

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2018

# EVRY

*Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*

**Elin Karlsen & Martine Hansen**

**Veileder: Kjell Henry Knivsflå**

# EVRY

*Selvstendig arbeid - Masterstudiet i økonomi og administrasjon - Økonomisk styring*

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

Hensikten med utredningen var å finne et verdiestimat på egenkapitalen til EVERY pr. 31.12.17, samt tilhørende aksjekurs. Til dette formål ble fundamental verdivurdering benyttet som foretrukket teknikk, supplert med komparativ verdivurdering.

Gjennom strategisk analyse ble det opparbeidet innsikt i makroforhold, bransjeforhold og selskapets underliggende økonomiske forhold. For analyseperioden 2013 - 2017 ble det konkludert at EVERY hadde en strategisk fordel på 10,81 %. Den primære driveren ble henført forhold felles for bransjen. Som følge av den digitale transformasjonen i næringslivet og påfølgende etterspørsel, samt høye inngangsbarrierer og begrenset konkurranse, ble IT-bransjen oppfattet som en lønnsom bransje. Til tross for EVERYs høye markedsandeler og sterk tilstedeværelse innen finanssektoren, ble det observert en svekkelse av selskapets lønnsomhet grunnet ineffektiv utnyttelse av sin markedsposisjon. Selskapet befinner seg i en endringsfase hvor de utforsker satsningsområder med større vekstpotensial. Dette skyldes en delvis utdatert forretningsmodell, der selskapet ikke har evnet å generere inntekter i takt med bransjen.

Basert på strategisk analyse og historiske regnskapstall ble fremtidsregnskap og fremtidskrav fastsatt. Det ble estimert at EVERY vil inneha en strategisk fordel på 4 % på lang sikt, hvilket ble henført forhold felles for bransjen i stedet for selskapets interne ressurser. IT-bransjen ble oppfattet som en lukrativ bransje med gode vekstmuligheter i fremtiden, primært drevet av teknologisk vekst. På lang sikt tiltrekkes flere aktører grunnet lavere etableringsbarrierer og trusselen fra substitutter øker, følgelig svekkes lønnsomheten. Det ble forventet at selskapet vil generere mer driftsinntekter og investere i mindre kapitalintensive forretningsområder som følge av en bedre utnyttelse av markedsposisjonen. Basert på lav historisk vekst og en krevende endringsfase det vil ta tid å høste resultater av, ble det estimert en svak ressursulempe også i fremtiden.

Fundamentalt verdiestimat ble beregnet til 32,68 NOK pr. aksje pr. 31.12.17. Supplert med komparativ verdivurdering, ble det endelige verdiestimatet beregnet til 35,24 NOK pr. aksje. Basert på en aksjekurs pr. 31.12.17 på 32,50 NOK, anbefaler vi en hold-strategi gitt en feilmargin på 10 %. I løpet av våren har EVERY-aksjen avtatt og nådde en kurs på 28,50 NOK pr. 25.05.18. Ved bruk av fremskrevet verdiestimat konkluderte vi med en kjøpsanbefaling, da selskapet anses å være underpriset i markedet. Avslutningsvis påpekes det at det eksisterer en moderat usikkerhet tilknyttet verdiestimatet gitt simulering- og sensitivitetsanalyse.

## Forord

Denne masterutredningen er skrevet som et avsluttende ledd i masterstudiet økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole.

Utredningen baseres på rammeverket i faget “Regnskapsanalyse og verdivurdering”, forelest av Kjell Henry Knivsflå. Vi ønsket å skrive om et tema innen verdivurdering, da vi har en sterk interesse og motivasjon for dette fagfeltet. Utredningen har gitt oss muligheten til å kombinere kunnskap fra en rekke fagområder som strategi, regnskap og finans.

Vi hadde et ønske om å skrive om et relevant selskap innen en interessant bransje. Valget falt naturlig på IT-bransjen grunnet den store endringstakten innen teknologi i næringslivet og følgelig bransjens fremtidsutsikter. EVRY pekte seg tidlig ut som et relevant selskap, da selskapet nettopp ble renotert på Oslo Børs i 2017. Til tross for at vi har møtt på en rekke utfordringer underveis, er vi i ettertid fornøyd med avgjørelsen av valgt bransje og selskap. Det har vært en lærerik og spennende prosess, og vi har tilegnet oss en dypere forståelse innen regnskapsanalyse og verdivurderinger. Vi sitter igjen med nyttige erfaringer og et resultat vi er godt fornøyd med.

