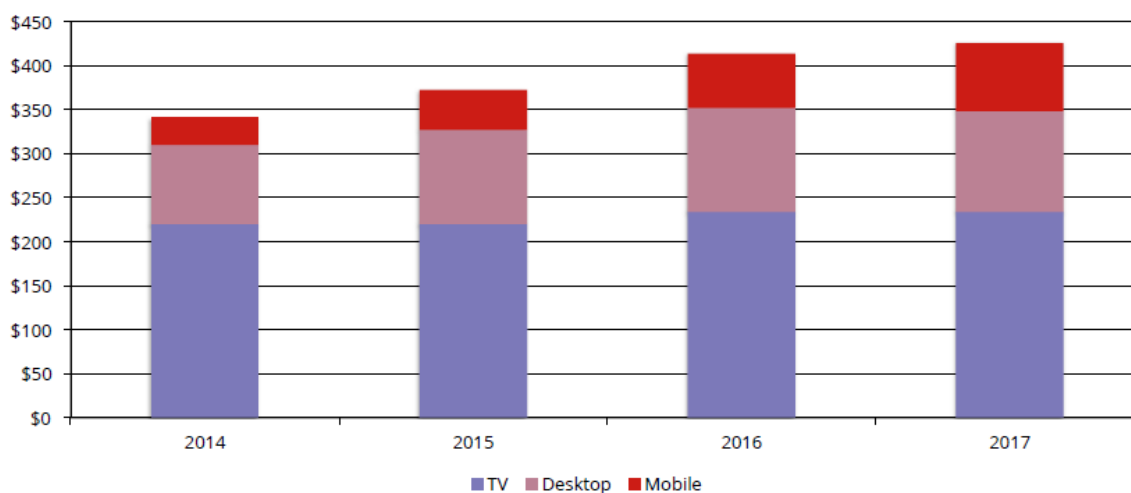
På tross av at det ikke finnes rene substitutter for nettlesere, har det vært en klar trend at store nettsider utgir egne utviklede applikasjoner, slik at en slipper å gå via en nettleser. Et godt eksempel på dette er sosiale nettsider som Facebook og Twitter, men også flere nyhetssider og forum. Den stadig økende andelen av smarttelefoner i verden utgjør et godt potensiale for å utvikle egne applikasjoner, for å gjøre nettsidene lettere tilgjengelig for brukeren. Det ventes at denne utviklingen fortsetter, noe som kan utgjøre en stor forskjell på tiden brukerne bruker i en nettleser.

Trussel for substitutter for nettlesere er derfor sett på som **medium**.

Digital annonsering

Substitutter for annonsering gjennom mobil er i denne verdsettelsen definert som annonsering gjennom andre medier som TV og *desktop*.

TV-reklame er i dag det største markedet av total omsetning for annonsering, mens annonsering på mobil enda er i en tidlig fase. Veksten i annonsering gjennom mobiltelefoner er klart høyest frem til 2017 ifølge en undersøkelse utført av eMarketer som presentert nedenfor.



Figur 9 Estimert global omsetning av reklame (Kilde: Opera, 2015)

Tross høy vekst i mobilreklame vil annonsering via mobil være liten i forhold til TV-reklame. I tillegg er majoriteten av mobiltelefoner i verden begrenset i teknologi for å kunne vise videoreklame, noe som reduserer inntekt per reklamevisning i forhold til en TV-reklame.

På den annen side er det lite tvil om at veien videre går mot bedre teknologi på mobiltelefoner, som trolig vil gi høyere betalingsvillighet blant annonsører.

Trussel for substitutter er her satt til **medium**.

Databegrensning til teleoperatører

Substitutter for databegrensning til teleoperatører er definert som alternative metoder å begrense datamengde i et telenettverk.

Det er særlig teleoperatører i utviklingsland som har hatt en høy vekst i andel databruk i forhold til utbyggingen av telenettverket som har behov for å redusere databruk. En ofte brukt metode for å begrense belastningen av nettverket er å oppjustere pris per data. Dette kan ses på som et substitutt til å bruke teknologi for å redusere databruk. Problemet her er at en vil redusere antall brukere på nettet, noe som ikke er ønskelig med tanke på å få flere brukere i utviklingsland på nettet.

Ved siden av økt pris per datamengde er en annen brukt metode å redusere datahastighet ved bestemte tider på døgnet når databruken er høyere. Disse substituttene er meget gode for teleoperatørene, siden de i forhold til datakomprimering er kostnadsfrie og ikke vil kreve høy initial investering. Brukeropplevelsen med disse substituttene kan tenkes å være noe lavere, og må ses i sammenheng med konkurrerende nettverk i landet.

Trussel for substitutter er derfor sett på som **høy**.

4.2.1.5 Rivalisering

Med rivalisering menes en beskrivelse av hvordan eksisterende bedrifter i bransjen handler i forhold til hverandre for å nå frem til kundene. Dette er igjen avhengig av bransjens karakter. Særlig er det viktig å se om bransjen er preget av homogene eller differensierte produkter, og hvordan konkurransesituasjonen er. Rivaliseringen kan en måle ved å se på hvor intens konkurransen er for å beholde eller ekspandere markedsandeler. Dette kan blant annet observeres ved å se på priskriger.

Nettlesere

I dag er markedet dominert av noen få og store nettlesere som alle konkurrerer med hverandre om markedsandeler. Jo flere brukere en nettleser har, jo høyere provisjoner vil de få gjennom å lede de til store søkemotorer, i tillegg til å tjene penger på innebygd reklame i nettleser.

Alle disse nettleserne er gratis for nedlastning og gir derfor ingen rom for utgiverne til å konkurrere på pris. Som påpekt tidligere i analysen ligger derimot ikke

konkurransen blant kundene, men heller blant utstysleverandørene. De største nettleserne i dag har fått de markedsandelene de har på grunn av at de blir forhåndsinstallert i enhetene de selger. Dette betyr at nettlesere som er brukt hovedsakelig er en indirekte virkning av hvilke enhetstyper brukerne kjøper. Dette taler for at rivaliseringen blant nettlesere er **medium**.

Digital annonsering

For digital annonsering på mobiler er markedet enda i en startfase. Tross dette eksisterer det en union forventning om at denne plattformen er ventet å vokse mye i årene som kommer, som følge av stadig bedre teknologi på mobiltelefoner og økende mulighet for datanedlastning. Dette skaper et godt grunnlag for at etablerte og nye aktører vil prøve å skaffe en større andel av markedet, noe som vil føre til høy rivalisering i årene som kommer.

Reklamenettverkene er i dag preget av å være differensierte, siden de alle tilbyr ulik kvalitet på sin portefølje av annonsører og annonseutgivere. Dette skaper rom for at en kan prise seg forskjellig i markedet, noe som reduserer rivaliseringen blant reklamenettverkene.

Rivaliseringen i digital annonsering er derfor sett på som **medium/høy**.

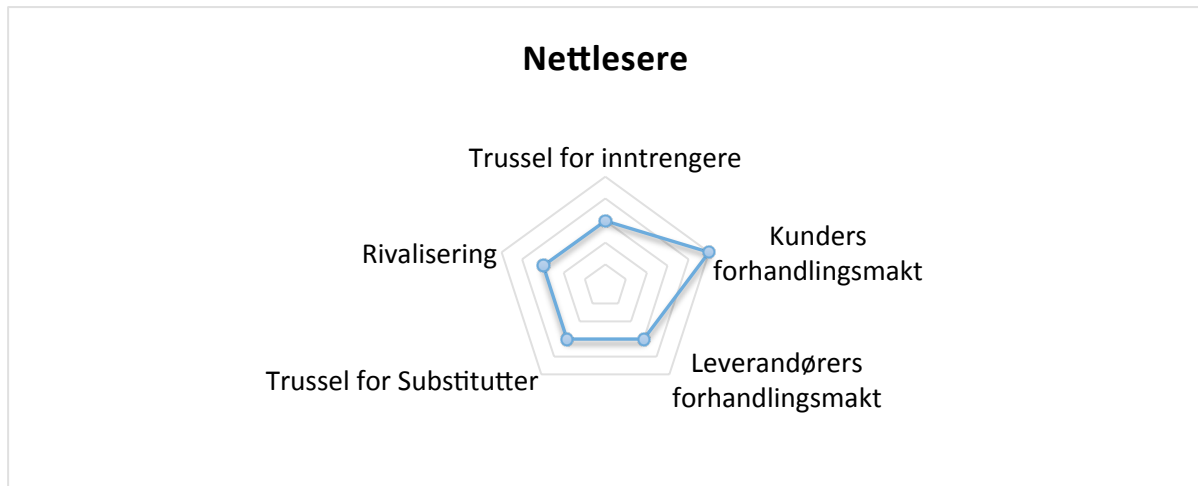
Databegrensning til teleoperatører

Det er få alternativer til databegrensningsteknologien til Opera for teleoperatører i Asia, og Opera har derfor stor makt her. Som tidligere analysert er denne teknologien bare attraktiv inntil telenettverkene blir ytterligere utbygd for å nå igjen utviklingen i databruken i de respektive landene.

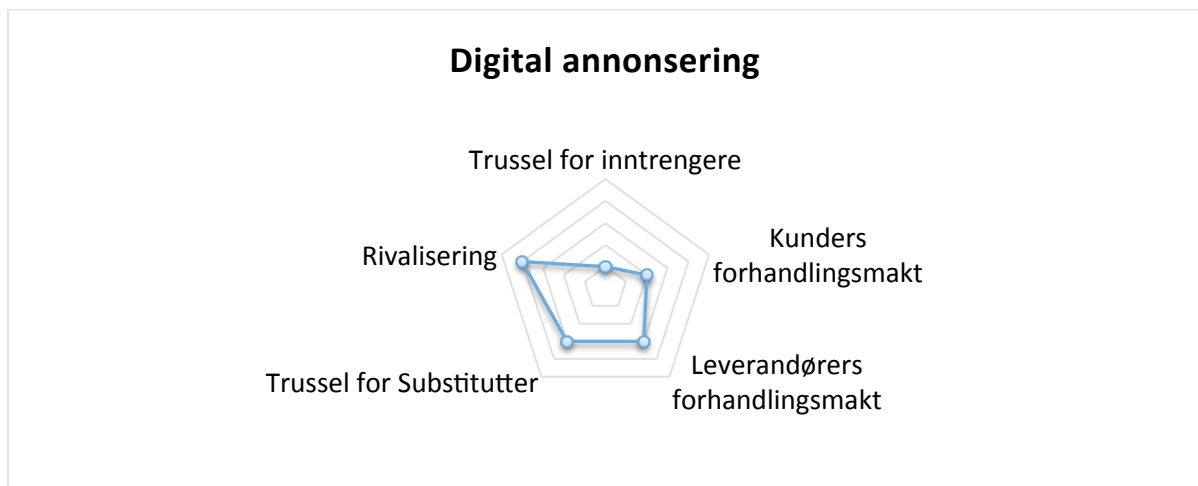
Dette gjør at denne typen tjenester er et lite attraktivt marked å gå inn i, siden mulighetene for nye markeder å gå inn i blir stadig mindre.

Rivaliseringen er derfor satt til **lav** i dette markedet.

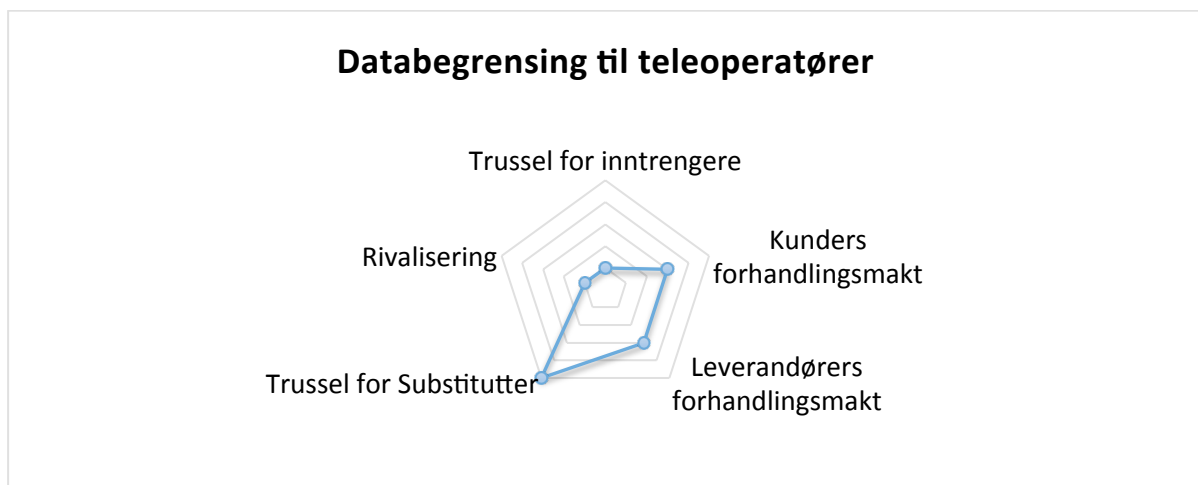
4.2.1.6 Oppsummering av Porters 5 krefter



Figur 10 Bransjelønnsomhet til nettlesere



Figur 11 Bransjelønnsomhet til digital annonsering



Figur 12 Bransjelønnsomhet til databegrensning for teleoperatører

4.3 Intern analyse

I den interne analysen vil vi identifisere ressurser som Opera har, og analysere disse ut i fra et SVIMA-rammeverk. Flere av ressursene til Opera er avhengige på tvers av divisjonene, og det vil være feil å attribuere disse til en bestemt divisjon. Derimot vil det kommenteres om en divisjon har særlig nytte av denne ressursen.

4.3.1 SVIMA

SVIMA-rammeverket er et ofte brukt verktøy for å identifisere verdien av ressursene i en bedrift. Disse ressursene kan for eksempel være bedriftens opparbeidde kompetanse på et bestemt område, bedriftens finansielle situasjon eller at bedriften har patenter på bestemt teknologi. SVIMA ønsker å svare på om bedriftens ressurser gjør det mulig for bedriften å håndtere eksterne trusler og muligheter (Barney 2011).

SVIMA-analysen gjennomføres ved å se på følgende 5 faktorer:

Sjelden: Er ressursen sjelden? Den betegnes som sjelden om ressursen er hos få konkurrenter.

Viktig: Er ressursen viktig? Har ressursen direkte innvirkning på bedriftens næringsvirksomhet, i form av bedriftens kostnader eller bedriftens omsetning?

Ikke-imiterbar: Er ressursen ikke-imiterbar? Hvor lett vil det være for konkurrerende bedrifter å kopierer denne ressursen?

Mobilisert: Er ressursen mobilisert? Er ressursen mulig å ta i bruk, og i hvilken grad er ressursen mobilisert for å skape verdi?

Approprierbar: Er ressursen approprierbar? Verdien som blir skapt av ressursen må være til fordel for bedriften.

SVIMA - Analyse					
Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Figur 13 Rammeverk for SVIMA-analyse (Kilde: Barney 2011)

Teknologi for digital annonsering

Operas teknologi er sett på som svært sofistisert, og dette gjelder særlig for Opera Mediaworks. Datterselskapet AdMarvel leverer en agentlignende reklameapplikasjon som en annonsør kobler opp mot sin nettside eller applikasjon. AdMarvel ser da gjennom hva det har vært søkt på tidligere og brukeren interesser på nettet, og benytter bestemte søkealgoritmer for å finne relevant reklame å vise brukeren. På denne måten vil brukerne få interessebasert reklame, noe som vil føre til økt sannsynlighet for at en bruker klikker på reklamen. Det er få andre aktører som leverer denne typen teknologi, og den kan betegnes som sjelden. I tillegg har Opera Mediaworks gjennom selskapet AdColony ledende teknologi for videoreklame på mobiltelefoner. Denne teknologien er priset høyt i markedet, grunnet få konkurrenter.

Denne typen teknologi er kompleks å utvikle, men vil være imiterbar etter hvert som mobilreklame vokser og blir mer attraktiv for nye utviklere.

Teknologien som er utviklet for både AdColony og AdMarvel er sett på som svært viktig for deres posisjon i markedet og kan derfor klassifiseres som et **midlertidig fortrinn**.

Teknologi for databegrensning

Denne teknologien ligger sentralt i hele Operas virksomhet, og er noe av det Opera ønsker å differensiere seg med. Denne teknologien har siden lanseringen av Opera Mini vært suksessfaktoren bak selskapets vekst, og det er ventet at Opera vil bruke denne ressursen til å differensiere seg videre både gjennom Opera Browser, Opera Mediaworks og Operator Solutions. Teknologien har utviklet seg mye fra den som

var innebygget i Opera Mini. Teknologien er nå videreutviklet og er den sentrale ressursen bak den nye nettleseren. Det er få andre selskaper som posisjonerer seg i markedet gjennom slik type teknologi, og teknologien kan derfor betegnes som et **varig fortrinn**.

Merkenavn

Merkenavnet Opera er kjent over hele verden, da spesielt i utviklingsland hvor Opera har avtaler med mobilprodusenter og teleoperatører. Opera-merket er sterkt knyttet til teknologisk innovasjon, og særlig til teknologi som er knyttet til databegrensning. Mediaworks har hatt store fordeler av å være en del av Opera, da de særlig har lagt vekt på databegrensning ved mobilreklame. Dette er noe Opera Mediaworks har satt stor fokus på for å differensiere seg i markedet. Opera generer også *Royalty*-inntekter fra mobilprodusenter som tar i bruk nettleseren deres, som da er knyttet til merkenavnet Opera. Merkenavnet kan derfor betegnes for å være et **varig fortrinn**.

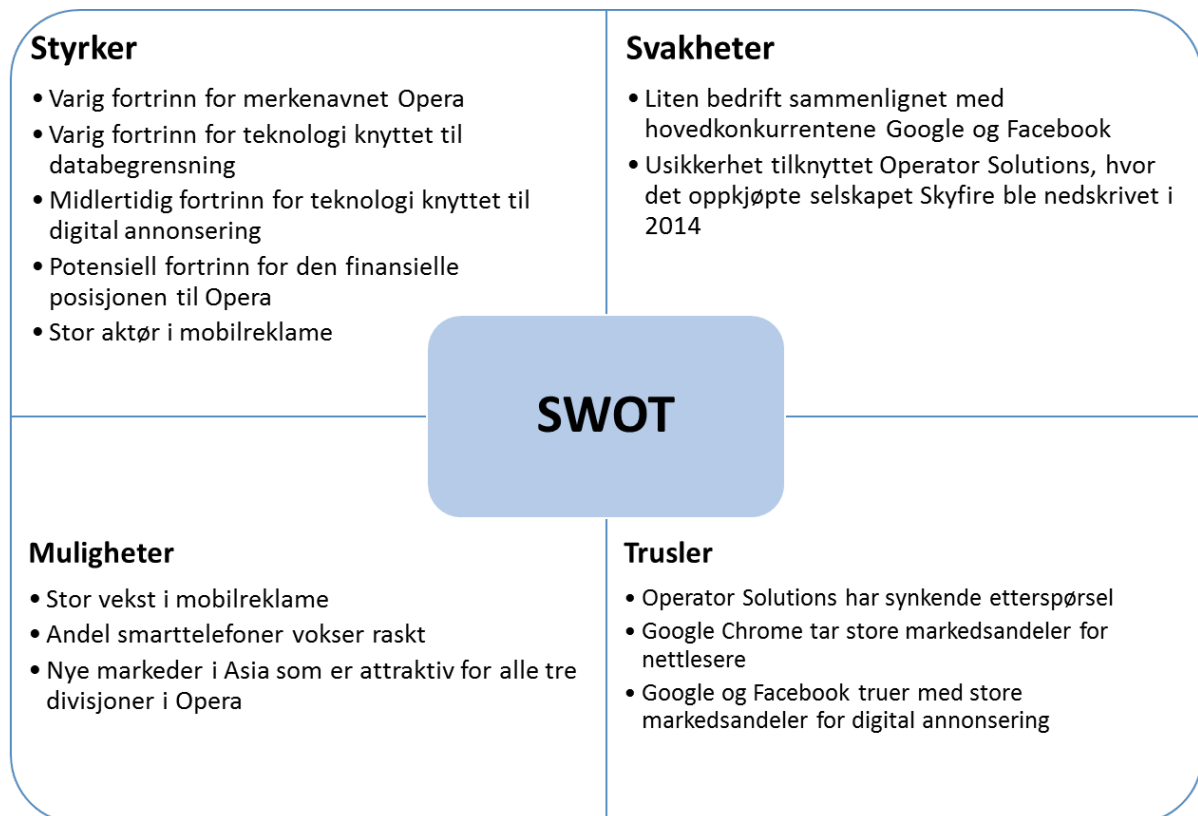
Finansiering

Opera har i dag en egenkapital på rundt 90% av total selskapsverdi. I tillegg har Opera MUSD 122,9 tilgjengelig i likvide eiendeler som er et godt utgangspunkt for ytterligere oppkjøp. Oppkjøp av ledende reklamenettverk har vist seg å være den dominerende strategien for å vokse i digital annonsering, hvor disse selskapene blir priset høyt.

Derimot er Opera en relativt liten aktør sammenlignet med konkurrerende bedrifter som Google og Facebook innenfor digital annonsering, noe som gjør at denne ressursen ikke blir fullt så verdifull innenfor denne divisjonen. Finansiering til Opera kan derfor betegnes som et **potensielt fortrinn**.