Avslutningsvis ønsker vi spesielt å takke vår veileder Kjell Henry Knivsflå som alltid har vært tilgjengelig for spørsmål, gode innspill og konstruktive tilbakemeldinger. I tillegg ønsker vi å takke våre venner og familie for all støtte under studietiden.

# Innholdsfortegnelse

<b>Kapittel 1 - Innledning</b>	<b>1</b>
1.1 Målsetning	1
1.2 Avgrensning	1
1.3 Struktur	2
<b>Kapittel 2 - Presentasjon av EVRY og IT-bransjen</b>	<b>4</b>
2.1 Presentasjon av EVRY	4
2.1.1 Historie	4
2.1.2 Aksjekursutvikling	5
2.1.3 Strategi	6
2.1.4 Forretningsområder og markedssegmenter	7
2.2 IT-bransjen	8
2.2.1 Bransjedefinisjon	9
2.2.2 Markedsandeler	10
2.2.3 Markedet for IT-tjenester	10
2.2.4 Industri 4.0	12
2.3 Komparative virksomheter	13
2.3.1 Atea	13
2.3.2 Tieto	13
2.3.3 Knowit	14
2.3.4 Gjennomsnittsvirksomheten	14
2.4 EVRYs avvik fra gjennomsnittsvirksomheten	16
2.4.1 Tilstedeværelse i bank- og finansbransjen	16
2.4.2 Partnerskap	16
2.4.3 Markedsposisjon	17
2.4.4 Kompetanse	17
2.5 Makroforhold	17
2.5.1 Politiske og juridiske forhold	17
2.5.2 Økonomiske forhold	19
2.5.3 Sosiokulturelle forhold	23
2.5.4 Teknologiske forhold	23
<b>Kapittel 3 - Valg av verdsettelsesteknikk</b>	<b>26</b>
3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker	26
3.1.2 Komparativ verdsettelse	27
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	28
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk	29
3.3. Rammeverk for fundamental verdsettelse	31
<b>Kapittel 4 - Strategisk analyse</b>	<b>33</b>
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	33
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	34
4.2.1 PESTEL	34
4.2.2 Porter femkraftsmodell	40
4.3 Intern ressursorientert analyse	46
4.3.1 SVIMA	46
4.3.2 Tilstedeværelse i bank- og finansbransjen	47
4.3.3 Partnerskap	48

4.3.4 Markedsposisjon	50
4.3.5 Kompetanse	51
4.3.6 Delkonklusjon SVIMA-analyse	53
4.4 Oppsummering - Strategisk analyse	54
4.4.1 Bransjefordel	54
4.4.2 Ressursfordel	54
4.4.3 Konklusjon av strategisk fordel	55
4.4.4. SWOT	55
<b>Kapittel 5 - Regnskapsanalyse</b>	<b>57</b>
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	57
5.2 Praktiske valg	58
5.2.1 Analysenivå	58
5.2.2 Analyseperiode	58
5.2.3 Komparative virksomheter	58
5.3 Presentasjon av rapporterte tall	59
5.3.1 Viktige hendelser i analyseperioden	62
5.4 Omgruppering	62
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet	62
5.4.2 Omgruppering av balansen	68
5.5 Analyse og justering av målefeil	75
5.5.1 Forskning og utvikling (FoU)	75
5.5.2 Operasjonelle leieavtaler	76
5.5.3 Omgruppert og justert resultat og balanse	78
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse	81
<b>Kapittel 6 - Analyse av risiko</b>	<b>82</b>
6.1 Likviditetsanalyse	82
6.1.1 Likviditetsgrad 1	83
6.1.2 Likviditetsgrad 2	84
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	84
6.1.4 Rentedekningsgrad	85
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	86
6.1.6 Fremtidig gjeldsdekning	87
6.2 Soliditetsanalyse	87
6.2.1 Egenkapitalprosent	88
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	89
6.2.3 Kapitalstruktur	89
6.3 Syntetisk rating	91
<b>Kapittel 7 - Historiske avkastningskrav</b>	<b>95</b>
7.1 Teori for avkastningskrav	95
7.1.1 Vektet kapitalavkastningskrav (WACC)	95
7.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)	95
7.1.3 Finansielt gjeldskrav	96
7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	97
7.2.1 Risikofri rente	97
7.2.2 Markedets risikopremie	98
7.2.3 Egenkapitalbeta	99
7.2.4 Illikviditetspremie	102

7.2.5 Egenkapital- og minoritetskrav	102
7.3 <i>Finansielle krav</i>	103
7.3.1 Finansielt gjeldskrav	103
7.3.2 Finansielt eiendelskrav	104
7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav	105
7.4 <i>Netto driftskrav (WACC)</i>	106
7.5 <i>Bransjens avkastningskrav</i>	107
7.6 <i>Oppsummering av historiske avkastningskrav</i>	108
7.6.1 Egenkapitalkrav	108
7.6.2 Netto driftskrav	109
<b>Kapittel 8 - Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel</b>	<b>110</b>
8.1 <i>Strategisk fordel</i>	111
8.2 <i>Driftsfordel</i>	113
8.2.1 Bransjefordel	114
8.2.2 Ressursfordel	115
8.2.3 Gearingfordel	121
8.2.4 Oppsummering driftsfordel	122
8.3 <i>Finansieringsfordel</i>	122
8.3.1 Netto finansiell gjeld	123
8.3.2 Finansiell gjeld	123
8.3.3 Finansielle eiendeler	124
8.3.4 Minoritetsinteresser	124
8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel	125
8.4 <i>Oppsummering strategisk fordel</i>	125
<b>Kapittel 9 - Fremtidsregnskap</b>	<b>127</b>
9.1 <i>Rammeverk for fremtidsregnskap</i>	127
9.1.1 Analyse av vekst	128
9.1.2 Valg av budsjettorisont T	129
9.2 <i>Budsjettering fra 0 til T</i>	131
9.2.1 Driftsinntekter	131
9.2.2 Netto driftseiendeler	134
9.2.3. Netto driftsresultat	135
9.2.4 Netto finansiell gjeld	136
9.2.5 Netto finanskostnad	138
9.3 <i>Fremtidsregnskap og fremtidig fri kontantstrøm</i>	139
9.3.1 Fremtidsresultat	139
9.3.2 Fremtidsbalanse	141
9.3.3 Fremtidig fri kontantstrøm	141
<b>Kapittel 10 - Fremtidskrav og strategisk fordel</b>	<b>143</b>
10.1 <i>Egenkapitalkrav</i>	143
10.1.1 Fremtidig risikofri rente	143
10.1.2 Fremtidig markedsrisikopremie	144
10.1.3 Fremtidig egenkapitalbeta	144
10.1.4 Fremtidig illikviditetspremie	145
10.1.5 Fremtidig egenkapitalkrav og minoritetskrav	145
10.2 <i>Finansielle krav</i>	146
10.2.1 Finansielt gjeldskrav	146

10.2.2 Finansielt eiendelskrav	148
10.2.2 Netto finansielt gjeldskrav	149
10.3 Fremtidig selskapskrav	150
10.4 Fremtidig strategisk fordel	151
10.4.1 Superrentabilitet	151
10.4.2 Driftsfordel	152
10.4.3 Ressurs- og bransjefordel	153
<b>Kapittel 11 - Fundamental verdsettelse</b>	<b>155</b>
11.1 Egenkapitalmetoden	155
11.1.1 Fri kontantstrømmodellen	156
11.1.2 Superprofittmodellen	156
11.1.3 Superprofittvekstmodellen	158
11.2 Selskapskapitalmetoden	158
11.2.1 Netto driftskapitalmetoden	159
11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden	161
11.3 Oppsummering første verdierestimater - Budsjetterte vekter	163
11.4 Konvergeringsprosedyre - Verdivekter	164
11.5 Fundamentalt P/B og P/E	165
11.6 Konkursrisiko	166
11.7 Analyse av usikkerhet	167
11.7.1 Simuleringsanalyse	168
11.7.2 Sensitivitetsanalyse	174
11.7.3 Oppsummering av simulering og sensitivitetsanalyse	178
<b>Kapittel 12 - Supplerende verdsettelse</b>	<b>180</b>
12.1 Multiplikatormodeller	180
12.2 Komparative selskap	180
12.3 Komparativ verdsettelse	181
12.3.1 Pris/Bok	181
12.3.2 Pris/Fortjeneste	183
12.3.3 EV/EBIT	184
12.3.4 Komparativt verdierestimater	185
<b>Kapittel 13 - Oppsummering og handlingsstrategi</b>	<b>187</b>
13.1 Endelig verdierestimater	187
13.2 Oppsummering	188
13.3 Handlingsstrategi	190
13.3.1 Handlingsstrategi pr. 31.12.17	190
13.3.2 Handlingsstrategi pr. 25.05.18	190
<b>Kapittel 14 - Referanser</b>	<b>192</b>
<b>Kapittel 15 - Figur-, formel-, og tabelloversikt</b>	<b>199</b>
<b>Kapittel 16 – Vedlegg</b>	<b>205</b>