4.4 SWOT (Oppsummering av strategisk analyse)

Et SWOT-diagram fokuserer på både eksterne og interne faktorer av en bedrift, og ønsker å påpeke bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler i forhold til disse (Barney 2011). I denne oppgaven vil SWOT bli presentert for å oppsummere den strategiske analysen i kapittelet.



Figur 14 SWOT-diagram

Opera Browser er preget av at Google Chrome tar stadig større markedsandeler fra de. Nye markeder i Asia skaper derimot nye muligheter for Opera på grunn av økt andel av smarttelefoner. Digital annonsering er ventet å vokse mye de neste årene, og Opera Mediaworks er godt posisjonert for dette. Videreklame på mobiltelefon er ventet særlig høy vekst, hvor Opera har en midlertidig fortrinn i deres utviklede teknologi.

Operator Solutions omsetning er ventet å reduseres de neste årene grunnet lavere etterspørsel. Nye markeder ventes å ha lavere betalingsvillighet enn tidligere kunder, og substitutter til databegrensningsteknologi er sterke.

5. Regnskapsanalyse

På samme måten som vi har utført en *kvalitativ* strategisk analyse vil vi også gjennomføre en *kvantitativ* regnskapsanalyse. Noen vil hevde at regnskapsinformasjon hvor verdier og resultater reflekterer fortiden er lite relevant ved prising i aksjemarkedet, der blikket vendes mot fremtidige kontantstrømmer. Det å basere en verdsettelse på regnskaper blir gjerne sett på som å styre i kjølvannet av finansanalytikere, noe som i og for seg er rett, men på den annen side kan også dette si oss noe om hvilken retning man har eller hadde (Kaldestad og Møller, 2011). Historiske resultater kan derfor reflektere fundamentale faktorer som lederes og ansattes kompetanse, virksomhetens teknologiske nivå og konkurranseforhold i markedet. Disse trekkene ved selskaper blir vanskelig endret over natten, og historisk lønnsomhet kan fortelle mye om fremtidig lønnsomhet på kort og mellomlang sikt (6-10 år) i følge Gjesdal (2007). Derfor er årsregnskapet en viktig informasjonskilde for både investorer og kreditorer. Målet med årsregnskapet er å danne grunnlag for brukerens bedømmelse av foretakets finansielle stilling, resultat, utvikling og risiko (Finansdepartementet, 2003). Å gjennomføre en regnskapsanalyse gir oss et utgangspunkt for å identifisere underliggende økonomiske forhold Opera har hatt historisk sett og dermed bestemme kvantitativt hvilke fordeler og ulemper Opera måtte ha per i dag. Dette skal så kobles direkte mot de kvalitative funnene i kapittel 4 og brukes som grunnlag for prognosene som beskrives mer detaljert i kapittel 7.

Regnskapsanalysen er todelt. Det vil først bli utført en omgruppering av balansen for å finne Operas finansielle posisjon, og deretter normaliseres resultatregnskapet for å få frem historisk justerte EBITDA-beregninger. Dette vil være med på å danne grunnlag for prognostiseringen av fremtidige kontantstrømmer.

Før omgrupperingen vil det presiseres noen forutsetninger for analysen, og legges frem de historiske regnskapstallene. Dette gir et bedre oversiktsbilde av hva som er rapportert, slik at det er enklere for leseren å følge.

5.1 Presentasjon av regnskapet og forutsetninger

5.1.1 Fokus i analysen

Som nevnt innledningsvis er både eiere (nåværende og potensielle) og kreditorer hovedbrukerne av regnskapet (Gjesdal 2007). Regnskapet presenteres etter oppstillingsplanen i regnskapsloven, *International Accounting Standards* (IAS) og *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Dette betyr at eiendelene er gruppert etter likviditet, og gjeld er gruppert etter forfallstid. Oppstillingen bærer tydelig preg av å fokusere på kreditorerne som ønsker å vurdere selskapets kredittrisiko. Ettersom det i denne utredningen behøves informasjonsgrunnlag for å verdsette selskapet, må regnskapet ses fra et investorperspektiv. Derfor vil denne analysen ha et eierorientert fokus og regnskapet vil bli presentert og omgruppert på en slik måte i de påfølgende avsnitt.

5.1.2 Analysenivå

Opera er et konsern hvilket innebærer at hvert enkelt selskap innenfor gruppen må utarbeide sitt eget selskapsregnskap. Disse konsolideres så til et konsernregnskap. Hensikten med å slå sammen de individuelle regnskapene til ett er å presentere selskapene som en økonomisk enhet (Kinserdal, 2005). Dermed vil interne fordringer, gjeld og transaksjoner bli eliminert (Dahl, 2004). Optimalt sett bør man utføre analyser på laveste regnskapsnivå fordi ulike forretningsenheter ofte operer i segmenter med ulike økonomiske karakteristika, ulike utviklingsfaser og i markeder med vidt forskjellig risiko (Koller, Goedhart og Wessel, 2010). Ved å bruke konsernregnskap risikerer man å ikke få meg seg viktige trender, og som en konsekvens kan verdien forvrennes.

Siden regnskapene til datterselskapene ikke er tilgjengelig må vi ta utgangspunkt i konsernregnskapet. Både inntekter og kostnader blir fordelt til hver divisjon basert på informasjonen i årsrapportene. Dette vil være den mest presise måten å få frem utviklingen innenfor divisjonenes forretningsområder.

5.1.3 Valg av analyseperiode

Kinserdal (2014) mener at valg av analyseperiode avhenger av hvor stabil virksomheten har vært de seneste årene, samt kvaliteten på regnskapstallene. Virksomhetens stabilitet kan forklares med at det ikke har vært store endringer for selskapets drift, slik at regnskapstallene vil være representativ for dagens situasjon. For eksempel vil store restruktureringer, strategiske endringer samt oppkjøp eller salg av forretningsområder skape ustabile regnskapstall, og dermed blir det vanskeligere å identifisere organisk vekst. Slike momenter taler derfor for kortere analyseperiode.

Som beskrevet tidligere har Opera endret seg mye de siste årene på grunn av oppkjøp og strategisk endring. Det vil derfor ikke beregnes så langt tilbake i tid som er vanlig for mer stabile bedrifter, og vi velger kun å se på tall fra 2011 til 2014. Dette er hovedsakelig fordi både inntekts- og kostnadsstrukturen har endret seg en del, slik at gjennomsnittsberegninger basert på historiske tall ikke vil egne seg særlig godt som prognose for fremtiden i vårt tilfelle. Derfor vil altså hovedfokuset for prognoseberegningene ligge i den strategiske delen. Likevel vil regnskapsanalysen gi et innblikk i hvordan nivåene har sett ut, slik at vi kan danne et bilde av hva som kan forventes fremover.

5.1.4 Tallmaterialet

Tallene vi benytter oss av er hentet direkte fra de offentlige årsregnskapene til selskapet (Opera, 2011-2015). På grunnlag av at selskapet følger regnskapsprinsippene i IFRS, vurderer vi tallmaterialet til å ha høy reliabilitet og validitet.

5.1.5 Presentasjon av regnskapet

For å gi leseren økt forståelse for omgrupperingen, normaliseringen og eventuelle justeringer som foretas i regnskapsanalysen, presenterer vi først årsregnskapene og balansen for årene 2011-2014. Dette gjør det enklere å orientere seg samt følge vår argumentasjon og begrunnelse for valg. Fullstendige og utfyllende regnskap ligger i vedlegg A og B.

	2011	2012	2013	2014
<i>Valuta</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>
Omsetning	158,9	216,0	300,1	480,8
Driftsresultat (EBIT)	36,4	37,5	59,2	37,6
Netto finansielt resultat	0,7	-11,9	8,3	-77,8
Resultat før skatt	37,2	25,6	67,5	-40,2
Skatt på ordinært resultat	-12,1	-8,6	-7,2	-18,0
Netto inntekt	25,1	17,0	60,3	-58,2
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,0	0,0
Årsresultat	25,1	17,0	60,3	-58,1
<i>Dirty Surplus</i>	0,0	4,4	-0,2	3,8
Totalt årsresultat	25,1	21,4	60,1	-54,4
Other Comprehensive Income				
Omregningsdifferanser grunnet valuta	0,0	4,4	-0,2	3,8

Figur 15 Utdrag fra resultatregnskap (Kilde: Opera, 2011-2014)

	2011	2012	2013	2014	1Q2015
<i>Valuta</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>
Anleggsmidler	48,7	108,1	240,1	484,4	496,9
Omløpsmidler	116,8	131,5	292,9	324,9	315,1
Sum eiendeler	165,5	239,6	533,0	809,3	812,0
Sum egenkapital	116,7	143,7	313,9	367,4	352,9
Langsiktig gjeld	1,8	26,1	74,9	202,0	307,9
Kortsiktig gjeld	46,9	69,6	144,1	239,9	151,0
Sum gjeld	48,8	95,7	219,0	441,9	458,9
Sum egenkapital og gjeld	165,5	239,4	532,9	809,3	811,8

Figur 16 Utdrag av hovedposter fra balansen (Kilde: Opera, 2011-2015)

5.2 Omgruppering av balansen

Regnskapsanalysen starter med en omgruppering av balansen og bidrar til å identifisere hvorvidt regnskapsførte poster stammer fra drift eller finans. Dette gjør at vi blir bedre i stand til å se hva som faktisk forårsaker den reelle verdiskapningen og lønnsomheten (Penman, 2013). Det skilles mellom driftsrelaterte og driftsfremmede (også kalt finansielle) eiendeler, og mellom rentebærende og rentefri gjeld. Når et selskap verdivurderes, vil en verdsette de driftsrelaterte eiendelene ved å prognostisere og neddiskontere deres fremtidige inntjening. Deretter legges markedsverdien av netto finansielle eiendeler eller gjeld til for å komme frem til verdien av egenkapitalen. Den bokførte verdien av finansielle eiendeler og gjeld er stadig mer lik markedsverdien, da virkelig verdi tas mer i bruk som regnskapsmessig vurderingsform, noe som gjør denne beregningen mer presis.

5.2.1 Avsetning til utbytte inkluderes i egenkapitalen

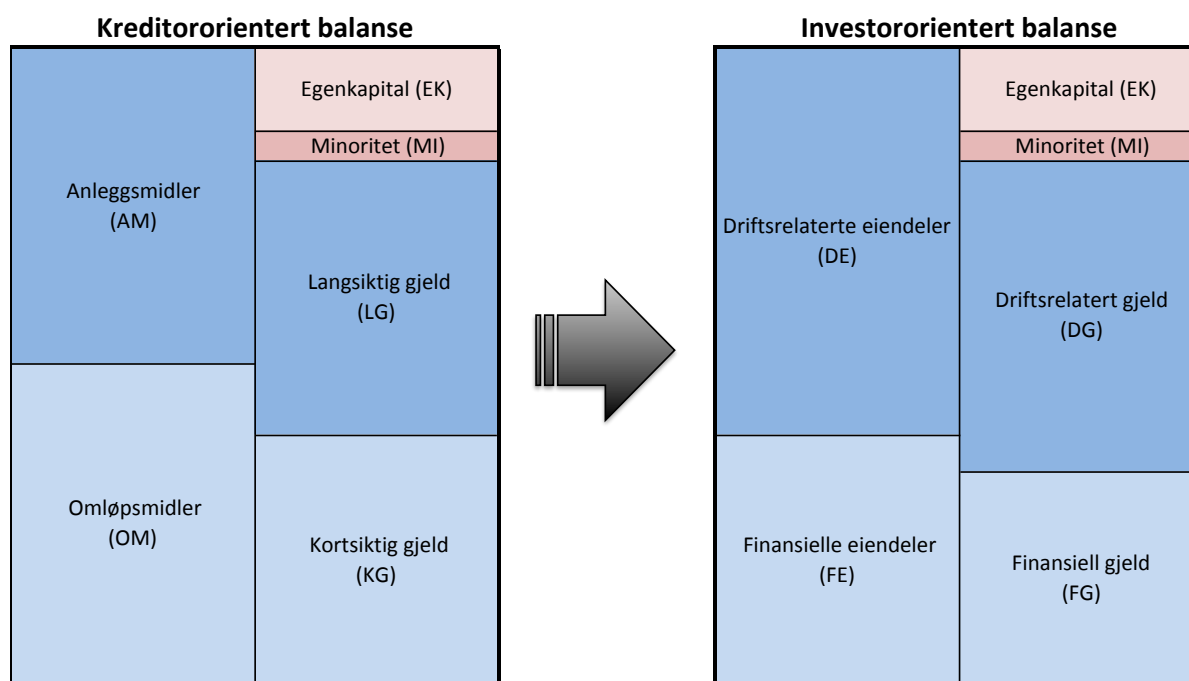
Foreslått utbytte blir i norske regnskap vanligvis klassifisert som en kortsiktig gjeldspost. Dette er fra investors side ikke logisk fordi en aksjeeier ikke kan skylde utbytte til seg selv. Når en skal omgruppere balansen ut fra verdsettelsesformål, er det klart at utbytte ikke kan klassifiseres som «rentefri» gjeld, og dette må derfor i stedet inkluderes som en del av egenkapitalen. Etersom Opera følger IFRS, er det ikke tillatt å avsette utbytte som ikke er vedtatt fordi det ikke tilfredsstiller definisjonen av gjeld (Gjesdal, 2007). Under IFRS vil foreslått utbytte inngå som en del av egenkapitalen frem til utbetaling og det er ikke nødvendig å omklassifisere avsatt utbytte i dette tilfellet.

5.2.2 Skille drift og finans

Som nevnt innledningsvis er et av målene med omgrupperingen å gå fra kreditororientert til investororientert balanse. Den praktiske måten å gjøre dette på er å følge note for note i årsrapporten, og skille drift fra finans. På den måten kan en estimere verdien av egenkapitalen ved å justere for eiendeler og gjeld som ikke er en del av driften.

Driftsrelaterte eiendeler og gjeld er knyttet opp til selskapets daglige drift, og skaper verdi for selskapet. Et typisk eksempel er varige driftsmidler som maskiner og utstyr. Leverandørgjeld går under definisjonen driftsrelatert gjeld, og skal i prinsippet aldri tilbakebetales, så den må ikke trekkes fra selskapsverdien. De finansielle eiendelene har ikke noe direkte å gjøre med hva som foregår i driften, som for eksempel pengeplasseringer. Finansielle eiendeler kan derfor selges uten å påvirke selskapets drift. Det samme gjelder for finansiell gjeld, eksempelvis langsiktig rentebærende gjeld. Derfor trekkes disse ut fra den beregnede selskapsverdien for å komme frem til verdien av egenkapitalen.

Ved å gå igjennom alle disse postene og klassifisere de som enten drift eller finans kommer vi frem til en omgruppert balanse vist i figuren nedenfor:



Figur 17 Omgruppering av balanse (Kilde: Kinserdal, 2014)

Det er hensiktsmessig å gå litt nærmere inn på noen av de viktigste postene, og i de følgende avsnittene forklares fordelingen nærmere. Det er verdt å påpeke at forholdet mellom balanse og regnskap skal opprettholdes. Ved omgrupperingen skal det som klassifiseres som drift i balansen, ha tilhørende inntekter og kostnader klassifisert som drift i regnskapet. Hvis ikke dette følges blir informasjonsgrunnlaget for regnskapsanalysen feilaktig.

Kontanter, bank og liknende er likvider som vil være en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. For å drive virksomheten trenger man en viss mengde likvider, som i teorien går til å dekke svingningene i arbeidskapital gjennom året (Kinserdal, 2014). Disse er da ikke rentebærende og klassifiseres derfor som driftsrelatert. Overskuddslikviditet, den antatte forrentede delen av bankinnskuddet, vil bli klassifisert som finansiell. Vi har valgt å beregne denne andelen selv ved å bruke en tommelfingerregel (Kinserdal, 2014) som sier at 10% av varelager og kundefordringer utgjør kontanter til driften. Ettersom Opera ikke har varer, utgjør derfor den driftsrelaterte delen av bankinnskuddet 10 % av kundefordringene. Resten er altså overskuddslikviditet og ses på som en finansiell eiendel. Denne kan i teorien brukes til å nedbetale gjeld umiddelbart.

Fordringer kan være driftsrelaterte, som for eksempel kundefordringer. I tillegg kan disse også være finansielle, for eksempel en fordring som i realiteten er utlån. Opera har både kundefordringer og andre fordringer, og begge disse går under drift.

Finansielle anleggsmidler kan være finansielle, men også driftsrelaterte. Opera har *langsiktige investeringer i andre aksjer og andre investeringer*, altså en del av anleggsmidlene, men disse klassifiserer vi som finansielle da denne typen investeringer ikke har noe direkte med driften å gjøre. Videre så ligger *resultat fra tilknyttede selskap* som finansinntekt i resultatregnskapet og det skal være samsvar her. Om eiendelene klassifiseres som drift, må også resultatet flyttes opp under driftsresultatet. Investering i tilknyttet selskap er ofte driftsrelatert, men er vanskelig å behandle ifølge Kinserdal (2014) og bør regnes som finansielle, noe vi har gjort i dette tilfellet.

Varige driftsmidler er i utgangspunktet driftsrelaterte, men noen av eiendelene kan kanskje selges uten å påvirke driften (for eksempel en ledig tomt), og da er de finansielle eller betegnes som en egen post for eiendeler som kan selges. Opera har ingen eiendeler som kan regnes som holdt for salg, og resten av de varige driftsmidlene er utstyr og annet som derfor er driftsrelaterte.

Immaterielle eiendeler er oftest driftsrelaterte, men likt som *varige driftsmidler* kan disse også være finansielle eller egen post for eiendeler som kan selges. Opera har

svært mye goodwill på grunn av en rekke oppkjøp. Disse er driftsrelaterte. I tillegg har de balanseført utvikling som også regnes som drift.

Kortsiktig gjeld kan være driftsrelatert eller finansiell og det som skiller disse går som regel ut på hva som er rentebærende og ikke. Kortsiktig driftsrelatert gjeld omfatter den daglige driften og renten er innkalkulert gjennom prisen på varene. Dette gjelder for eksempel leverandørgjeld. Andre driftsrelaterte poster her som kan nevnes er skattetrekk, feriepenge og betalbar skatt. Opera har også *annen kortsiktig gjeld* og det presiseres i note 8 i årsrapporten (Opera, 2014) at disse ikke er rentebærende, og vi klassifiserer dermed dette som driftsrelatert.

Opera har *annen langsiktig gjeld*, og dette vil oftest være finansiell gjeld, noe vi klassifiserer det som fordi det er et rentebærende lån.

Avsetninger er som oftest driftsrelaterte (avsatt lønn, feriepenge, moms og avgifter), men ofte kan det også være engangsposter eller spesielle poster som ikke er en del av vanlig drift, og disse må tas med som finansiell gjeld eller en engangspost i en egen avsetning (Kaldestad og Møller, 2011). Verdien av selskapet bør da reduseres med forventningsverdien. Opera har avsetninger (både kortsiktig og langsiktig) i forbindelse med kjøp av blant annet AdColony (og andre tidligere oppkjøp), og disse velger vi å behandle som en finansiell gjeld. Avsetningene går til å betale *earnouts*. Hvis AdColony når visse inntekts- og justerte EBITDA-mål, utløser det en utbetaling. Opera har selv beregnet forventet utbetaling, og dette vises i note 8 i årsrapporten (Opera, 2014).

Opera har *finansiell leasing* tilknyttet leie av serverutstyr, noe som vi klassifiserer som en del av driften.

Koller, Goedhart, og Wessel (2010) argumenterer for at man er nødt til å foreta en reklassifisering av *operasjonell leasing* slik at denne fremkommer som finansiell leasing og dermed blir balanseført. Vi har valgt å ikke å foreta noen omgruppering av operasjonell leasing ettersom dette tilhører leie av lokaler og kontraktene utgjør forholdsvis små beløp sammenlignet med den totale balansen.

Utsatt skatt og skattefordel er knyttet til midlertidige forskjeller som oppstår på grunn av forskjellen mellom bokført verdi i regnskapet og skatteliggingen multiplisert med

nominell skattesats (Kaldestad og Møller, 2011). I tilfeller hvor man forutsetter *fortsatt drift* vil midlertidige forskjeller rulleres i all fremtid, og nåverdien av denne forpliktelsen eller eiendelen er derfor normalt null. Dette tas ikke med som finansiell gjeld eller eiendel, og vi har derfor klassifisert dette som drift.

Nedenfor følger en oversikt over er en naturlig inndeling av den omgrupperte balansen. Merk at første kvartal 2015 er urevidert.

Omgruppert konsernbalanse	Valuta	2011	2012	2013	2014	1Q2015
		MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Driftsrelaterte anleggsmidler		44,2	102,4	235,1	482,4	494,4
Driftsrelaterte omløpsmidler		36,6	80,5	138,9	201,8	194,7
Sum driftsrelaterte eiendeler (DE)		80,9	182,9	374,0	684,2	689,1
Finansielle anleggsmidler		4,4	5,7	5,0	2,0	2,5
Finansielle omløpsmidler		80,2	51,0	154,0	123,1	120,4
Sum finansielle eiendeler (FE)		84,6	56,7	159,0	125,1	122,9
Sum eiendeler		165,5	239,6	533,0	809,3	812,0
Sum egenkapital		116,7	143,7	313,9	367,4	352,9
Minoritetsinteresser		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsrelatert langsiktig gjeld		0,0	0,0	0,0	1,4	1,1
Driftsrelatert kortsiktig gjeld		39,9	66,9	99,2	140,1	96,6
Sum driftsrelatert gjeld (DG)		39,9	66,9	99,2	141,5	97,7
Finansiell langsiktig gjeld		1,8	26,1	74,9	200,6	306,8
Finansiell kortsiktig gjeld		7,0	2,7	44,9	99,8	54,4
Sum finansiell gjeld (FG)		8,9	28,8	119,8	300,4	361,2
Sum egenkapital og gjeld		165,5	239,4	532,9	809,3	811,8

Figur 18 Omgruppert konsernbalanse

Det er balansen pr. 31.03.2015 som er av interesse i omgrupperingen, siden dette er nærmest dato for verdivurderingen som er satt til 05.06.2015. Finansiell gjeld vil trekkes fra selskapsverdien for å regne ut verdien av Operas egenkapital. Som nevnt under diskusjonen om avsetninger ovenfor blir både kortsiktig avsetning på MUSD 54,4 og langsiktig avsetning på MUSD 156,8 som er knyttet til Opera Mediaworks, tatt med i finansiell gjeld på konsernnivå. Ved beregning av verdien på Operas egenkapital vil den finansielle gjelden på MUSD 361,2 trekkes fra, og den finansielle eiendelen på MUSD 122,9 legges til. Dette vil bli vist i kapittel 8 hvor verdsettelsesteknikken blir utført.

5.3 Normalisering av resultatregnskapet

På samme måte som balansen har blitt omgruppert gjøres dette også for resultatregnskapet for å skape samsvar mellom resultatregnskap og balanse, noe som vi er avhengig av for riktig analyse.

5.3.1 Brudd på kongruensprinsippet og identifisering av dirty surplus

Når inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen får vi det som blir betegnet som *dirty surplus* (Penman, 2013). Dette er et brudd på kongruensprinsippet, som sier at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Brudd på kongruensprinsippet skaper et problem for regnskapsanalysen, som fokuserer på lønnsomhetsmåling fordi rentabiliteten blir feil (Gjesdal, 2007).

Ifølge Gjesdal (2007) kan analytikere korrigere for kongruensbrudd på to måter. Det ene er å tilbakeføre posteringene mot egenkapitalen. Det andre alternativet innebærer at endring i *dirty surplus* hvert år resultatføres og går under driftsinntekt eller kostnad. Ideelt skulle en også splitte dette resultatelementet i driftsrelatert og finansielt.

I regnskapet til Opera er det kun én post som blir betegnet som *dirty surplus*, nemlig omregningsdifferanser som følge av valutaendringer ved omregning av regnskapene til de utenlandske virksomhetene (datterselskapene). Denne har vært positiv de siste årene hovedsakelig som følge av at dollar har styrket seg mot norske kroner. Ved bruk av IFRS skilles postene som er ført direkte mot egenkapitalen i en egen oppstilling kalt "other comprehensive income", slik at det er lett å identifisere *dirty surplus* i regnskapet til Opera. Ettersom denne posten allerede er skilt ut av driftsregnskapet trenger vi ikke normalisere denne.

5.3.2 Normalisering av historisk resultat

Når formålet med regnskapsanalysen er verdsettelse, bør man i følge Gjesdal (2007) korrigere for unormale poster for å finne et normalt driftsresultat å basere

verdsettelsen på. Tradisjonelt var det vanlig å skille mellom ordinær og ekstraordinær inntjening. Problemet dette skapte var en litt for opportunistisk adferd, hvor kostnadene oftere ble ekstraordinære enn inntekter. Dette førte til strengere regler, og derfor bør man ved analyse skille normale og varige elementer fra de unormale hendelsene som kan oppstå. Dette gjør det mulig å identifisere et normalt driftsresultat som er mer egnet til å prognostisere videre utvikling (Gjesdal, 2007).

Et godt grunnlag for analysen er å normalisere EBITDA. Modellen som brukes tar derfor utgangspunkt i EBIT og tilbakefører av- og nedskrivninger slik at man får EBITDA. En må her være oppmerksom på at man ikke ukritisk tilbakefører unormale av- eller nedskrivninger, da dette kan gi et skjevt bilde for fremtidig EBITDA-prognose. Forventede investeringer trekkes senere fra for å finne kontantstrømmen. Historiske avskrivninger kan ofte være lavere enn nødvendige investeringer som kreves. Bedrifter i vekst vil ofte ha et høyere investeringsbehov enn andre, inflasjon gjør at nye driftsmidler koster mer enn før, og ofte er fullt avskrevne driftsmidler fortsatt i bruk. Dette er eksempler som illustrerer problemet med historiske avskrivninger. Kinserdal (2014) sier at kun i *steady state* og ved null inflasjon så vil avskrivninger tilsvare investeringsbehovet.

Når vi nå har gått fra EBIT til EBTIDA må dette resultatet justeres for unormale poster, engangshendelser og svingninger. I tillegg er det viktig å fjerne finansielle elementer fra driftsresultatet slik at vi får samsvar med omgrupperingen av balansen (Kinserdal, 2014). Unormale poster tilfører regnskapet støy, og er ikke relevante for fremtidige prognoser. Det bør også videre vurderes å justere for målefeil. Kinserdal deler opp målefeil i to typer. Målefeil som følge av god regnskapsskikk (GRS) og målefeil fra regnskapsmanipulasjon. Målefeil knyttet til GRS oppstår på grunn av valgmuligheter rundt bruk av prinsipper og estimer. I tillegg kan det være store forskjeller mellom regnskapsregler i ulike land. En bør justere for dette om det gir et bedre bilde på underliggende økonomiske forhold. Vi mener imidlertid ikke at dette er nødvendig for Operas regnskap. Regnskapsmanipulasjon som er den andre typen målefeil er ulovlig. Vi har ingen formening om at dette er noe problem hos Opera, og i så fall ville revisor ha fanget opp dette.

Normalisering av regnskapstallene vil derimot bli gjennomført. En normalisering vil gi det beste bilde på historisk EBITDA-margin og grunnlag for prognosene.

5.3.2.1 Engangseffekter

I 2014 ble det gjennomført en nedskrivningstest av goodwill relatert til oppkjøpet av Skyfire Labs i henhold til IAS 36. Resultatet av denne testen var at Opera måtte nedskrive goodwill med MUSD 31. Vi velger å justere for dette da en kan se på denne kostanden som et engangstilfelle. Ved å inkludere denne type kostnader vil det gi et skjevt bilde av resultatet fra driften.

5.3.2.2 Normaliseringer

Opera har *resultat fra tilknyttet selskap*. Som nevnt under omgrupperingen av balansen ser vi på dette som finans, og resultat fra tilknyttet selskap ligger allerede under finansinntekter. Derfor gjøres det ingen justeringer her.

Opera har hatt *restruktureringer* de seneste årene. Mye på grunn av de ulike oppkjøpene de har foretatt, og derfor er denne kostnaden unormalt høy i noen tilfeller. Vi har valgt å justere de historiske restruktureringene til et normalt nivå. Normalt vil bedrifter ha noe restrukturingskostnader årlig, som er kalkulert til MUSD 4.

Opsjonsprogrammet til Opera inngår i lønnskostnadene. Hvor mye opsjonen blir verdt avhenger av kursutviklingen til Opera. Ettersom vi ikke ser på dette som en vanlig del av driften, justerer vi ut denne delen av lønnskostnadene (Opera, 2014).

Opera har inntekter og kostnader i ulike *valuta*. Det er vanlig å sikre seg mot valutarisiko ved bruk av forward kontrakter. Tap eller gevinst på slike kontrakter er ikke en del av drift, og må justeres ut (Kinserdal, 2014). Opera har imidlertid valgt å ikke bruke forward kontrakter for å sikre seg mot valutarisikoen. Derfor er det ingen justering å foreta her.

Opera tilbyr sine ansatte *obligatorisk tjenstepensjon* (Opera, 2014). Dette er en innskuddsbasert ordning hvor de ansatte betales en fastsatt premie i prosent av lønnen (Storebrand, 2015). Pensjonsutbetalingene avhenger derfor av innskudd og avkastningen. Det er de ansatte som har eiendomsrett og risiko tilknyttet pensjonsmidlene og dette innebærer for Opera at pensjonsforpliktelsen ikke balanseføres og at pensjonskostnaden er lik utbetalingen. Derfor er det ikke nødvendig å gjennomføre noen justering her.

Leasingavtalene til Opera er som nevnt tidligere knyttet til leie av lokaler. Disse er ikke balanseført, da leieavtalene ikke anses som finansiell leie i henhold til IAS 17. De operasjonelle leasingavtalene kostnadsføres direkte, noe som i utgangspunktet kan være et problem siden det er bundet opp kapital i kontraktene. Som nevnt ovenfor under omgrupperingen av balansen har vi valgt å ikke omgruppere operasjonell leasing. Derfor kan vi heller ikke gjøre noen justering her, da det skal være samsvar mellom hva som anses som drift og finans i balansen og resultatregnskapet. Det kan derimot diskuteres hvorvidt vi burde gjennomført en omgruppering, da dette ifølge Koller, Goedhart og Wessel (2010) burde balanseføres. Likevel velger vi å følge Kaldestad og Møllers (2011) råd om å ikke foreta noen justeringer. De mener effektene er marginale og at det er lett å gjøre feil ved justeringen.

Tabellen nedenfor viser oversikt over endringene som er gjort, slik at vi kommer frem til normalisert EBITDA.

Normalisert historisk EBITDA	2011	2012	2013	2014
Rapportert EBIT	36,4	37,5	59,2	37,6
Avskrivninger	-6,1	-9,7	-20,8	-34,9
Nedskrivninger	0,0	0,0	0,0	-31,0
Rapportert EBITDA	42,6	47,2	80,0	103,5
Opsjonsprogram	2,4	3,6	4,0	11,3
Restruktureringskostnader	-2,2	8,8	-1,5	-0,8
Valutasikring	0	0	0	0
Pensjon	0	0	0	0
Leasing	0	0	0	0
Avsetninger	0	0	0	0
Justert EBITDA	42,8	59,6	82,5	114,0
Avskrivninger (normal)	-6,1	-9,7	-20,8	-34,9
Nedskrivning (engangspost)	0,0	0,0	0,0	0,0
Justert EBIT	36,6	49,9	61,7	79,1

Figur 19 Normalisert historisk EBIT og EBITDA

Ved å analysere et selskap over tid kan en få frem trender og utvikling i både kostnader og inntekter. Derimot er meninger om fremtiden et tema for den strategiske analysen vi allerede har utført i kapittel 4, og det ligger derfor utenfor en analyse av historiske tall å mene noe om en trend vil fortsette fremover. Likevel, vil

en trendanalyse kunne observere underliggende vekst og unormale svingninger som har vært. Generelt når man skal lage prognoser for fremtiden vil det være viktig å vite hvor man er i syklusen, hva som forventes de neste årene og hva normalen er på lang sikt (Møller og Kaldestad, 2011).

De justerte driftsmarginene som ble funnet ovenfor i figur 19 gir resultatregnskapet høyere kvalitet slik at fremtidige resultater kan predikeres på en mer pålitelig måte. Normaliseringen danner derfor et godt grunnlag for prognosene som utføres i kapittel 7, spesielt knyttet til kostnadsposter og engangseffekter som har vært.

Ut i fra normaliseringen får en nå frem et mer korrekt bilde av historiske marginer. Etter å ha utført justeringene vi fant nødvendige ser vi at gjennomsnittlig EBITDA-margin de siste fire årene ligger på 26,4 %. Dette er ca. 2 % høyere enn rapportert. Figur 20 viser en jevn, men noe synkende trend i EBITDA-margin de siste årene. Rapporterte marginer svinger mer grunnet unormale poster og engangseffekter.

Driftsmarginer	2011	2012	2013	2014	Gj. Snitt
<i>EBITDA/Inntekt (justert)</i>	26,9 %	27,6 %	27,5 %	23,7 %	26,4 %
<i>EBITDA/Inntekt (rapportert)</i>	26,8 %	21,9 %	26,7 %	21,5 %	24,2 %

Figur 20 Rapportert og normalisert historisk EBITDA-margin

Tilsvarende som ovenfor vil justert EBIT-margin ha litt høyere snitt enn rapportert. De justerte tallene mener vi gir et mer riktig bilde på driftsmarginene de siste årene. EBIT-marginene har en synkende trend.

Driftsmarginer	2011	2012	2013	2014	Gj. Snitt
<i>EBIT/Inntekt (justert)</i>	23,0 %	23,1 %	20,6 %	16,5 %	20,8 %
<i>EBIT/Inntekt (rapportert)</i>	22,9 %	17,4 %	19,7 %	7,8 %	17,0 %

Figur 21 Rapportert og normalisert EBIT-margin

5.3.3 Fordeling av skattekostnad

I denne delen vil skattesatsen brukt i verdsettelsen beregnes. Vi vil benytte oss av normalisert driftsskattesats som består av gjennomsnittlig driftsskattesats over analyseperioden (Knivsflå, 2014). Analyseperioden er også her begrenset til perioden fra 2011 til 2014. Ved store svingninger i historisk skattekostnad anbefaler Knivsflå (2014) å benytte medianverdien i stedet for gjennomsnitt. Driftsskattesatsen kan avvike kraftig fra selskapsskatten i Norge som pr. i dag er på 27 %. Ulike årsaker til dette kan komme av at selskapet har særskatt, som for eksempel petroleumsskatt, fremførbare underskudd, permanente forskjeller eller skatter i utlandet. Sistnevnte gjelder spesielt for Opera. Formelen for å beregne skatten er som følger:

$$\text{Driftsskattesats (dss)}: \frac{\text{Normal skattekostnad} - \text{fordelt finansskatt}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 11 Driftsskattesats (dss)

$$\text{Driftsskattesats (dss)}: \frac{\text{NSK} - 0,135 * (\text{FI} + \text{UFR}) + 0,27 * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

Formel 12 Skatt på driftsresultatet (Kilde: Knivsflå 2014).

I formelen ovenfor er NSK normalisert skattekostnad, FI er normale finansinntekter, UFR er unormalt finansresultat, FK er normal finanskostnad, DR er driftsresultat og UDR er unormalt driftsresultat.

Selv om Operas skattenote inneholder mye informasjon er det vanskelig å skille skatt på henholdsvis drift og finansielle poster. I følge Gjesdal (2007) vil analytikere ha behov for mer assistanse hvis det skal la seg gjøre å fordele skatten på en meningsfylt måte. Siden vi ikke har inngående kjennskap til fordelingen av finansresultat velger vi å bruke Knivsflås (2014) tommelfingerregel hvor finansinntekter skattlegges med 13,5 %. Dette kommer av at skatteloven bygger på realisasjonsprinsippet der bare realisert finansresultat skattlegges med 27 % (før 2014 var denne 28 %). Urealiserte gevinster blir skattlagt først ved realisering. I tillegg er det en del realiserte gevinster som ikke skattlegges på selskapsnivå, som for eksempel utbytte og aksjegevinster grunnet fritaksmetoden (Skatteetaten, 2015).

Derfor blir effektiv skattesats på finansinntekt redusert, da tommelfingerregelen tar utgangspunkt i at 50 % er realisert og 50% er urealisert. Beregningen av normalisert driftsskattesats er foretatt nedenfor.

Beregning av driftsskattesats	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
EBIT (DR + UDR)	36,4	37,5	59,2	37,5	
Normal skattekostnad (NSK)	12,1	8,6	7,2	18,0	
Finansinntekt (FI)	1,4	1,3	2,2	2,3	
Unormalt finansresultat (UFR)	1,2	-3,3	8,1	15,9	
Finanskostnad (FK)	0,0	0,1	4,2	3,7	
Driftsskattesats (dss)	32,04 %	23,75 %	11,71 %	44,11 %	27,91 %

Figur 22 Utført beregning av historisk driftsskatt i analyseperioden 2011-2014

Vi ser at gjennomsnittlig driftsskatt ligger rett over dagens selskapsskattesats i Norge på 27 %. Dette virker fornuftig, selv om det likevel er verdt å påpeke at det har vært store svingninger i skattesatsen historisk. Driftsskatt blir derfor tatt med som en variabel i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.

6. Kapitalkostnad

I dette kapitlet vil kapitalkostnaden for egenkapital og gjeld regnes ut fra metoden forklart i kapittel 3. Disse må beregnes for å regne ut WACC for å neddiskontere fremtidig kontantstrøm.

6.1 Avkastningskravet til egenkapital

Som forklart i kapittel 3 er kapitalkostnaden for egenkapital regnet ut fra kapitalverdimodellen (CAPM) som er gjengitt nedenfor.

$$E(r_i) = r_f + B_i(E(r_m) - r_f)$$

Formel 13 Kapitalkostnad for egenkapital

Parameterne som er krevd for å regne ut denne er risikofri rente, egenkapitalens markedskorrelasjon og markedets risikopremie.

Den risikofrie renten

Siden denne verdivurderingen blir utført i USD vi amerikanske statsobligasjoner (T-Bills) brukes. Ut i fra diskusjonen i kapittel 3 om valg av risikofri rente, følger vi Kallestad og Møllers (2011) råd om å bruke statsobligasjoner med lang tidshorisont. 5. juni 2015 var 10 års T-Bills på 2.38%, og vil være den risikofrie renten i verdivurderingen.

Markedets risikopremie

Markedets risikopremie i denne verdivurderingen blir hentet fra Damodarans (2015) *Implied Risk Model*. Damodaran regner ut markedspremien ved å se på avkastningen i S&P500 og trekke fra risikofri rente. I tillegg ser han på de spesifikke landenes finansielle situasjon, for å bestemme landsspesifikk risiko.

Per 05. juni 2015 er utregnet risikopremie for virksomheter i både USA og Norge 5,75%. Moody rater begge landene til AAA, og har derfor lik landsspesifikk risiko (Damodaran, 2015).

Egenkapitalbeta

Som forklart i kapittel 3 vil egenkapitalbeta for Opera bli regnet ut i fra Kinserdals (2014) metode, ved å se på bransjens forretningsbeta, og deretter konvertere denne til Operas egenkapitalbeta.

Siden en kan klassifisere Opera som både et IT-selskap og annonseringsselskap vil denne verdivurderingen basere seg på en vektet beta mellom disse to bransjene for å regne ut selskapets egenkapitalbeta. Vektingen vil avhenge av divisjonenes relative verdiandel av total selskapsverdi, noe som vil gjøre at vi får en ny sirkulær referanse i modellen. Dette kan igjen løses ved iterasjonsregning i Excel.

Bransjens forretningsbeta er regnet ut i fra en samling av 52 selskaper i annonsering, og 119 selskaper i IT-sektoren. Listen er hentet fra Damodarans (2015) *samling av sektor-beta*.

Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for annonsering	1,180
Gjennomsnittlig D/E	50,62 %
E/EV	66,39 %
Forretningsbeta annonsering	0,783
Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for IT-service	1,160
Gjennomsnittlig D/E	27,56 %
E/EV	78,39 %
Forretningsbeta IT	0,909

Figur 23 Beregning av forretningsbeta

I databasen er det også oppgitt gjennomsnittlig *debt-to-equity-ratio* (D/E) for utvalget, og en kan regne ut forretningsbetaen for hver bransje. Til slutt vil en vekte forretningsbetaene med referanse til verdiandel av divisjonene, som vil bli løst samtidig som verdivurderingen.

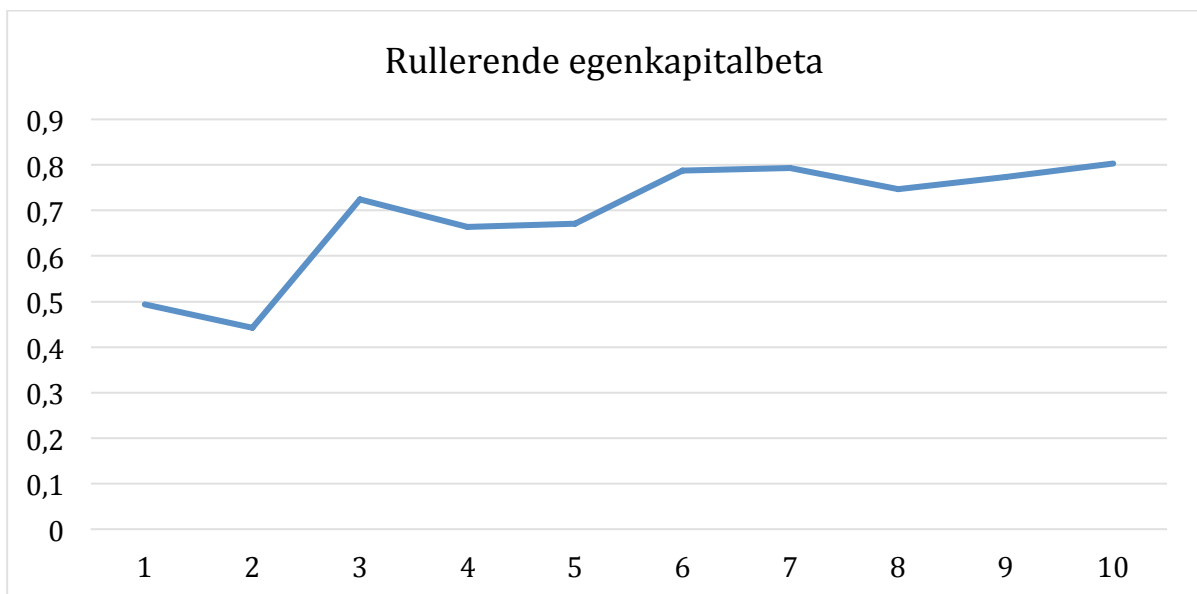
Gjennomsnittlig forretningsbeta for Opera	0,849
Opera EV/E	1,112
Egenkapitalbeta Opera	0,945

Figur 24 Beregning av egenkapitalbeta for Opera

Verdi av annonsering vil inkludere Opera Mediaworks, mens verdi av IT-tjenester vil inkludere verdien av Opera Browser og Operator Solutions. EV/E vil bli løst simultant med verdivurderingen. Egenkapitalbetaen er regnet til å være 0,945.