# Kapittel 1 - Innledning

## 1.1 Målsetning

Utredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Målsetningen for oppgaven er å finne et verdiestimat på egenkapitalen til EVRY pr. 31.12.17, samt tilhørende aksjekurs. Vårt verdiestimat vil sammenlignes med børsverdien på Oslo Børs, hvilket vil gi en indikasjon om aksjen er over- eller underpriset. Dette danner grunnlaget for vår anbefalte handlestrategi.

Verdiestimatet utarbeides gjennom en analyse av underliggende økonomiske forhold. Dette innebærer en strategisk regnskapsanalyse som utgjør grunnlaget for budsjettering av fremtidsregnskap og -krav. Et fundamentalt verdiestimat fastsettes basert på diskontering av fremtidige kapitalstrømmer. Det vil være betydelig usikkerhet knyttet til verdiestimatet, grunnet usikkerhet i forutsetningene til de benyttede verdidriverne. Vårt endelige verdiestimat baseres på en samlet vurdering av det fundamentale verdiestimatet, supplert med et komparativt verdiestimat.

Problemstillingen for masterutredningen er som følgende;

*“Hva er verdien av EVRYs egenkapital pr. 31.12.17 basert på underliggende økonomiske forhold og fremtidsutsikter, og er aksjen priset i samsvar med dette verdiestimatet?”*

## 1.2 Avgrensning

I følge verdipapirhandelloven § 3-3 er det ulovlig å basere en handlingsstrategi på innsideinformasjon (Lovdata, 2007). Masterutredningen avgrenses derfor til å kun bygge på offentlig tilgjengelig informasjon, hvilket gir det samme informasjonsgrunnlaget som tilfellet er for en vanlig investor. I den forbindelse benyttes primært selskapets års- og kvartalsrapporter, i tillegg til relevante rapporter og artikler fra internett. Til tross for at årsrapportene er omfattende er det likevel noe begrenset noteinformasjon, og vi har derfor hatt behov for å ta egne forutsetninger.



Det eksisterer en rekke metoder for å verdsette et selskap. På bakgrunn av begrenset tid til disposisjon, er utredningen konsentrert rundt en fundamental verdivurdering som suppleres med en komparativ verdivurdering. Verdivurderingen foregår på konsernnivå i stedet for selskapsnivå, da det foreligger begrenset informasjon vedrørende selskapets ulike forretningsområder. Dette valget kan likevel forsvares, da forretningsområdene i EVRY er tett integrert.

Masterutredningen er avgrenset til en analyseperiode på 5 år, altså 2013 til 2017, der fjerde kvartalsrapport 2017 utgjør den siste tilgjengelige kilden til regnskapsinformasjon. Ideelt sett ville det vært ønskelig å oppdatere verdiestimatet med fersk informasjon fra første kvartalsrapport 2018. Denne ble publisert 04.05.17, og av tidshensyn har vi valgt å ikke oppdatere analysen. Følgelig settes verdsettelsestidspunktet til 31.12.17. IT-bransjen i Norden består av mange tilbydere, og vi har naturligvis avgrenset antall komparative virksomheter til Tieto, Atea og Knowit.

### **1.3 Struktur**

Strukturen i utredningen følger et rammeverk utarbeidet av professor Kjell Henry Knivsfå for faget *BUS440 - Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Rammeverket består av tre hoveddeler, og muliggjør en grundig gjennomgang av valgt selskap.

Utredningens første del består av en strategisk analyse av EVRY, samt valg av verdsettelsesmetode. Kapittel 2 presenterer faktagrunnlag om selskapet og bransjen, hvor det herunder presenteres et bransjeutvalg. Faktagrunnlaget inkluderer også en presentasjon av relevante makroforhold. Kapittel 3 redegjør for ulike verdsettelsesteknikker, samt vårt valg av metode. Avslutningsvis presenteres rammeverket til vår foretrukne metode; fundamental verdsettelse. I kapittel 4 benyttes faktagrunnlaget fra kapittel 2 til å foreta en strategisk analyse. Denne analysen består av en ekstern bransjeorientert analyse, samt en intern ressursbasert analyse av EVRY, hvor hensikten er å oppnå innsikt i selskapets strategiske fordel og risiko.

Oppgavens andre del er en regnskapsanalyse over fire kapitler. Kapittel 5 består av en omgruppering av regnskapet for investororientert analyse, samt justering av målefeil. Kapittelet presenterer avslutningsvis et rammeverk for forholdstallsanalyse, der formålet er å

få innsikt i risiko og rentabilitet. Forholdstallsanalysen begynner med en risikoanalyse i kapittel 6, hvor analyse av likviditet og soliditet resulterer i en syntetisk rating. I kapittel 7 beregnes historiske avkastningskrav. Kapittel 8 konkluderer forholdstallsanalysen med analyser av lønnsomhet, hvorav strategisk fordel skal samsvare med konklusjonene fra den tidligere strategiske analysen.

I den tredje delen budsjetteres fremtidsregnskap og -krav, hhv. kapittel 9 og 10.

Budsjetteringen baseres på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen i del 1 og 2.

Fundamentalt verdiestimat beregnes i kapittel 11, i tillegg til en analyse av usikkerheten tilknyttet verdiestimatet. I kapittel 12 suppleres estimatet med en komparativ verdivurdering.

Avslutningsvis utarbeides et endelig verdiestimat basert på det fundamentale og det komparative verdiestimatet. Det endelige estimatet sammenlignes til slutt med EVRYs børsverdi, og gir med dette grunnlag for en anbefalt handlestrategi.

## **Kapittel 2 - Presentasjon av EVRY og IT-bransjen**

Vi vil i dette kapittelet introdusere EVRY og IT-bransjen. Introduksjonen omfatter relevante makroforhold som er av betydning for bransjens lønnsomhet. I tillegg presenteres et utvalg komparative virksomheter og ut fra disse defineres en gjennomsnittsvirksomhet for bransjen. Avslutningsvis identifiseres særegne ressurser EVRY innehar som skiller de fra gjennomsnittsvirksomheten. Innsikten fra dette kapittelet danner grunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4.

### **2.1 Presentasjon av EVRY**

EVRY er Norges største IT-selskap og leverer løsninger som daglig brukes av over fem millioner mennesker i Norden. Selskapets hovedvirksomhet er salg av programvare, IT-løsninger og konsulenttjenester, samt sentral og desentral drift av datasystemer. I tillegg yter konsernet outsourcingtjenester og tjenester knyttet til datakommunikasjon, datasikkerhet og elektronisk publisering. EVRY er registrert på Oslo Børs, og genererte i 2017 driftsinntekter på MNOK 12.596. Selskapet oppnådde en normalisert EBITDA på MNOK 1.821, hvilket tilsvarer en normalisert EBITDA-margin på 12,5% (EVRY, 2018a).

Med sitt hovedkontor på Fornebu, har selskapet over 8500 ansatte fordelt på kontorer i ni land. EVRY står for omtrentlig en tredjedel av alle IT-leveranser i Norge, og leverer tjenester til mer enn 10.000 kunder i privat og offentlig sektor. EVRYs kundemasse består blant annet av Telenor, DNB, SpareBank1 Gruppen, Posten Norge, NAV, Statoil, Oslo Kommune og Trondheim Kommune. Eksempler på situasjoner hvor man i dagliglivet møter på EVRY er mange. Det kan være å logge inn i nettbanken, hente eResept på apotek, søke barnehageplass, motta hentelapp fra Posten på SMS, motta skatteoppgjøret fra Skatteetaten, eller bruk av bankkort eller mobile banktjenester (EVRY, 2018b).