En metode for å se om denne egenkapitalbetaen er fornuftig for Opera, vil være å se på samvariasjonen mellom Opera og S&P500. Ved å gjøre en regresjonsanalyse mellom avkastningen på Opera og S&P500 vil dette vise historisk beta for Opera. Egenkapitalbetaen vil avhenge av hvor lang tid tilbake vi inkluderer data. I denne oppgaven vil derfor egenkapitalbeta regne med datamateriale fra 1 til 10 år tilbake i tid.

Resultatet er presentert i figuren nedenfor. Fra 5 til 10 år tilbake i tid ser en at en får en utregnet beta på 0,671 til 0,803. Kaldestad og Møllers (2011) metode gir muligens en for høy egenkapitalbeta, om en ser på historisk egenkapitalbeta isolert. Særlig gir regresjonsanalysen som bare inkluderer 1 til 5 år med data en lav egenkapitalbeta, som tilsier en lavere egenkapitalbeta enn utregnet. Det historiske intervallet vil gi et viktig input til sensitivitetsanalysen i kapittel 9, hvor en vil se på endring av egenkapitalbeta mot verdivurderingen.



Figur 25 Rullende egenkapitalbeta

Avkastningskravet til egenkapitalen blir derfor:

$$E(r_{Opera}) = 2,38\% + 0,945 \times (5,75\%) = 7,81\%$$

6.2 Kapitalkostnad for gjeld

Som presentert i kapittel 3 vil kapitalkostnaden for gjelden til Opera beregnes ut fra syntetisk rating for å finne en fornuftig rentemargin.

Syntetisk rating	2010	2011	2012	2013	2014
EBIT	11,41	36,45	37,50	59,20	37,30
Finansiell kostnad	0,00	0,02	0,10	4,20	2,10
Rentedekningsgrad	7663,33	2393,72	375,00	14,10	17,76
Estimert kredittrente	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Estimert gjeldsmargin	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %

Figur 26 Syntetisk rating av Opera

Av tabellen ser en at estimert rentedekning for Opera i perioden 2010-2014 er klassifisert med rate AAA, dette tilsvarer en gjeldsmargin på 0,40%. Dette skulle tilsi at kapitalkostnaden for gjeld er som følger:

	Risikofri rente	2,38 %
+	Gjeldsmargin	0,40 %
=	Gjeldskostnad	2,78 %

Figur 27 Avkastningskrav til gjeld

Opera inngikk i 2013 et sikret løpende kredittlån med DNB med en ramme på MUSD 100 (Opera, 2013). Kostnaden for dette kredittlånet var LIBOR pluss 1,75%. Opera benyttet MUSD 60.1 av denne rammen tilknyttet oppkjøp av Skyfire Labs i starten av 2013, og har ikke betalt ned på denne gjelden siden da.

I 1. kvartal 2015 økte Opera kredittrammen på dette lånet til MUSD 250 (Opera, 2015). Per 31.03.15 er MUSD 150 brukt av dette lånet, med samme betingelse som er LIBOR pluss 1.75%. 1 års LIBOR var per 05. juni 2015 0,75 % (The Wall Street Journal, 2015). Rentekostnaden til Opera kan derfor regnes til:

	1 års LIBOR	0,75 %
+	Gjeldsmargin	1,75 %
=	Gjeldskostnad	2,50 %

Figur 28 Gjeldskostnad på nåværende lån

En ser her at betingelsene for lånene hos DNB er i samsvar med hva den syntetiske ratingen skulle tilsi, og at den utregne de kapitalkostnaden er et godt estimat.

6.3 WACC

Som forklart i kapittel 3 vil WACC brukes til å neddiskontere fremtidig kontantstrøm. WACC blir regnet ut fra følgende formel:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_e + \frac{D}{E + D} * r_d(1 - t)$$

Formel 14 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Siden vi nå vet kapitalkostnaden til egenkapitalen og gjeld, trenger vi videre å vite andel egenkapital og gjeld av total selskapsverdi. Dette vil igjen avhenge av total selskapsverdi, og er i tillegg faktorer som vil bli løst simultant i verdivurderingen.

WACC for Opera er presentert nedenfor og kalkulert til 7,38%.

	Gjeldskostnad	2,78 %
*	D/V	10,10 %
*	Skatt	27,91 %
=	Gjeldsbidrag til WACC	0,36 %
	Egenkapitalkostnad	7,81 %
*	E/V	89,90 %
=	Egenkapitalbidrag til WACC	7,02 %
=	WACC	7,38 %

Figur 29 WACC for Opera Software

7. Input til verdivurdering – beregning av prognoser

Dette kapitlet vil presentere grunnlaget for den fremtidige kontantstrømmen til Opera. Kapitlet vil kombinere funn fra den strategiske analysen i kapittel 4 sammen med regnskapsanalysen i kapittel 5 for å konstruere kvalitative input til den fremtidige kontantstrømmen.

Funn fra den strategiske analysen i kapittel 4 gir et godt grunnlag for å diskutere fremtidig endring i driftsinntekter og driftskostnader for hver divisjon. Det ble lagt særlig vekt på analyse av omsetningsvekst, som vil være den sentrale driveren for det fremtidige regnskapet i Opera. Det ble også lagt stor vekt på sentrale kostnadsfaktorer, for å bedre forstå fremtidig lønnsomhet for divisjonene.

Normaliseringen i kapittel 5 vil sammen med den strategiske analysen danne grunnlaget for selskapets lønnsomhet i fremtiden. Normaliseringen vil hindre at historiske engangsposter vil påvirke prognosene på den fremtidige driftslønnsomheten.

7.1 Valg av eksplisitt prognoseperiode

Valg av tidshorisont for fremtidsbudsjettet og prognosene på kontantstrømmen er svært viktig for verdsettelsen. Teoretisk skal selskapet drives i evig tid da vi forutsetter fortsatt drift. Det vil være vanskelig å si noe om fremtidsregnskapet langt frem i tid og derfor beregnes det en terminalverdi etter den eksplisitte perioden som forklart i kapittel 3. Det vil være usikkerhet knyttet til beregningen som utføres i terminalåret, noe som vil bli analysert nærmere i kapittel 9.

Opera opererer i markeder som er preget av stor vekst, noe som også er forventet fremover. Teknologibransjen preges av høy innovasjonstakt og stadig utvikling. Opera har isolert sett vokst kraftig de siste årene i omsetning og har hatt store strukturelle endringer spesielt drevet av oppkjøp. En bransje preget av høy vekst taler for relativt lang prognoseperiode. Imidlertid er det også stor usikkerhet knyttet til fremtiden, og usikkerheten vil øke om det benyttes for lang tidshorisont.

Ifølge Koller, Goedhart og Wessel (2010) anbefales det en prognoseperiode på 10-15 år, da de mener en for kort periode kan undervurdere verdien. Likevel påpeker de at det vil være vanskelig å prognostisere individuelle budsjett drivere 10 til 15 år inn i fremtiden. Kinserdal (2014) mener ideell periode er mellom 6 til 10 år, men at det normalt i praksis brukes 4 til 5 år. Valg av periode påvirkes av hvor syklisk bransjen er, fasen den er inne i med tanke på utvikling og modenhet, samt om bransjen preges av forandringer. På bedriftsnivå vil interne omstillinger, endringer og vekst prege valg av prognoseperiode (Kinserdal, 2014). På bakgrunn av dette har vi valgt å sette prognoseperioden til 5 år.

7.2 Omsetning

7.2.1 Opera Browser

Omsetningen til Browser består av de tre inntektsområdene som følger:

- Innebygd søk i nettleseren
- Annonseinntekter innad i programvare
- Provisjoner

Alle disse inntektene avhenger av antall brukere av nettleseren. Vekst i antall brukere vil derfor være den avgjørende faktoren for verdien av denne divisjonen. Som påpekt i den strategiske analysen er det ventet langt lavere vekst av brukere i årene som kommer, på grunn av fallende markedsandeler mot konkurrerende nettlesere. Per 2014 hadde Opera 352 millioner brukere, og er ventet å ha litt over 400 millioner brukere i 2019. Dette tilsvarer en årlig vekst i perioden 2015-2019 på rundt 3%. Det er derimot knyttet noe usikkerhet til dette estimatet, og vekst i brukere vil derfor være en sentral faktor å analysere i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.

Søk

Som den strategiske analysen påpekte er det forventet fallende provisjoner fra Google. Dette skyldes Googles lansering av Google Chrome, som i dag har over 50% markedsandeler av nettlesere. Google er dermed ikke like avhengig av at

andre nettlekere veileder brukerne mot google.com, og en kan forvente 10% reduksjon i inntekt per veiledning i perioden 2015-2019. Til sammenligning har den årlige reduksjonen i inntekt per veiledning vært 14,7% i perioden 2011-2014.

Årlig omsetning fra søk vil derfor betegnes som:

Omsetning fra Søk

= Antall brukere x Inntekt per veiledning til Google x veiledning per bruker

Annonsering i nettleker

Som diskutert i kapittel 2 har Opera en klar målsetning om å øke monetiseringen av nettleseren. Et steg mot dette er å øke antall reklamevisninger innad i nettleseren. I 2013 hadde nettleseren en gjennomsnittlig reklamevisning på 271 visninger per bruker. I 2014 økte dette til 419 visninger, noe som tilsvarer en økning på 54%. Antall reklameplasser innad i nettleseren er begrenset. En økning av reklameplasser kan slå dårlig ut i brukeropplevelsen, og senke etterspørselen for nettleseren. Det forventes derfor lavere vekst fremover. En kan vente at Opera øker antall reklamevisninger per bruker til 643 i 2019, noe som gir en årlig vekst på rundt 9%. Inntekten per reklamevisning er ventet å vokse med 2,5% årlig i perioden 2015-2019.

Årlig omsetning fra annonsering i nettleseren er dermed:

Total omsetning annonsering

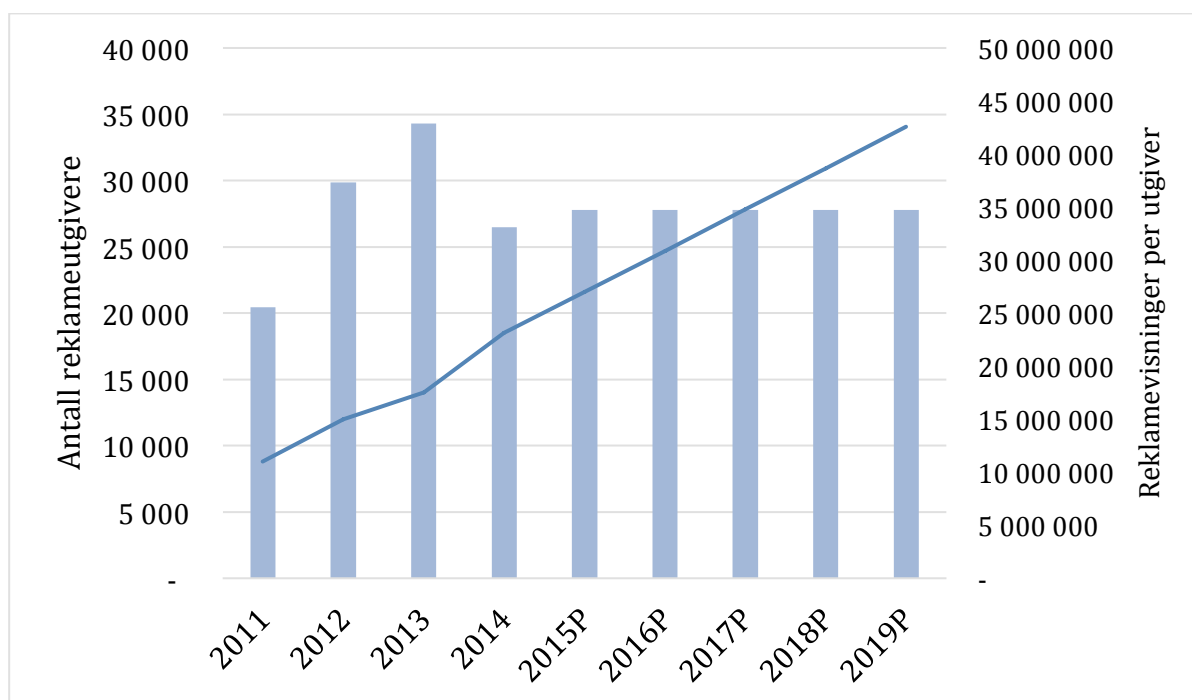
= Antall brukere x Reklamevisning per bruker x inntekt per reklamevisning

Provisjoner og Royalty

Opera har også inntekter fra mobilprodusenter som leverer mobiler med nettleseren ferdig installert. På denne måten kan mobilprodusenten reklamere med nettleseren ved salg av mobil, og vil også spare mobilprodusenten for utviklingsavgifter tilknyttet en nettleker. På grunn av økt etterspørsel i nyetablerte markeder, vil det forventes en årlig vekst på 10% i årene fremover.

7.2.2 Opera Mediaworks

Figur 30 viser historisk og forventet vekst i antall reklameutgivere for Mediaworks. I 2014 hadde de avtale med 18 500 utgivere, som både inkluderer nettsider og mobilapplikasjoner. I året 2011 hadde de 8 800 utgivere, noe som gir en årlig vekst på 28,1% fra perioden 2011-2014. I denne perioden har derimot Mediaworks gjort oppkjøp av flere reklamenettverk, noe som forklarer mye av veksten. Forutsatt organisk vekst i Mediaworks er det derfor forventet lavere årlig vekst i antall reklameutgivere. Som påpekt i kapittel 4 vil Opera være begrenset i å utvide antall kundeavtaler i segmentet grunnet Operas høye krav til kvaliteten på kundens nettside. Kravene må holdes høye for å kunne levere en portefølje med høy kvalitet til annonsørene. Det forventes derfor vekst på 16,8% i reklameutgivere i 2015, med redusert vekst til 10 % i 2019.



Figur 30 Historiske og prognostiserte reklameutgivere i Opera Mediaworks

Figur 30 viser også hvor mange reklamevisninger det er blitt gjort per gjennomsnittlig kunde. En forventer at nye kunder vil ha samme aktivitetsnivå som gamle kunder, noe som sier at en kan forvente 33,1 millioner reklamevisninger per kunde i årene 2015-2019.

I perioden 2011 til 2014 har inntekten per reklamevisning vokst betydelig hvert år. Dette viser tydelig den store endringen i lønnsomheten for mobilreklame, hvor en har sett en stor økning i videoreklame som genererer høyere inntekt per visning. Som konkludert i den strategiske analysen vil det forventes at inntekten i mobilreklame fortsetter å vokse videre fra 2015, med et anslag på 10%.

Total omsetning for Opera Mediaworks vil derfor være estimert inntekt per reklamevisning multiplisert med antall reklamevisninger.

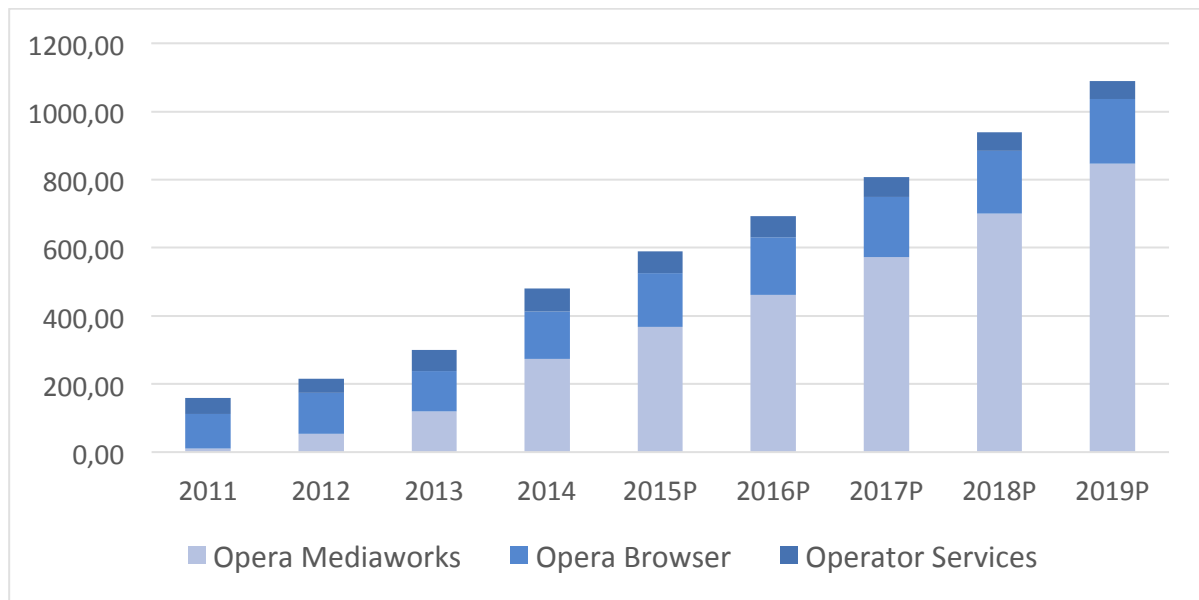
7.2.3 Operator Solutions

Som konkludert i kapittel 4 er det ventet negativ vekst for denne divisjonen fremover. Etterspørselen etter databegrensning er fallende i vestlige land, men nye markeder i Asia vil trolig motvirke denne effekten noe. India og Malaysia er særlig viktige markeder for Operator Solutions fremover, som har flere potensielle kunder. Det er knyttet noe usikkerhet til hvorvidt disse nettverkene har betalingsvillighet for slik teknologi, siden nettverkene er meget store og vil kreve høy initial investering i datakraft.

For Operator Solutions vil det forventes 5 % årlig reduksjon i omsetning fra 2015-2019.

7.2.4 Total omsetning for Opera Software

Ved å slå sammen omsetningen for de tre divisjonene vil en se en stor vekst i årene 2015-2019. Årlig vekst for hele selskapet er ventet å være rundt 17% frem til 2019. Opera Mediaworks er alene ventet å vokse omkring 25% i samme tidsperiode.



Figur 31 Historisk og prognostisert omsetning per divisjon i MUSD

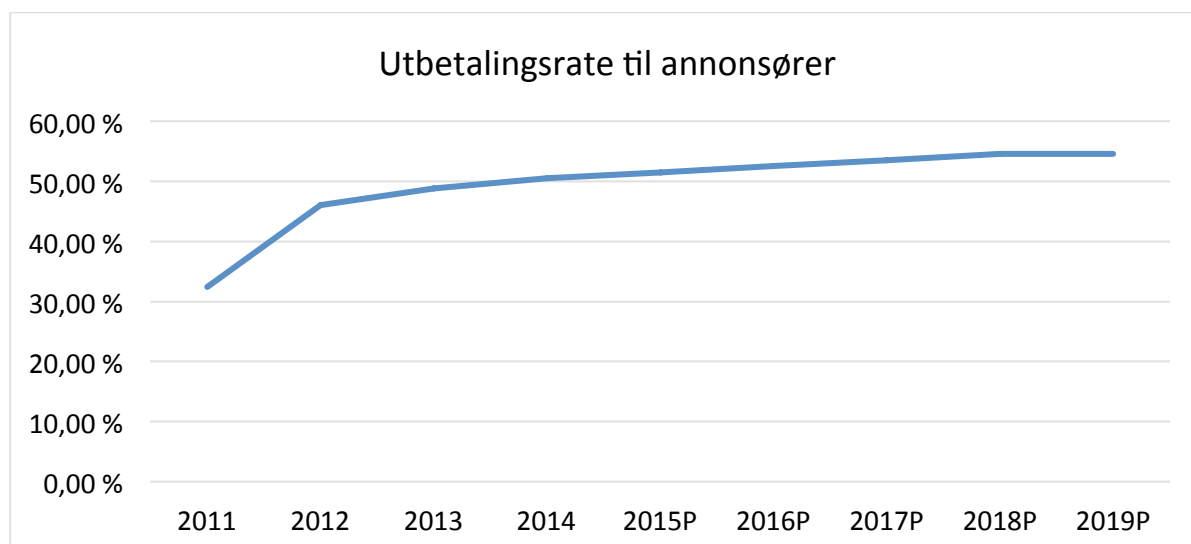
7.3 Driftskostnader

7.3.1 Utbetalingsrate

Opera klassifiserer bare utbetalinger til reklameutgivere som *Cost of Goods Sold* (COGS), som tilsvarer varekostnader. Varekostnader vil derfor bare tilhøre divisjonen Opera Mediaworks. COGS kan derfor brukes til å se på gjennomsnittlig utbetalingsrate til reklameutgivere.

Nedenfor er gjennomsnittlig utbetalingsrate for Opera Mediaworks i perioden 2011-2014 presentert. Som konkludert i den strategiske analysen har Opera posisjonert seg i et Premium-segment, hvor de har lagt seg på en utbetalingsrate på rundt 50%. Opera forventes å fortsette og posisjonere seg i dette segmentet, men vil trolig oppjustere utbetalingsraten på grunn av økt konkurranse.

Til sammenligning har kostnadsledere som Google AdSense lagt seg på en gjennomsnittlig utbetalingsrate på 70%. Ved å fortsette og posisjonere seg i Premium-segmentet, vil Mediaworks ikke bevege seg opp til denne raten, men en kan forvente en økning på ett prosentpoeng de neste årene for å konkurrere i dette segmentet. Utbetalingsraten vil ha stor innvirkning på verdien av Opera Mediaworks, og vil derfor brukes som en variabel i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.



Figur 32 Historisk og prognostisert utbetalingsrate til annonsører

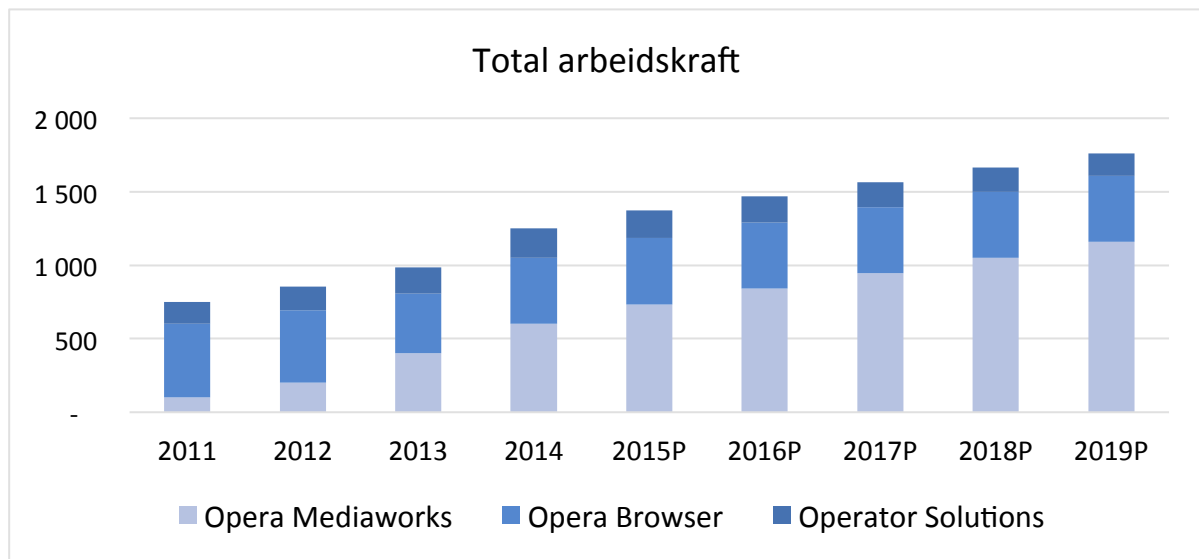
7.3.2 Lønnskostnader

Lønnskostnader er direkte kostnader som vil bli allokert mot hver divisjon. For å beregne historiske og fremtidige lønnskostnader per divisjon, må det først lages et estimat over hvor mye arbeidskraft som kreves for å generere antatt omsetning.

En ofte brukt metode er å bruke omsetning som driver for lønnskostnader. I et selskap som Opera vil ikke dette være gjeldende, siden lønnskostnadene til Opera hovedsakelig er utviklingskostnader for applikasjoner og systemer, og vil ikke være proporsjonal med den totale omsetningen.

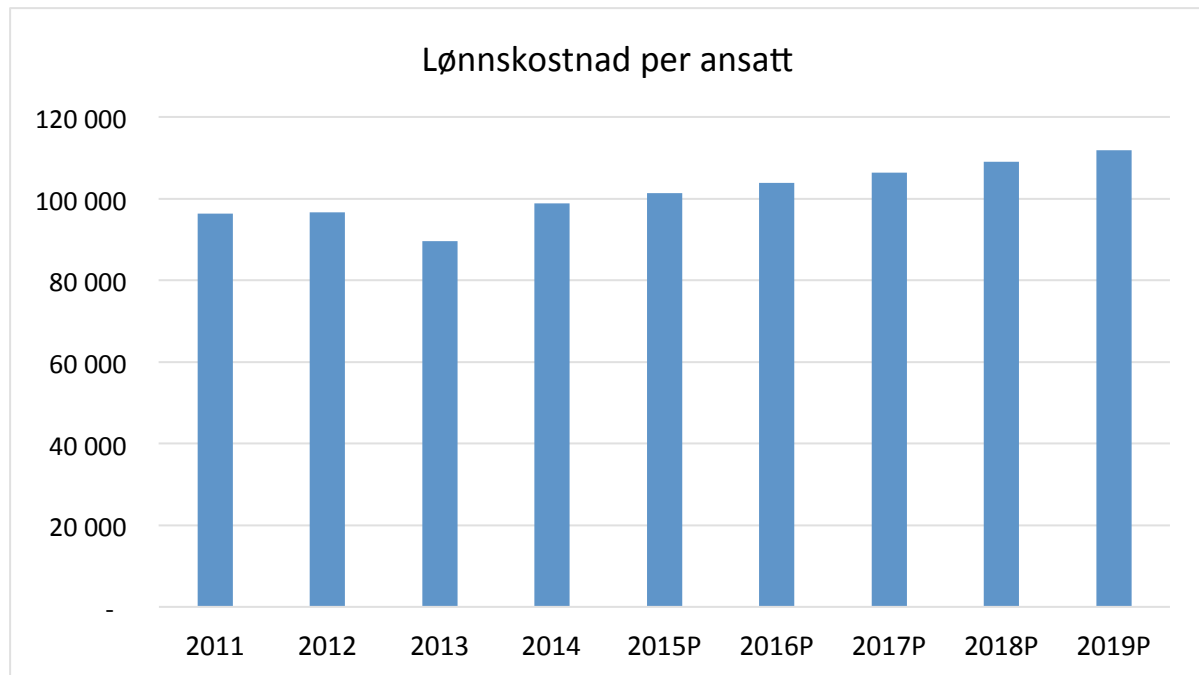
Denne verdivurderingen vil derfor velge alternative drivere for lønnskostnader. Aktivitetsnivået i Opera Browser vil trolig være uendret i årene fremover, noe som tilsier uendret arbeidsstokk for denne divisjonen. Historisk har Browser hatt et jevnt nivå av 450 arbeidere, og er derfor et godt utgangspunkt for fremtidig prognose.

Antall ansatte i Opera Mediaworks vil følge aktivitetsnivået til kundene. En god driver for dette er antall reklamevisninger som er styrt gjennom divisjonen. Operator Solutions vil være den eneste divisjonen hvor vi bruker omsetning som driver for antall ansatte. En vil slik få frem at redusert aktivitet i denne divisjonen vil redusere behovet for antall ansatte.



Figur 33 Historisk og prognostisert arbeidskraft per divisjon

Videre er gjennomsnittlig lønnskostnad beregnet ved å dele total lønnskostnad på antall årsverk per divisjon. Figuren nedenfor viser historisk lønnskostnad per ansatt. I regnskapsanalysen i kapittel 5 er det justert for opsjonsprogrammet som Opera har. Dette tar vi hensyn til i den videre prognosen. Det er ikke ventet noen reell lønnsvekst i selskapet de neste årene, og årlig vekst er satt til 2,5% i årene 2015-2019.



Figur 34 Historisk og prognostisert lønnskostnad per ansatt

7.3.3 Andre driftskostnader

De siste årene har Opera foretatt store restruktureringer av selskapet. Kostnaden tilknyttet dette har vært spesifisert i regnskapet, og er knyttet til oppkjøpene de siste årene. I normaliseringen, kapittel 5, ble det foretatt en historisk justering for normalnivået av restrukturingskostnaden. Foruten oppkjøpene av selskapene er det ut i fra regnskapsanalysen små beløp knyttet til restrukturering. Det vil derfor ikke bli avsatt restrukturingskostnad i fremtidsregnskapet, siden denne verdivurderingen forutsetter organisk vekst.

Andre driftskostnader er hovedsakelig drevet av antall ansatte. Kostnader relatert til reise, leie av lokaler og utstyr vil være direkte påvirket av antall ansatte. For eksempel vil en økning i arbeidsstokken kreve større lokaler, og leiekostnadene vil øke. En vil derfor kunne regne ut fremtidig driftskostnad ut i fra forventning om antall ansatte. Andre kostnader som revisjon, markedsføring og serverrelaterte kostnader er trolig ikke drevet av antall ansatte, men vil heller være en fast kostnad for et gitt tidsintervall.

7.4 Netto reinvestering

Et selskap som vil vokse må reinvestere i eiendeler for å skape muligheter for økonomisk vekst (Damodaran, 2010). Netto reinvestering vil være kapitaltilgang (CAPEX) i året redusert med avskrivning. Kapitaltilgangen i Opera har i perioden 2011 til 2014 vært preget av flere oppkjøp. Ved beregning av historiske nivåer vil det derfor være viktig å holde investeringer via oppkjøp utenfor (Kinserdal, 2014). Ellers vil dette skape et skjevt bilde av normalt reinvesteringsbehov.

Opera er hovedsakelig drevet av intellektuell kapital, da det er verdien av merkenavn og de ansatte som danner grunnlaget for selskapsverdien (Damodaran, 2010). Opera er derfor preget av å ha høy andel immaterielle eiendeler, og reinvesterer i dette. De fysiske eiendelene vil derfor være lavere sammenlignet med en tradisjonell produksjonsbedrift. For Opera vil derfor reinvestering bli uttrykt i lønns- og andre driftskostnader, siden vekst i denne typen selskap drives av de ansatte (Damodaran, 2010).

Ved å se på normalisert kapitaltilgang i perioden 2011-2014 er det to typer reinvesteringer som er ventet å fortsette:

Investering i fysiske eiendeler

Opera er avhengig av å reinvestere i nye PC-er, servere og annet teknologisk utstyr. Historisk nivå på reinvestering i fysiske eiendeler har vært rundt 4,5% av omsetning, som vil være grunnlaget for fremtidig reinvestering. De fysiske eiendelene vil ha forholdsvis kort levetid, beregnet til 3 år, som vil tilsvare avskrivningstiden i modellen.

Forskning og Utvikling (FoU)

FoU er hovedsakelig knyttet til utviklet teknologi som vil gi fremtidig økonomiske fordeler. Historisk har nivået på FoU vært rundt 2,4% av total omsetning, og vil derfor være utgangspunktet for fremtidig FoU. Avskrivningen av disse vil følge vanlig lineær avskrivning på 10 år.

7.5 Arbeidskapital

Arbeidskapital tilsvarer endringen i oppbundet kapital i løpet av regnskapsåret. Ved økt omsetning vil en forvente en høyere oppbinding i arbeidskapital (Kinserdal 2014).

Figur 35 viser historisk nivå på de forskjellige komponentene som inngår i arbeidskapitalen. For fremtidig prognose vil gjennomsnittlige nivåer bli brukt som vist i siste kolonne. På grunn av at kundefordringer har høy oppbinding i forhold til leverandørgjeld og annen gjeld, vil økt omsetning føre til økt arbeidskapital, noe som igjen reduserer fremtidig kontantstrøm.

Arbeidskapital	2011	2012	2013	2014	Driver
Kundefordringer	33,67	74,30	129,50	186,70	
<i>Kundefordringer %</i>	<i>21,09 %</i>	<i>34,38 %</i>	<i>43,14 %</i>	<i>38,83 %</i>	<i>34,36 %</i>
Leverandørgjeld	4,03	19,60	22,20	46,10	
<i>Leverandørgjeld %</i>	<i>2,53 %</i>	<i>9,07 %</i>	<i>7,40 %</i>	<i>9,59 %</i>	<i>7,14 %</i>
Kontanter til drift	2,96	6,19	9,39	15,08	
<i>Kontanter til drift %</i>	<i>1,85 %</i>	<i>2,86 %</i>	<i>3,13 %</i>	<i>3,14 %</i>	<i>2,75 %</i>
Annen kortsiktig gjeld	27,92	22,40	29,10	61,00	
<i>Annen kortsiktig gjeld %</i>	<i>17,48 %</i>	<i>10,37 %</i>	<i>9,69 %</i>	<i>12,69 %</i>	<i>12,56 %</i>
Skyldig offentlige avgifter	4,96	5,90	9,80	9,90	
<i>Skyldig offentlige avgifter %</i>	<i>3,10 %</i>	<i>2,73 %</i>	<i>3,26 %</i>	<i>2,06 %</i>	<i>2,79 %</i>

Figur 35 Budsjett drivere for arbeidskapital i Opera

7.6 Andre input til verdivurderingsmodellen

Driftsskatt

Verdivurderingen vil benytte den normaliserte driftsskattesatsen for fremtidig regnskap, som er beregnet i kapittel 5. Denne er derfor satt til 27,91%.

Langsiktig vekst (g) i terminalåret

Langsiktig vekst i terminalåret er satt til 2,5%. En endring i denne verdien vil gjøre store endringer for terminalverdien, og vil derfor være en viktig faktor å analysere i sensitivitetsanalysen.

Valutakurs

Siden denne verdivurderingen er gjennomført i USD, må en konvertere aksjeprisen til NOK for å kunne sammenligne med børskurs. Verdivurderingen vil derfor ta utgangspunkt i vekslingskurs NOK/USD per 05.06.2015 som var 7,8521.

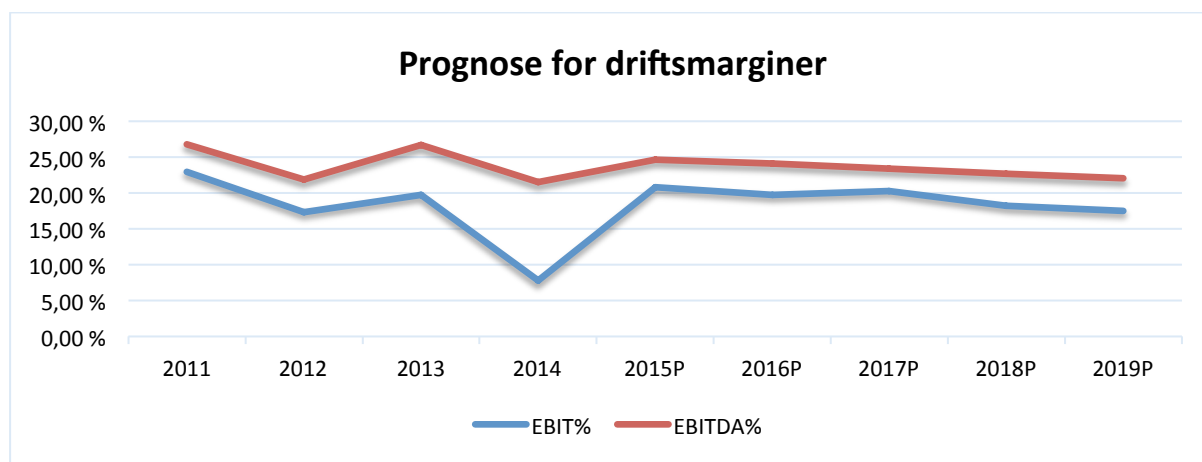
7.7 Presentasjon av fremtidsregnskap

Ut fra analyserte budsjett drivere kan en nå regne ut et fremtidsregnskap for hver divisjon. Figur 36 viser samlet fremtidsregnskap for samtlige divisjoner. Her ser en at selskapet er ventet å vokse i omsetning de neste 5 årene. Årlig vekst fra 2011 til 2014 har vært 47,80%. Vekst mellom 2015 til 2019 er ventet å være 17,76% årlig.

Fremtidsregnskap	2011	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	
	Valuta	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	
Omsetning		158,9	216,0	300,1	480,8	590,4	692,3	807,4	938,7	1 088,9
+ Varekostnad		-3,5	-24,9	-58,2	-137,8	-189,3	-242,8	-306,4	-381,7	-470,5
+ Lønnskostnader		-78,9	-94,7	-108,6	-154,9	-163,8	-181,5	-200,4	-220,7	-242,4
+ Avskrivninger og nedskrivninger		-6,1	-9,7	-20,8	-65,9	-22,8	-30,0	-25,1	-42,2	-49,3
+ Andre driftskostnader		-32,1	-36,4	-50,8	-81,5	-91,9	-101,3	-111,6	-123,1	-136,1
= EBIT eksklusiv restrukturering		38,2	50,3	61,7	40,7	122,6	136,8	163,9	171,0	190,6
+ Restrukturering		-1,8	-12,8	-2,5	-3,2	-	-	-	-	-
= EBIT		36,4	37,5	59,2	37,5	122,6	136,8	163,9	171,0	190,6
EBITDA		42,6	47,2	80,0	103,4	145,4	166,8	189,0	213,2	240,0
EBIT%		22,93 %	17,36 %	19,73 %	7,80 %	20,77 %	19,76 %	20,30 %	18,22 %	17,50 %
EBITDA%		26,80 %	21,85 %	26,66 %	21,51 %	24,63 %	24,09 %	23,41 %	22,72 %	22,04 %

Figur 36 Presentasjon av fremtidsregnskap for Opera

Både EBIT-margin og EBITDA-margin er ventet noe fallende verdier i årene 2015-2019. Dette skyldes hovedsakelig lavere lønnsomhet i Operator Solutions, men også økt utbetalingsrate i Opera Mediaworks. Opera Mediaworks er ventet å vokse i omsetningsandel i Opera, og vil derfor bidra til at selskapets totale driftsmarginer blir synkende. Dette er fordi driftsmarginene i denne divisjonen har vært lavere enn Opera Browser og Operator Solutions.



Figur 37 Historiske og prognostiserte driftsmarginer

8. Fundamental verdivurdering

I dette kapittelet vil den tekniske utførelsen av verdsettelsen av Opera foretas. Verdivurderingen vil verdsette hver divisjon i selskapet, og deretter legge til finansielle eiendeler for å finne verdien av selskapet samlet. Deretter vil Operas egenkapital regnes ut ved å justere for finansiell gjeld.

8.1 Opera Mediaworks

Opera Mediaworks er forventet å vokse rundt 25% i omsetning i perioden 2015-2019. EBIT-marginen er ventet å stige fra rundt 12% i 2015 til 15% i 2019.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT * (1-t)									
Omsetning	10,80	54,10	119,10	272,80	367,41	462,32	572,53	700,16	847,59
* EBIT %	-44,99 %	2,54 %	8,18 %	15,74 %	11,96 %	12,88 %	15,40 %	14,25 %	15,06 %
= EBIT	-4,86	1,38	9,74	42,93	43,93	59,53	88,17	99,75	127,61
* Skattesats	32,0 %	23,8 %	11,7 %	44,2 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %
= EBIT * (1-t)	-3,30	1,05	8,60	23,95	31,67	42,92	63,56	71,90	91,99

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto reinvestering									
CAPEX	0,82	49,03	23,84	220,09	25,04	31,50	39,01	47,71	57,76
- Avskrivning	0,56	0,93	1,28	9,18	12,30	18,01	14,34	31,67	37,01
= Netto reinvestering	0,26	48,10	22,56	210,91	12,73	13,49	24,68	16,04	20,75

Verdi av divisjon	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT * (1-t)	31,67	42,92	63,56	71,90	91,99
- Endring i arbeidskapital	19,43	17,44	20,26	23,46	27,10
- Netto reinvestering	12,73	13,49	24,68	16,04	20,75
= FCFF	-0,49	11,98	18,62	32,40	44,15
* Diskonteringsfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,700
= Nåverdi FCFF per år	-0,46	10,39	15,04	24,37	30,92
+ NV Terminalverdi					671,31
= Verdi av divisjon					751,58

Figur 38 Verdivurderingen av Opera Mediaworks

Opera Mediaworks er verdsatt til MUSD 751.58. Terminalverdien av Mediaworks er verdsatt til MUSD 671,31, noe som tilsvarer 89% av divisjonsverdien. Dette tilsier at terminalverdien vil ha stor betydning for verdivurderingen av denne divisjonen. Endringer i parameterne i terminalåret vil gjøre utslag for divisjonsverdien, og i kapittel 9 vil det legges vekt på en sensitivitetsanalyse av denne.

8.2 Opera Browser

Opera Browser er ventet å vokse 6% årlig i perioden 2015-2019. EBIT-marginen er ventet å ligge på 33% i 2015 og bevege seg nedover mot 28% i 2019.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT* (1-t)									
* Omsetning	101,50	120,30	119,00	140,70	159,02	169,29	177,13	183,76	189,28
* EBIT %	22,62 %	32,11 %	29,81 %	26,32 %	33,02 %	33,06 %	33,30 %	31,07 %	28,15 %
= EBIT	22,96	38,63	35,47	37,03	52,50	55,97	58,99	57,10	53,28
* Skattesats	32,0 %	23,8 %	11,7 %	44,2 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %
= EBIT* (1-t)	15,60	29,45	31,32	20,66	37,85	40,35	42,52	41,16	38,41

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto reinvestering									
- CAPEX	7,73	6,74	9,43	10,15	10,84	11,54	12,07	12,52	12,90
- Avskrivning	4,49	7,44	10,24	4,59	8,46	9,00	7,17	8,44	9,87
= Netto reinvestering	3,24	-0,70	-0,81	5,56	2,38	2,53	4,90	4,08	3,03

	2015	2016	2017	2018	2019
Verdi av divisjon					
EBIT* (1-t)	37,85	40,35	42,52	41,16	38,41
- Endring i arbeidskapital	4,42	1,89	1,44	1,22	1,01
- Netto reinvestering	2,38	2,53	4,90	4,08	3,03
= FCFF	31,05	35,93	36,18	35,87	34,36
* Diskonteringsfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,700
= Nåverdi FCFF per år	28,92	31,16	29,22	26,98	24,07
+ NV Terminalverdi					522,51
= Verdi av divisjon				662,86	

Figur 39 Verdivurderingen av Opera Browser

Opera Browser er verdsatt til MUSD 662,86, hvor terminalverdien er verdsatt til MUSD 522,51, noe som tilsvarer rundt 79% av divisjonsverdi. I likhet med Opera Mediaworks er terminalverdien høy i forhold til divisjonsverdi, noe som igjen understreker behovet for en sensitivitetsanalyse av terminalverdien.

8.3 Operator Solutions

Operator Solutions er ventet å få redusert omsetning i årene 2015-2019. Årlig reduksjon er beregnet til 5% i disse årene. EBIT-marginen er beregnet til 40% i 2015, men er ventet å falle ned til rundt 19% i 2019.

EBIT * (1-t)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Omsetning	47,40	41,70	62,10	67,30	63,94	60,74	57,70	54,82	52,08
* EBIT %	44,67 %	30,65 %	46,04 %	-6,07 %	40,96 %	35,02 %	28,98 %	25,87 %	18,67 %
= EBIT	21,18	12,78	28,59	-4,08	26,19	21,27	16,72	14,18	9,72
* Skattesats	32,0 %	23,8 %	11,7 %	44,2 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %	27,9 %
= EBIT * (1-t)	14,39	9,75	25,24	-2,28	18,88	15,34	12,06	10,22	7,01

Netto reinvestering	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CAPEX	3,61	1,31	71,49	3,22	3,06	2,91	2,76	2,62	2,49
- Avskrivning	0,56	0,93	1,28	32,53	2,05	3,00	3,58	2,11	2,47
= Netto reinvestering	3,05	0,38	70,21	-29,31	1,01	-0,10	-0,82	0,51	0,02

Verdi av divisjon	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT * (1-t)	18,88	15,34	12,06	10,22	7,01
- Endring i arbeidskapital	2,43	-0,55	-0,52	-0,50	-0,47
- Netto reinvestering	1,01	-0,10	-0,82	0,51	0,02
= FCFF	17,87	15,43	12,88	9,71	6,99
* Diskonteringsfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,700
= Nåverdi FCFF per år	16,64	13,38	10,40	7,30	4,89
+ NV Terminalverdi					106,22
= Verdi av divisjon			158,85		

Figur 40 Verdivurderingen av Operator Solutions

Operator Solutions er verdsatt til MUSD 158,85, hvor terminalverdien er verdsatt til MUSD 106,22. Terminalverdien er dermed 67% av divisjonsverdien. Denne andelen er ikke like høy som for Opera Mediaworks og Opera Browser, men vil likevel inngå i sensitivitetsanalysen i kapittel 9.

8.4 Finansielle eiendeler

Bokført verdi av omgrupperte finansielle eiendeler er per 31.03.2015 MUSD 122,9. Denne består av MUSD 120,4 i overskuddslikviditet, samt MUSD 2,5 i andre investeringer og depositum. Dette er hentet direkte fra regnskapsanalysen i kapittel 5. De finansielle eiendelene legges til verdien av divisjonene, slik at vi kommer frem til selskapsverdien av Opera.

Omgruppert konsernbalanse	2011	2012	2013	2014	1Q2015	
	Valuta	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	
Finansielle eiendeler						
Investeringer i andre aksjer		1,6	2,1	0,1	0	0,6
Andre investeringer		2,9	3,6	4,9	2,0	1,9
Sum finansielle anleggsmidler		4,4	5,7	5,0	2,0	2,5
Overskuddslikviditet		80,2	51,0	154,0	123,1	120,4
Sum finansielle omløpsmidler		80,2	51,0	154,0	123,1	120,4
Sum finansielle eiendeler (FE)		84,6	56,7	159,0	125,1	122,9

Figur 41 Finansielle eiendeler i Opera

8.5 Finansiell gjeld

Bokført verdi av omgruppert finansiell gjeld er per 31.03.2015 MUSD 361,2. Vi velger å benytte balanseførte tall fra første kvartal 2015 da disse er de siste publiserte tallene som er nærmest verdsettelsesdato. Dette gir derfor et mer riktig bilde av den finansielle situasjonen. Den finansielle gjelden trekkes fra selskapsverdien, slik at vi kommer frem til verdien av egenkapital.

Omgruppert konsernbalanse	2011	2012	2013	2014	1Q2015	
	Valuta	MUSD	MUSD	MUSD	MUSD	
Finansiell gjeld						
Kortsiktige avsetninger		1,8	26,1	14,8	140,5	156,8
Annen langsiktig gjeld		0,0	0,0	60,1	60,1	150,0
Sum finansiell langsiktig gjeld		1,8	26,1	74,9	200,6	306,8
Langsiktige avsetninger		7,0	2,7	44,9	99,8	54,4
Sum finansiell kortsiktig gjeld		7,0	2,7	44,9	99,8	54,4
Sum finansiell gjeld (FG)		8,9	28,8	119,8	300,4	361,2

Figur 42 Finansiell gjeld i Opera

8.6 Verdien av Operas egenkapital

I figuren nedenfor vises beregningen av Operas egenkapital. En interessant observasjon er at den relativt nyopprettede divisjonen Opera Mediaworks er verdsatt høyere enn Opera Browser. Dette skyldes at flere av Operas oppkjøp de siste årene er allokert til Opera Mediaworks, og vil ha større vekst enn hva Opera Browser har.

Selskapets verdi er beregnet til MUSD 1696,22. Verdien av egenkapitalen regnes ut videre ved å trekke fra den finansielle gjelden på MUSD 361,20 fra verdien av selskapet. Minoritetsinteresser skal også trekkes fra her. Opera har ingen minoritetsinteresse og en trenger derfor ikke å justere for dette.

Verdien av Operas egenkapital er per 05.06.15 MUSD 1335,02. Vekslingskurs NOK/USD per 05.06.15 er 7,85 som tilsvarer en kurs på 73,72 NOK. Aksjen ble handlet med en pris på 63,70 NOK da børsen stengte 05.06.2015, noe som tilsier at aksjen er underpriset med 15,73 %.

	Verdi av egenkapital	Verdi i MUSD	Per aksje i USD	Per aksje i NOK
	Opera Mediaworks	751,58	5,29	41,50
+	Opera Browser	662,86	4,66	36,60
+	Operator Solutions	158,85	1,12	8,77
+	Finansielle eiendeler	122,94	0,86	6,79
=	Verdi av selskapet	1696,22	11,93	93,66
-	Minoritetsintersser	0,00	0,00	0,00
-	Finansiell gjeld	361,20	2,54	19,94
=	Verdi av egenkapital	1335,02	9,39	73,72

Figur 43 Samlet verdivurdering av Opera

For selskapet samlet utgjør terminalverdien 76,6%. Som vist ovenfor var denne for divisjonen Opera Mediaworks 89 %, men derimot lavere for de andre divisjonene. I følge Kinserdal (2014) er det vanlig at denne på selskapsnivå er rundt 85% etter 3 års prognoseperiode, 75 % etter 5 år og 55 % etter 10 år. Utrekningen av terminalverdien er derfor i tråd med Kinserdals funn. Siden terminalverdien er sensitiv for variablene som inngår i beregningen, vil en analyse av denne være sentral. Dette presenteres videre i det følgende kapittel.

9. Sensitivitetsanalyse

Hensikten med utredningen har vært å finne en objektiv verdi av egenkapitalen til Opera. Estimerer i budsjett drivere og avkastningskrav er basert på subjektive vurderinger, resultater fra den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. På grunn av dette vil en endring i disse variablene endre verdiestimatet av Opera. Som en kunne se i kapittel 8 var en stor del av verdien til Operas egenkapital estimert ut fra selskapets terminalverdi. Det vil derfor være interessant å se på variabler som endrer terminalverdien til divisjonene. I dette kapitlet vil det derfor bli utført flere sensitivitetsanalyser av terminalverdiene i verdivurderingen av divisjonene.

9.1 Metode

Sensitivitetsanalysen utføres ved to forskjellige metoder. Variablene vil bli analysert hver for seg i den første metoden. Her vil en se på endring i aksjepris som følge av endring i parameterne. Én og én variabel endres mens resterende holdes konstant, slik at en isolert sett kan se hva som skjer med verdien av egenkapitalen når én variabel endres. En svakhet med dette er at en bør anta en viss korrelasjon mellom noen av variablene, slik at en endring av én variabel sannsynlig gir utslag på en annen. Likevel er det hensiktsmessig å se på hvor kritiske variablene er for estimatet av verdien.

I den andre metoden vil det bli utført en simulering. Dette vil bli gjort ved å bruke Crystal Ball, som er et programtillegg til Excel. Crystal Ball tar i bruk Monte Carlo simulering hvor modellen gjør 10 000 utfall av parameterne som legges inn. Dette er en statistisk modell som kan kvantifisere usikkerheten, og dermed beregne risikoen i estimatet (Rystad, Westgaard og Vestrum, 1998). Simuleringene synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved at den gjør om driverne til usikre stokastiske variabler. Dette gjør at flere variabler kan analyseres om gangen og få frem en fordeling av verdiestimatet. Variablene vil her trekkes tilfeldig fra en stokastisk prosess (Rystad, Westgaard og Vestrum, 1998), og ikke estimeres subjektivt som vi gjorde i den fundamentale verdsettelsen.

Som nevnt utgjør terminalverdien en stor andel av den estimerte egenkapitalverdien. For selskapet totalt utgjør den totalt 76,6 % av verdien. Det vil derfor være mest naturlig å at sensitivitetsanalysen fokuserer på terminalåret.

Følgende variabler vil bli undersøkt i de to metodene:

Fremtidig avkastningskrav:

- Risikofri rente i terminalåret
- Risikopremie i terminalåret
- Betaverdi i terminalåret

Budsjett drivere:

- Inntekt per reklamevisning i terminalåret (Opera Mediaworks)
- Utbetalingsraten for reklamevisninger i terminalåret (Opera Mediaworks)
- Antall brukere av nettleseren i terminalåret (Opera Browser)
- Driftsskattesatsen
- Langsiktig vekst i terminalåret
- Lønnskostnad

9.2 Sensitivitetsanalyse av enkeltvariabler

Risikofri rente i terminalåret

Intervallet for risikofri rente i terminalåret er satt fra 1,50% til 3,00%. Denne verdien er bestemt av 10 års T-Bills, og vil avhenge av forholdene ved den amerikanske økonomien i 2019. Ifølge vedlegg D har historisk 10 års nominell T-Bills variert mellom 1,50% og 3,00% mellom 2011 og 2015.

Sensitivitetsanalyse - risikofri rente terminalåret 2019							
Risikofri rente	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,38 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %
Verdi per aksje (NOK)	88,94	83,96	79,55	73,72	72,06	68,86	65,95

Figur 44 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente

Risikopremie i terminalåret

Risikopremien i terminalåret er i basis-scenario satt til 5,75% etter anbefaling av Damodaran (2015). Andre akademikere antar at risikopremien i markedet bør være mellom 4% og 7%. I denne sensitivitetsanalysen vil et intervall på 5% til 6.5% benyttes.

Sensitivitetsanalyse - Markedets Risikopremie i Terminalåret							
Risikopremie	5,00 %	5,25 %	5,50 %	5,75 %	6,00 %	6,25 %	6,50 %
Verdi per aksje (NOK)	85,26	81,04	77,21	73,72	70,52	67,58	64,87

Figur 45 Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie

Betaverdi i terminalåret

Intervallet for egenkapitalbetaen i terminalåret vil følge intervallet som ble funnet i kapittel 6, figur 25. Historisk beta varierte med hvor lang tid tilbake en så på samvariasjonen mellom aksjeavkastningen og markedet. Intervallet for sensitivitetsanalysen vil derfor være mellom 0,80 og 1,10.

Sensitivitetsanalyse - Betaverdi i Terminalåret							
Beta	0,80	0,85	0,90	0,94	1,00	1,05	1,10
Verdi per aksje (NOK)	86,23	81,42	77,14	73,72	69,88	66,77	63,94

Figur 46 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalbeta

Inntekt per reklamevisning i terminalåret (Opera Mediaworks)

Inntekt per reklame i Opera Mediaworks vil være preget av usikkerhet i terminalåret. Økt kvalitet på videoreklame vil i årene fremover øke inntekten per reklame. Usikkerheten er knyttet til hvor mye denne kvalitetsendringen endrer inntekten per reklamevisning. I sensitiviteten vil et intervall på 59 til 71 cent per visning brukes.

Sensitivitetsanalyse - Inntekt per reklamevisning (Opera Mediaworks)							
Inntekt per reklame (CENT)	59,00	61,00	63,00	65,16	67,00	69,00	71,00
Verdi per aksje (NOK)	61,83	65,68	69,53	73,72	77,26	81,14	85,02

Figur 47 Sensitivitetsanalyse av inntekt per reklamevisning

Utbetalingsraten for reklamevisninger i terminalåret (Opera Mediaworks)

Utbetalingsraten for reklamevisninger i terminalåret er også usikker. På grunn av økt konkurranse i Premium-segmentet er det antatt at Opera må øke utbetalingsraten fra dagens nivå på 55,5%. Det er knyttet noe usikkerhet til hvor mye de må øke utbetalingen med, men det er ventet at utbetalingsraten vil ligge mellom 52 og 58%.

Utbetalingsraten per reklamevisning (Opera Mediaworks)							
Utbetalingsrate	52,0 %	53,0 %	54,0 %	55,5 %	56,0 %	57,0 %	58,0 %
Verdi per aksje (NOK)	89,59	83,27	76,96	73,72	64,34	58,03	51,73

Figur 48 Sensitivitetsanalyse av utbetalingsraten per reklamevisning

Antall brukere av nettleseren i terminalåret (Opera Browser)

Antall brukere av Opera Browser er ventet å ligge mellom 250 og 550 millioner. Det vil være stor usikkerhet knyttet til antall brukere, da Operas hovedkonkurrent Google Chrome de siste årene har påvirket markedet kraftig. Dette forventes å fortsette fremover. Likevel vil nye vekstmarkeder (spesielt India og Malaysia) påvirke brukerantallet positivt for Opera.

Sensitivitetsanalyse - Antall brukere av Opera Nettleser i Terminalåret							
Antall brukere (Millioner)	250	300	350	401	450	500	550
Verdi per aksje (NOK)	62,62	66,3	69,97	73,72	77,29	80,94	84,59

Figur 49 Sensitivitetsanalyse av antall brukere av nettleser

Langsiktig vekst i terminalåret

Den langsiktige veksten består av realvekst og inflasjon. Veksten på lang sikt vil ikke være større enn forventet realvekst for den samlede økonomien (Kinserdal, 2014). Vi ser i tabellen at hvis langsiktig vekst er lik inflasjonsmålet satt av den Amerikanske sentralbanksjefen (E24, 2012) på 2 % så vil prisen ligge på 66,76 kr. Vi har tatt utgangspunkt i denne, men lagt til en realvekst hos Opera på 0,5%.

Sensitivitetsanalyse - Langsiktig vekst (g) i Terminalåret							
Langsiktig vekst	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %
Verdi per aksje (NOK)	63,76	66,76	70,06	73,72	77,78	82,32	87,44

Figur 50 Sensitivitetsanalyse av langsiktig vekst

Driftsskatt i terminalåret

I regnskapsanalysen kom vi frem til en normalisert driftsskattesats på 27,91% historisk. Det har vært store svingninger i denne de siste årene og variert fra 11,73% til 44,11%. Det er knyttet usikkerhet til denne størrelsen og små endringer vil påvirke aksjeprisen mye. Vi har valgt å legge skattesatsen i intervallet 25% - 31%. Ifølge Kinserdal (2014) vil skattesatsen ligge mellom 28-30% for en tjenesteytende næring med lite investeringer og avskrivninger, slik at vårt estimat på rundt 28 % virker rimelig.

Sensitivitetsanalyse - Driftsskatt i Terminalåret							
Driftsskatt	25,0 %	26,0 %	27,0 %	27,9 %	29,0 %	30,0 %	31,0 %
Verdi per aksje (NOK)	79	77,18	75,37	73,72	71,74	69,93	68,12

Figur 51 Sensitivitetsanalyse av driftsskatt

9.3 Simulering ved bruk av Crystal Ball

For å utføre en simulering ved denne metoden må en her velge en sannsynlighetsfordeling for de stokastiske variablene. En kan hovedsakelig benytte seg av normalfordeling, med en forventningsverdi og standardavvik, eller en uniform fordeling hvor forventningen er lik for alle verdiene innenfor en nedre og øvre grense. Problemet med å benytte normalfordeling er usikkerheten tilknyttet standardavviket som må bestemmes. Dette gjør at vi kun velger uniform fordeling av variablene, da en mer presist kan bestemme intervallene som benyttes.

9.3.1 Input til simuleringsmodellen

Intervallene til variablene brukt i Crystal Ball-analysen vil følge tilnærmet lik intervall brukt i sensitivitetsanalysen ovenfor. De uniforme fordelingene skrives på formen:

U [nedre grense ; øvre grense]

Variabler knyttet til avkastningskravet:

- Risikofri rente i terminalåret U [1,5% ; 3,0%]
- Risikopremie i terminalåret U [4,5% ; 6,5%]
- Betaverdi i terminalåret U [0,8 ; 1,1]

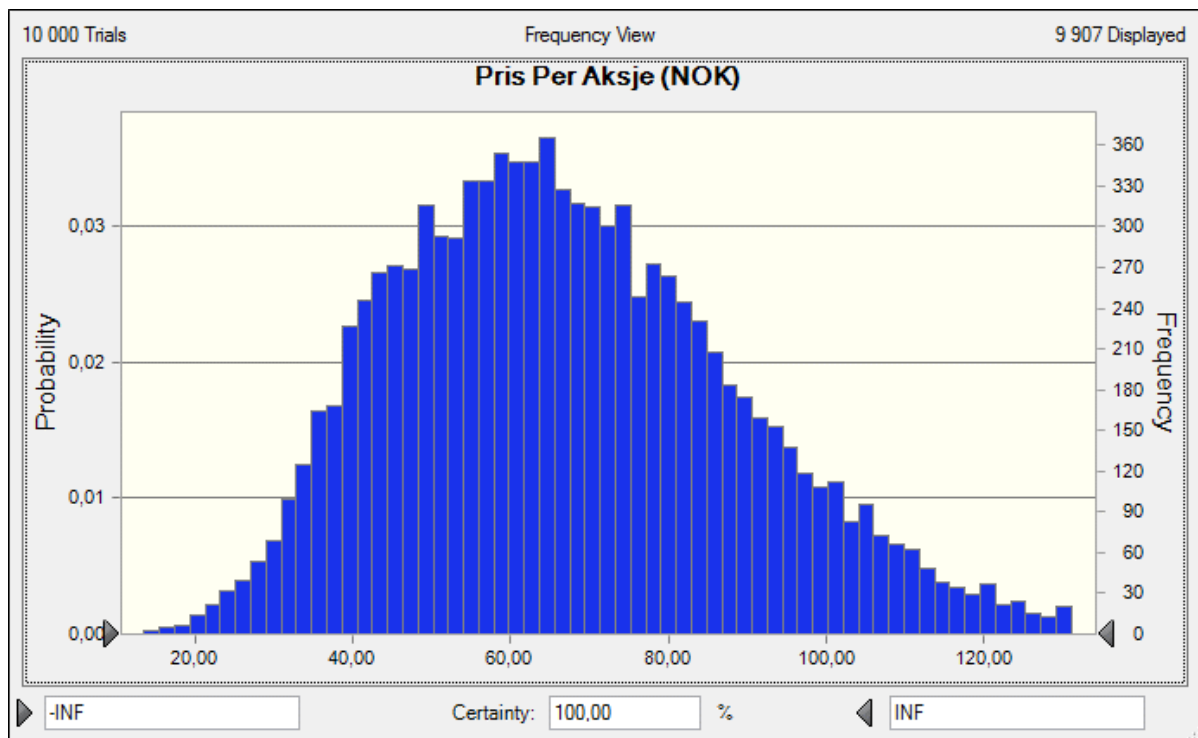
Variabler knyttet til budsjett drivere:

- Inntekt per reklamevisning
i terminalåret (Opera Mediaworks) U [50 ; 70]
- Utbetalingsraten for reklamevisninger
i terminalåret (Opera Mediaworks) U [50% ; 60%]
- Antall brukere av nettleseren
i terminalåret (Opera Browser) U [250 ; 550]
- Gjennomsnittlig lønnskostnad
i terminalåret U [105 000 ; 115 000]
- Driftsskattesats i terminalåret U [25% ; 31%]

9.3.2 Simulering

Monte Carlo-simuleringen er satt opp slik at en både kan se endringer i selskapsverdi, i tillegg til verdiene av hver enkelt divisjon. På denne måten kan en se hvilke divisjoner i Opera som er mest volatil, og en kan avdekke hvilke faktorer som påvirker disse verdiene.

Figuren nedenfor viser resultatet fra simuleringen. Denne viser simulert aksjepris for Opera totalt sett. Resultatene for hver divisjon ligger i vedlegg F-H.



Figur 52 Hyppighetsdiagram av simuleringen av Opera-aksjen

Tabellen nedenfor viser at den gjennomsnittlige aksjekursen for Opera totalt er beregnet til 67,59 NOK i Monte Carlo-simuleringen. Dette er noe lavere enn verdiestimatet i kapittel 8. Hovedårsaken til at en får en lavere verdi i simuleringen er at input til modellen inkluderer lavere verdier enn hva som var medregnet i dette verdiestimatet.

Forecast: Pris Per Aksje (NOK)	
Statistic	Forecast values
Trials	10 000
Base Case	73,72
Mean	67,59
Median	65,3
Mode	'---
Standard Deviation	22,67
Variance	513,9
Skewness	0,6232
Kurtosis	3,55
Coeff. of Variation	0,3354
Minimum	13,52
Maximum	198,76
Mean Std. Error	0,23

Aksjeverdi X > x	Sannsynlighet P()
110,00	4,2 %
100,00	8,71 %
90,00	15,94 %
80,00	27,02 %
73,72	37,90 %
70,00	42,12 %
60,00	59,38 %
50,00	76,22 %
40,00	90,43 %
30,00	97,84 %

Figur 53 Statistikk fra simulering

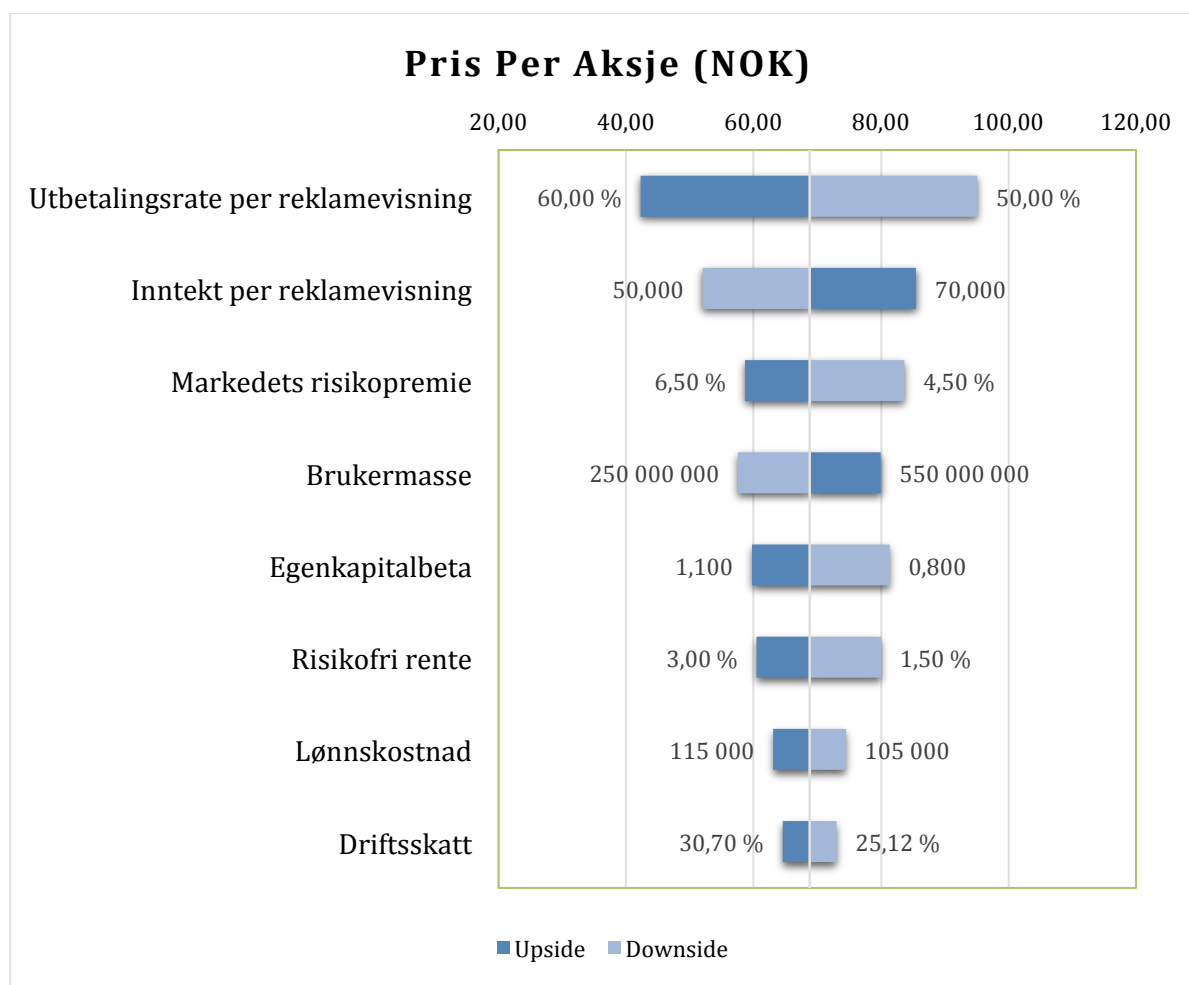
Ved å se på hyppighetsdiagrammet som vist i figur 52 kan en regne på sannsynligheten for at aksjekursen er over gitte verdier. Disse er presentert i tabellen ovenfor. En interessant observasjon er å se at sannsynligheten for at aksjeprisen er over estimatet på 73.72 er 37,9%.

Ved å se på statistikken av simuleringen av Opera Mediaworks i vedlegg F ser en at divisjonen har en volatilitet på 20,32%. Til sammenligning er volatiliteten til Opera Browser målt til 9,21%. En årsak til dette er at parameterne som påvirker verdien av Opera Mediaworks har høyere usikkerhet tilknyttet seg. Dette fordi divisjonen er relativt ny, og det er ventet stor vekst i bransjen i årene fremover.

En annen viktig observasjon tilknyttet simuleringen er å se på de tilhørende sensitivitetstabellene til divisjonene. I vedlegg E ser en at utbetalingsraten har det høyeste bidraget til variasjonen i de simulerte verdiene. Dette parameteret er direkte tilknyttet Opera Mediaworks, som bidrar til usikkerheten rundt verdiestimatet av Opera Mediaworks.

9.4 Tornado diagram

I figur nedenfor er Tornado diagrammet tegnet for simuleringen av total aksjepris av Opera. Et Tornado diagram viser hvilke variabler i Monte Carlo simuleringen som bidrar til den totale volatiliteten. Diagrammet viser øvre og nedre grenseverdier for inputene i modellen, og sier noe om aksjeprisen i disse grenseverdiene.



Figur 54 Tornado Diagram av simulering

I diagrammet ser en igjen at «utbetalingsrate per reklamevisning» og «inntekt per reklamevisning» bidrar høyest til variasjonen av fremtidig aksjepris. Disse er knyttet direkte til Opera Mediaworks, som i stor grad forklarer den høye volatiliteten i divisjonen. Opera Browser er påvirket direkte av brukermassen av nettleseren. En interessant observasjon er at aksjeprisen er relativt lite sensitiv til brukermassen i terminalåret.

10. Oppsummering og konklusjon

Målet med denne utredningen var å estimere verdien av Opera Software ASA, og identifisere hvor i selskapet denne verdien ligger. Den fundamentale verdivurderingen konkluderte med at Opera Software er verdsatt til MUSD 1696.

Operas egenkapital er verdsatt til MUSD 1335 per 05.06.2015. Valutakurs NOK/USD var denne dagen 7,85, som tilsvarer en aksjeverdi på 73,72 NOK. Aksjen ble handlet med en pris på 63,70 NOK da børsen stengte 05.06.2015, noe som tilsier at aksjen er underpriset med 15,73 %.

Det ble videre estimert at Opera Mediaworks er verdsatt til MUSD 751,60, Opera Browser ble verdsatt til MUSD 662,86 og Operator Solutions ble verdsatt til MUSD 158,85. Her er det interessant å se at det relativt nyopprettede selskapet Opera Mediaworks er verdsatt høyere enn Opera Browser.

Det er forventet høy vekst i digital annonsering de neste årene, hvor annonsering gjennom mobiltelefoner er ventet særlig høy vekst. Markedet for nettlelere er preget av at den nyutviklede nettleseren Google Chrome stadig får en større markedsandel blant nettlelere. Denne utviklingen er forventet å fortsette, men Opera vil motvirke dette noe med å være godt posisjonert i nye markeder i Asia. Fallende etterspørsel for databegrensning til teleoperatører er forventet å redusere omsetningen til Operator Solutions fremover.

I den interne analysen ble det konkludert med at Opera har et varig fortrinn i sitt merkenavn. Merkenavnet er sterkt assosiert med teknologi knyttet til databegrensning og innovasjon. Den utviklede teknologien til Opera knyttet til databegrensning kan i tillegg klassifiseres som et varig fortrinn.

Monte Carlo-simuleringen viste at det er knyttet særlig usikkerhet til verdivurderingen av Opera Mediaworks. Utbetalingsraten til reklameutgivere er særlig volatil, så også utviklingen i reklameinntekter fremover. Forventet aksjepris ut i fra denne sensitivitetsanalysen er 67,59 NOK, noe som er litt lavere enn estimert. Resultatet fra simuleringen er nært den beregnede aksjeverdien på 73,72 NOK, og øker derfor tilliten til estimatet.

11. Figuroversikt

11.1 Figurer

Figur 1 Omsetning per divisjon i MUSD	11
Figur 2 Aksjekursutvikling av Opera (Kilde:Yahoo! Finance, 2015)	12
Figur 3 Markedsandeler for nettlere på mobil og PC (Kilde: Stat Counter 2015).	18
Figur 4 Markedsandeler for nettlere på mobil (Kilde: Stat Counter 2015).	18
Figur 5 Oversikt over komparative metoder	29
Figur 6 Seks steg i en fundamental verdsettelse.....	36
Figur 7 Forhåndsinstallerte nettlere per enhetstype	39
Figur 8 Markedsandel per enhetstype april 2015	40
Figur 9 Estimert global omsetning av reklame (Kilde: Opera, 2015)	45
Figur 10 Bransjelønnsomhet til nettlere	48
Figur 11 Bransjelønnsomhet til digital annonsering.....	48
Figur 12 Bransjelønnsomhet til databegrensning for teleoperatører	48
Figur 13 Rammeverk for SVIMA-analyse (Kilde: Barney 2011)	50
Figur 14 SWOT-diagram	52
Figur 15 Utdrag fra resultatregnskap (Kilde: Opera, 2011-2014)	56
Figur 16 Utdrag av hovedposter fra balansen (Kilde: Opera, 2011-2015).....	56
Figur 17 Omgruppering av balanse (Kilde: Kinserdal, 2014).....	58
Figur 18 Omgruppert konsernbalanse.....	61
Figur 19 Normalisert historisk EBIT og EBITDA.....	65
Figur 20 Rapportert og normalisert historisk EBITDA-margin	66
Figur 21 Rapportert og normalisert EBIT-margin	66
Figur 22 Utført beregning av historisk driftsskatt i analyseperioden 2011-2014.....	68
Figur 23 Beregning av forretningsbeta	70
Figur 24 Beregning av egenkapitalbeta for Opera.....	70
Figur 25 Rullende egenkapitalbeta	71
Figur 26 Syntetisk rating av Opera	72
Figur 27 Avkastningskrav til gjeld	72
Figur 28 Gjeldskostnad på nåværende lån.....	72
Figur 29 WACC for Opera Software	73

Figur 30 Historiske og prognostiserte reklameutgivere i Opera Mediaworks.....	77
Figur 31 Historisk og prognostisert omsetning per divisjon i MUSD.....	79
Figur 32 Historisk og prognostisert utbetalingsrate til annonsører.....	80
Figur 33 Historisk og prognostisert arbeidskraft per divisjon	81
Figur 34 Historisk og prognostisert lønnskostnad per ansatt.....	82
Figur 35 Budsjett drivere for arbeidskapital i Opera.....	84
Figur 36 Presentasjon av fremtidsregnskap for Opera	86
Figur 37 Historiske og prognostiserte driftsmarginer	86
Figur 38 Verdivurderingen av Opera Mediaworks	87
Figur 39 Verdivurderingen av Opera Browser	88
Figur 40 Verdivurderingen av Operator Solutions.....	89
Figur 41 Finansielle eiendeler i Opera	90
Figur 42 Finansiell gjeld i Opera	90
Figur 43 Samlet verdivurdering av Opera	91
Figur 44 Sensitivitetsanalyse av risikofri rente.....	94
Figur 45 Sensitivitetsanalyse av markedets risikopremie	94
Figur 46 Sensitivitetsanalyse av egenkapitalbeta.....	94
Figur 47 Sensitivitetsanalyse av inntekt per reklamevisning	95
Figur 48 Sensitivitetsanalyse av utbetalingsraten per reklamevisning	95
Figur 49 Sensitivitetsanalyse av antall brukere av nettleser.....	95
Figur 50 Sensitivitetsanalyse av langsiktig vekst.....	96
Figur 51 Sensitivitetsanalyse av driftsskatt.....	96
Figur 52 Hyppighetsdiagram av simuleringen av Opera-aksjen	98
Figur 53 Statistikk fra simulering.....	99
Figur 54 Tornado Diagram av simulering.....	100

11.2 Formler

Formel 1 Verdien av totalkapitalen	25
Formel 2 Utregning av terminalverdien	25
Formel 3 Verdi av egenkapitalen, totalkapitalmetoden.....	25
Formel 4 Verdi av egenkapitalen, egenkapitalmetoden	26
Formel 5 Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	31
Formel 6 Utregning av krav til egenkapitalen	31
Formel 7 Utregning av egenkapitalbeta.....	32
Formel 8 Utregning av forretningsbeta	32
Formel 9 Forhold mellom forretningsbeta (β_U) og egenkapitalbeta (β_L).	33
Formel 10 Finansielt gjeldskrav	33
Formel 11 Driftsskattesats (dss).....	67
Formel 12 Skatt på driftsresultatet (Kilde: Knivsflå 2014).....	67
Formel 13 Kapitalkostnad for egenkapital	69
Formel 14 Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	73

12. Litteraturliste

12.1 Lærebøker

Barney, J. B. (2011) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 4. utg. Boston, Pearson Education Inc.

Berk, J. and DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance*. 2. utg. Boston, Pearson Education Inc.

Bodie, Z., Kane, A., and Marcus, A., (2004) *Investments*. 6. utg. New York, The McGraw-Hill Companies

Damodaran, A. (2010) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. utg. New York, John Wiley & Sons Inc.

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011) *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1. utg. Oslo, Den Norske Revisorforening (DnR Kompetanse AS)

Kinserdal, A. (2005). *Finansiell Rapportering og Analyse*. 13. utg. Oslo, Cappelen akademisk forlag

Koller, T., Goedhart, M., and Wessel, D. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. utg. New Jersey, John Wiley & Sons Inc

Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. utg. New York, McGraw-Hill Company

Titman, S. og Martin, J. D. (2008) *Valuation: the art and science of corporate investment decisions*. 2. utg. Boston, Pearson/Addison-Wesley.

12.2 Nettsider

Computerworld (25. september 2012) *Why are Apple iPhone users more platform loyal than Android users are?* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.computerworld.com/article/2473180/apple-ios/why-are-apple-iphone-users-more-platform-loyal-than-android-users-are-.html>> [Lest: 20. februar 2015]

Damodaran, A. (16. april 2010) *Currency choices in Valuation*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://aswathdamodaran.blogspot.no/2010/04/currency-choices-in-valuation.html>> [Lest: 10. februar 2015]

Damodaran, A. (01. januar 2015) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. [Internett] Tilgjengelig: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html> [Lest 01. mai 2015]

Digi (13. februar 2013) *Opera vraker egen webmotor*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.digi.no/bedriftsteknologi/2013/02/13/opera-vraker-egen-webmotor>> [Lest 05. januar 2015]

Digi (8. januar 2009) *EU og Microsoft avslutter krig om nettlesere*. 8. desember. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.digi.no/personligteknologi/2009/12/08/eu-og-microsoft-avslutter-krig-om-nettlesere>> [Lest 15. januar 2015]

E24 (11. februar 2015) *Opera falt 44,1 prosent*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/boers-og-finans/opera-software/opera-falt-44-1prosent/23393747>> [Lest 11. februar 2015]

E24 (25. januar 2012) *Bernanke setter inflasjonsmål på 2 prosent*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/boers-og-finans/bernanke-setter-inflasjonsmaal-paa-2-prosent/20146044>> [Lest 23. mai 2015]

Elsrud, S (januar 2000) *Fremtidsmusikk fra norske gründere*. [Internett]. Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/opera-software>> [Lest 12. juni 2015]

Evry (03. mai 2012) *EVERY-selskap i India oppnår toppvurderingen SEI CMMI nivå 5*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<https://www.evry.no/bedrift/investor/bors-og-pressemedlinger/1608031>> [Lest 15. april 2015]

Finansdepartementet (15. august 2003) *Evaluering av regnskapsloven*. NOU 2003:23, Oslo [Internett] Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2003-23/id118930/>> [Lest: 8. april 2015]

Microsoft (november 2013) *A history of Windows*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://windows.microsoft.com/en-us/windows/history#T1=era4>> [Lest 01. april 2015]

Matson E., Tomasgard A., og Vik, L. H. (april 2001) *Verdsetting av Høytteknologibedrifter*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/verdsetting-av-hoeyteknologibedrifter>> [Lest 7. mars 2015]

New York University Stern School of Business (januar 2015) *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. [Internett] Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm> [Lest:31. mars 2015]

NRK (10. juni 2005) *Gratis nettleser fra Opera*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.nrk.no/okonomi/gratis-nettleser-fra-opera-1.561273>> [Lest 05. mars 2015]

Opera Software ASA (19. mars 2015) *Mobile Advertising Presentation*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.operasoftware.com/company/investors/>> [Lest: 20. mars 2015]

Rystad, K. M., Westgaard, S., og Vestrum, G. (01. mars 1998) *Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner>> [Lest: 01. juni 2015]

Storebrand (2015) *Obligatorisk Tjenestepensjon*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<https://www.storebrand.no/site/stb.nsf/Pages/otp.html>> [Lest 14. mai 2015]

Skatteetaten (2015) *Fritaksmetoden*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.skatteetaten.no/no/radgiver/skatt-for-bedrift-og-organisasjon/fritaksmetoden/>> [Lest 15. mai 2015]

Tech Crunch (09. november 2009) *Google Acquires AdMob For \$750 Million*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://techcrunch.com/2009/11/09/google-acquires-admob>> [Lest: 07.mars 2015]

Tech Crunch (04. januar 2010) *Denied AdMob, Apple Buys Competing Ad Platform Quattro Wireless For \$275 Million*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://techcrunch.com/2010/01/04/apple-acquires-quattro-wireless>> [Lest: 07. mars 2015]

The Wall Street Journal (24. juni 2014) *Opera Buys Mobile Video Ad Firm AdColony* [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://blogs.wsj.com/cmo/2014/06/24/opera-buys-mobile-video-ad-firm-adcolony>> [Lest 07. mars 2015]

The Wall Street Journal (01.06.2015) *London Interbank Offered Rates* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3020-libor.html> [Lest 01.06.2015]

U.S. Department of the Treasury (05. juni 2015) *Historical Treasury Rates*. [Internett] Tilgjengelig fra: <<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/Historic-LongTerm-Rate-Data-Visualization.aspx>> [Lest 05. juni 2015]

12.3 Artikler

Dahl, G. A. (2004) *Mulige fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse*. Praktisk Økonomi og Finans, 21 (2).

Gjesdal, F. (2007) *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse*. Praktisk Økonomi og Finans, 24 (2).

Kjerkreit, O. P. (2007) *Regnskapsanalyse og Verdsettelse av IT-selskaper*. Praktisk Økonomi og Finans, 24 (2).

12.4 Databaser

StatCounter (2015) *Global Stats*. [Internett database]. Tilgjengelig fra:

<<http://gs.statcounter.com>> [Lest: 05. mai 2015]

Yahoo! Finance (2015) *Adjusted closing prices*. [Internett database]. Tilgjengelig fra:

<<http://finance.yahoo.com>> [Lest: 04. april 2014]

12.5 Rapporter og presentasjoner

Google Inc. (2014) *Annual Report 2014*. Tilgjengelig fra:

<https://investor.google.com/pdf/20141231_google_10K.pdf> [Lest: 24. mai, 2015]

Opera Software ASA (2008-2014) *Årsrapporter 2008-2014*. Tilgjengelig fra:

<www.operasoftware.com/company/investors> [Benyttet: januar-juni, 2015]

Opera Software ASA (2015) *1. Kvartalsrapport 2015* Tilgjengelig fra:

<www.operasoftware.com/company/investors> [Benyttet: mai-juni, 2015]

Opera Software ASA (2015) *Mobile Advertising Presentation*. Tilgjengelig fra:

<www.operasoftware.com/company/investors> [Benyttet: mars-juni, 2015]

12.6 Forelesninger

Kinserdal, F. (2014) *BUS425 – Regnskapsanalyse og Verdsettelse*.

Forelesningsnotater 1-13. Bergen, Undervist ved Norges Handelshøyskole
[Benyttet: januar-juni, 2015]

Knivsflå, K. H. (2014) *BUS440 – Regnskapsanalyse og Verdsettelse*.

Forelesningsnotater. Bergen, Undervist ved Norges Handelshøyskole
[Benyttet: januar-juni, 2015]

13. Vedlegg

Vedlegg A: Resultatregnskap for Opera, 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
	Valuta MUSD	MUSD	MUSD	MUSD
Omsetning	158,9	216,0	300,1	480,8
Varekostnad	-3,5	-24,9	-58,2	-137,8
Lønn- og andre relaterte kostnader	-78,9	-94,7	-108,6	-154,9
Avskrivning	-6,1	-9,7	-20,8	-34,9
Nedskrivning	0,0	0,0	0,0	-31,0
Andre driftskostnader	-32,1	-36,4	-50,8	-81,5
Driftsresultat (EBIT) eks. restruktureringskostnader	38,2	50,3	61,7	40,8
Restruktureringskostnader	-1,8	-12,8	-2,5	-3,2
Driftsresultat (EBIT)	36,4	37,5	59,2	37,6
Finansinntekt	1,4	1,3	2,2	2,3
Andre finansinntekter	4,7	1,8	15,9	40,1
Finanskostnad	0,0	-0,1	-4,2	-3,7
Finanskostnad relatert til mva case	-0,3	0,0	0,0	0,0
Finanskostnad relatert til betinget forpliktelse	-1,5	-7,7	-17,0	-18,6
Valuta tap/gevinst relatert til betinget forpliktelse, netto	0,0	1,4	-6,3	-31,6
Revurdering av betinget forpliktelse	0,6	0,2	28,8	-31,8
Andre finanskostnader	-3,5	-5,1	-7,8	-24,2
Tap/gevinst tilknyttet selskap beregnet av egenkapitalmetoden	-0,7	-3,7	-3,3	-10,3
Netto finansielt resultat	0,7	-11,9	8,3	-77,8
Resultat før skatt	37,2	25,6	67,5	-40,2
Skatt på ordinært resultat	-12,1	-8,6	-7,2	-18,0
Netto inntekt	25,1	17,0	60,3	-58,2
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,0	0,0
Årsresultat	25,1	17,0	60,3	-58,1
<i>Dirty Surplus</i>	0,0	4,4	-0,2	3,8
Totalt årsresultat	25,1	21,4	60,1	-54,4
Other Comprehensive Income				
Omregningsdifferanser grunnet valuta	0,0	4,4	-0,2	3,8

(Kilde: Opera, 2011-2014)

Vedlegg B: Balanse for Opera, 2011 - 1. Kvartal 2015

	2011	2012	2013	2014	1Q2015
<i>Valuta</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>	<i>MUSD</i>
Goodwill	26,1	70,3	149,5	318,4	338,5
Andre imaterielle eiendeler	4,5	12,5	46,6	116,5	112,2
Imaterielle eiendeler	30,5	82,8	196,1	434,9	450,7
Inventar, kontormaskiner og lignende	12,8	15,8	15,4	20,5	17,7
Sum varige driftsmidler	12,8	15,8	15,4	20,5	17,7
Utsatt skattefordel	0,9	3,8	23,6	27,0	26,0
Investeringer i andre aksjer	1,6	2,1	0,1	0,0	0,6
Andre investeringer	2,9	3,6	4,9	2,0	1,9
Sum finansielle anleggsmidler og utsatt skattefordel	5,3	9,5	28,6	29,0	28,5
Sum anleggsmidler	48,7	108,1	240,1	484,4	496,9
Varelager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Kundefordringer	14,4	35,2	61,5	150,8	146,1
Opptjent, ikke-fakturerte inntekter	15,2	26,7	32,4	0,0	0,0
Andre fordringer	4,1	12,4	35,6	35,9	33,4
Sum fordringer	33,7	74,3	129,5	186,7	180,0
Kontanter, bank og lignende	83,1	57,2	163,4	138,2	135,1
Sum omløpsmidler	116,8	131,5	292,9	324,9	315,1
Sum eiendeler	165,5	239,6	533,0	809,3	812,0
Aksjekapital	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Overkursfond	76,2	81,9	184,2	258,2	238,1
Annen innskudd egenkapital	12,4	17,0	18,9	23,5	26,7
Sum innskutt egenkapital	89,0	99,3	203,5	282,1	265,2
Annen egenkapital	27,7	44,4	110,4	85,3	87,7
Sum egenkapital	116,7	143,7	313,9	367,4	352,9
Finansiell leasing forpliktelse	0,0	0,0	0,0	1,4	1,0
Annen langsiktig gjeld	0,0	0,0	60,1	60,1	150,0
Langsiktig avsetning	1,8	26,1	14,8	140,5	156,8
Annen gjeld					0,1
Sum langsiktig gjeld	1,8	26,1	74,9	202,0	307,9
Finansiell leasing forpliktelse	0,0	0,0	0,0	1,3	1,2
Leverandørgjeld	4,0	19,6	22,2	46,1	35,6
Betalbar skatt	2,9	7,7	20,2	12,5	2,8
Skyldig offentlige avgifter	5,0	5,9	9,8	9,9	5,0
Utsatt inntekt	0,0	11,2	17,9	9,0	12,5
Opsjonsgjeld	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2
Annen kortsiktig gjeld	27,9	22,4	29,1	61,0	39,3
Kortsiktig avsetning	7,0	2,7	44,9	99,8	54,4
Sum kortsiktig gjeld	46,9	69,6	144,1	239,9	151,0
Sum gjeld	48,8	95,7	219,0	441,9	458,9
Sum egenkapital og gjeld	165,5	239,4	532,9	809,3	811,8

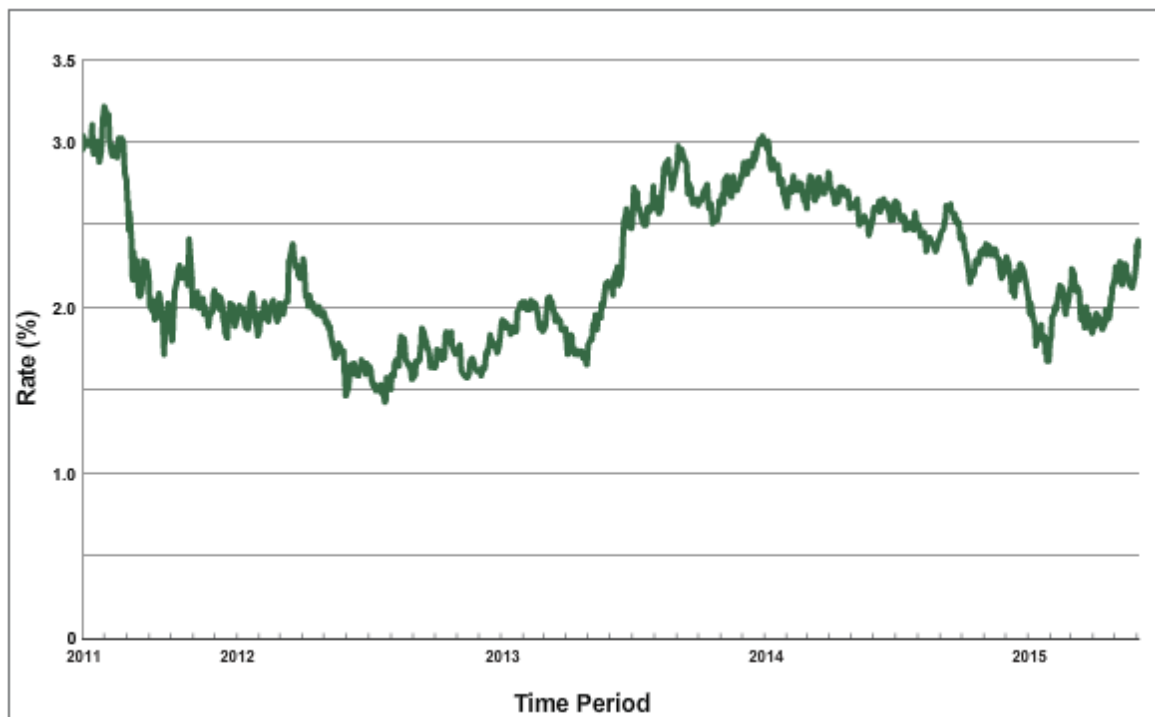
(Kilde: Opera, 2011 – 2015)

Vedlegg C: Syntetisk Rating

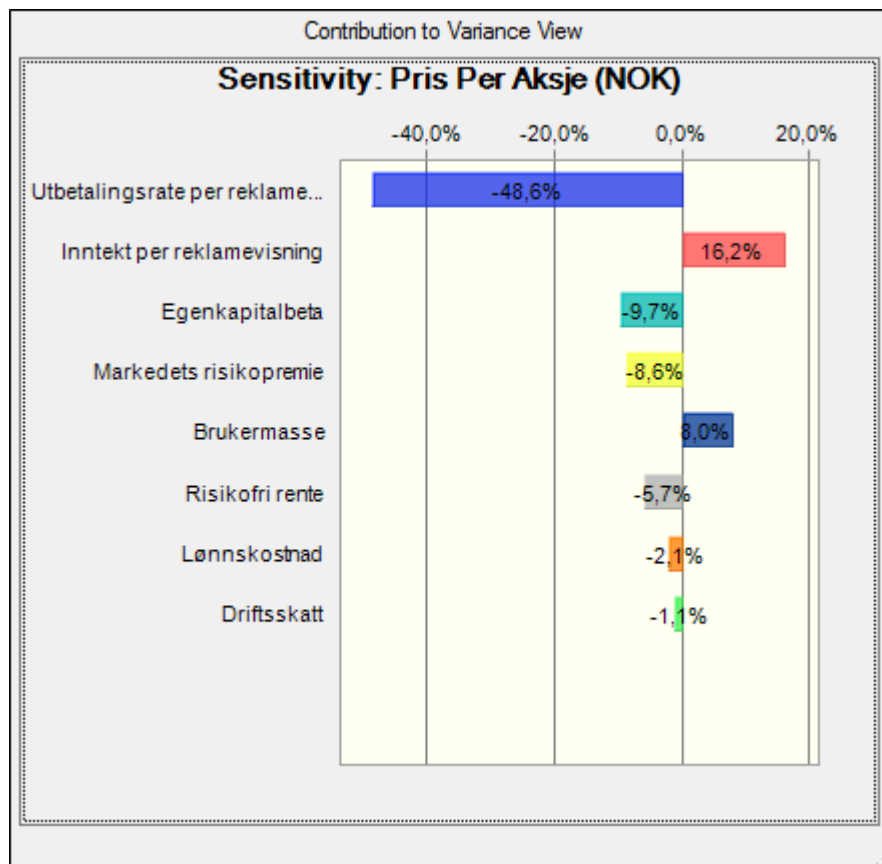
<i>If interest coverage ratio is</i>				
greater than		\leq to	Rating is	Spread is
	-100000	0,5	D	12,00 %
	0,5	0,8	C	10,00 %
	0,8	1,2	CC	8,00 %
	1,25	1,5	CCC	7,00 %
	1,5	2,0	B-	6,00 %
	2	2,5	B	5,00 %
	2,5	3,0	B+	4,00 %
	3	3,5	BB	3,25 %
	3,5	4,0	BB+	2,75 %
	4	4,5	BBB	1,75 %
	4,5	6,0	A-	1,20 %
	6	7,5	A	1,00 %
	7,5	9,5	A+	0,90 %
	9,5	12,5	AA	0,70 %
	12,5	100 000,0	AAA	0,40 %

(Kilde: New York University Stern School of Business, 2015)

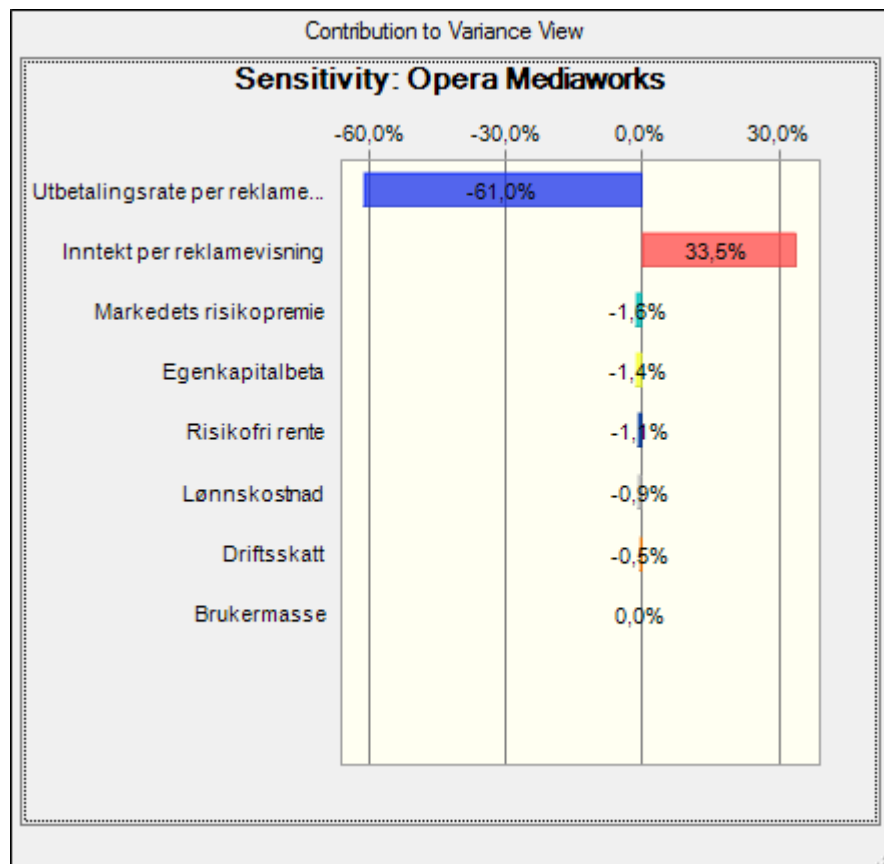
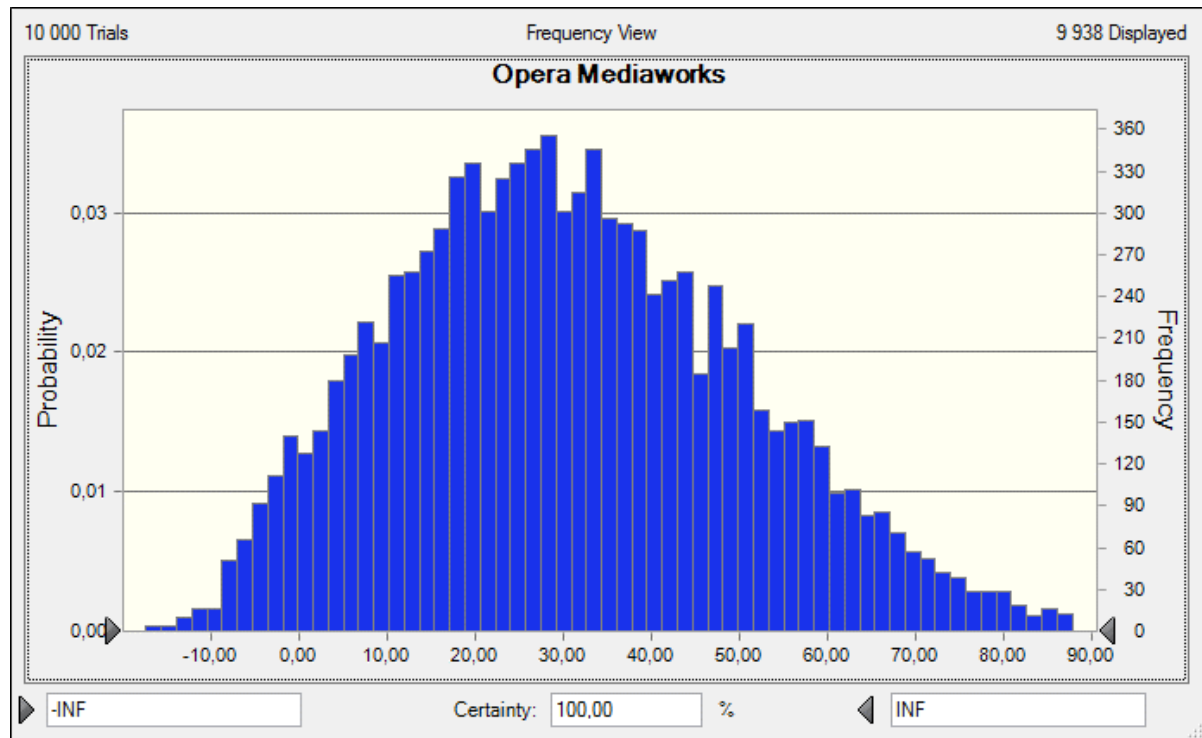
Vedlegg D: 10 års nominell T-bills rate



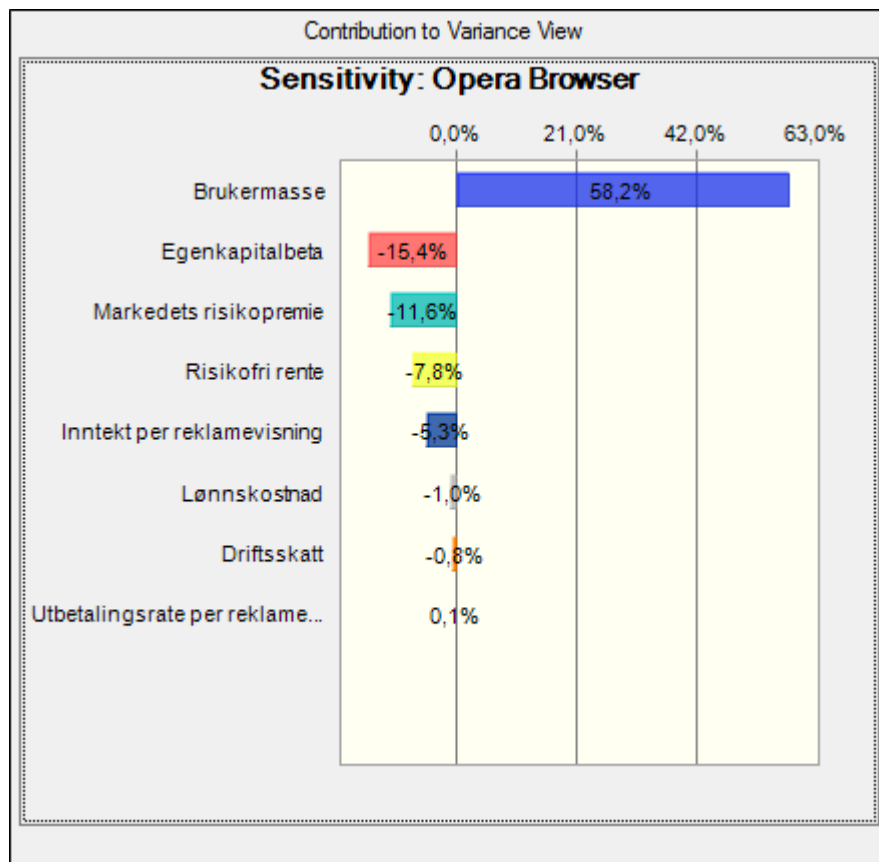
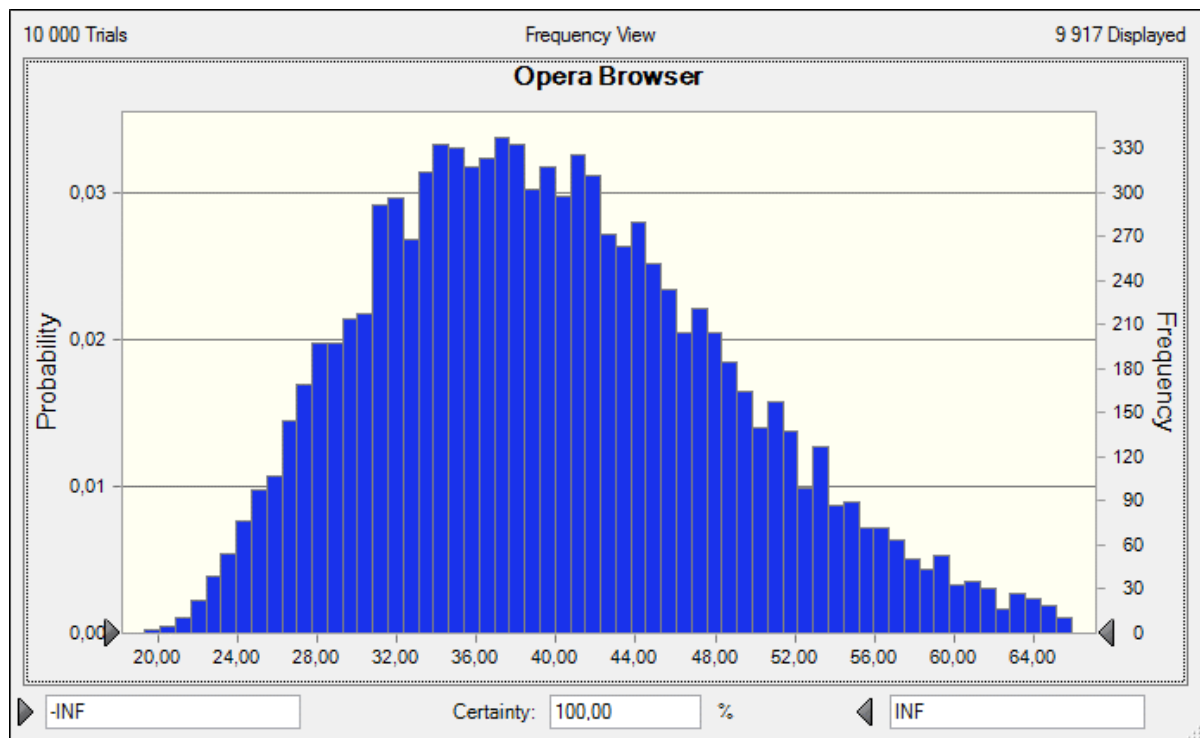
(Kilde: U.S. Department of Treasury, 2015)

Vedlegg E: Resultat Crystal Ball total aksjepris

Vedlegg F: Resultat Crystal Ball Opera Mediaworks



Vedlegg G: Resultat Crystal Ball Opera Browser



Vedlegg H: Resultat Crystal Ball Operator Solutions