#### **2.1.1 Historie**

EVRY ble etablert i 2010, som et resultat av fusjonen mellom Norges to største IT-selskaper; EDB og Ergo Group (EVRY, 2012). Dette er kjent som den største IT-fusjonen i Nordens historie, samt Norges fjerde største selskapsfusjon gjennom tidene uavhengig av bransje. I 2012 byttet det fusjonerte selskapet EDB ErgoGroup navn til EVRY. EVRY baserer seg på en 50 år lang norsk IT-historie, og har i denne perioden blitt til gjennom sammenslåinger av mer enn 70 private og offentlige norske IT-relaterte virksomheter. Blant disse finner vi en rekke

innfusjonerings av datasentraler og IT-divisjoner fra store virksomheter som eksempelvis Telenor, Posten Norge, Hydro og DNB.

I løpet av første kvartal 2015 ble det foretatt et lånefinansiert oppkjøp av EVRY av Lyngen Bidco, et selskap indirekte kontrollert av det privateide pengefondet Apax Partner (digi.no, 2014). Aksjen ble avnotert 29. oktober samme år (EVRY, 2018c). Bakgrunnen for avnoteringen var ifølge selskapet selv at de ikke var egnet for notering, med liten interesse for aksjen i markedet og blant analytikere (digi.no, 2015). En grundig gjennomgang av selskapet ble deretter igangsatt. Det ble konkludert med at kostnader og utgifter ikke stod i samsvar med selskapets markedsposisjon og veksttakt, samt at selskapet hadde en unødig komplisert organisasjonsstruktur. Det ble følgelig iverksatt en snuoperasjon for å tilpasse selskapet etter markedet, og posisjoneres for fremtidig vekst (EVRY, 2017a).

Etter å gjennomføring av organisatoriske grep i 2015, gjennom blant annet en omfattende kostnadsreduksjon og forenkling av organisasjonen, har selskapet sett klare forbedringer i lønnsomheten og kunde- og medarbeidertilfredshet (EVRY, 2017a). I mai 2017 kom beskjeden om at EVRY igjen ville tilbake på børsen (DN, 2017a). Etter to år i privat eie ble EVRY børsnotert 21. juni 2017. Som en del av refinansieringen av selskapet brakte de inn NOK 3,2 mrd. ved å trykke opp nye aksjer, som videre gikk til gjeldsbetaling (E24, 2017a). Gjeninntredenen i egenkapitalmarkedet vil ifølge selskapet selv gi større spillerom i et nordisk IT-marked, der utnyttelse av nye teknologier og konsolideringsinitiativ er avgjørende for videre ekspansjon (EVRY, 2018a).

### **2.1.2 Aksjekursutvikling**

På oppkjøpstidspunktet i mars 2015, tilsvarte prisen en markedsverdi av selskapet på MNOK 4.280, hvilket ga en aksjepris på om lag NOK 16,00 (E24, 2017b). EVRY ble notert til NOK 31,00 pr. aksje 21. juni 2017 (EVRY, 2018a). Aksjekursen steg med 4,8 % fra første handelsdag i juni til NOK 32,50 ved utgangen av 2017. Til sammenligning steg Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) med 16,4 % i samme periode, mens OSE Information Technology Index (OSE45GI) og OSE Software and Services Index (OSE4510GI) hadde en avkastning i samme periode på hhv. 2,9 % og 7,7 %. Ved årsslutt hadde selskapet en markedsverdi på NOK 12,1 mrd. basert på 370 806 077 aksjer, hvilket innebærer en tredobling av selskapets verdi på to år. Aksjekursen har opplevd en del svingninger siden børsnoteringen, men ligger per 25.05.2018 på 28,50 NOK. Figur 2-1 viser utviklingen i

aksjekursen fra juni 2017 til og med mai 2018. I dag er Lyngen HoldCo største aksjonær i selskapet med en eierandel på 54,3 % av totalt antall utestående aksjer. Nest største aksjonær er fond kontrollert av Polygon Global Partners LLP, mens Folketrygdfondet er den tredje største aksjonæren. Som følge av store eierandeler fra selskapets to største aksjonærer, har EVRY-aksjen vært utsatt for relativt lav flyt og lavt handelsvolum gjennom 2017. Siden børsnoteringen har 20,6 % av totalt antall utestående aksjer blitt omsatt, hvilket innebærer at gjennomsnittlig 0,2 % av aksjene omsettes per dag.



Figur 2-1: Aksjekursutvikling EVRY (Oslo Børs, 2018)

### 2.1.3 Strategi

EVRYs visjon er *“Creating digital advantage for tomorrow’s leaders”* (EVRY, 2018d). Selskapets forretningsidé er *“Together, we identify opportunities and deliver superior solutions, creating tangible value for our customers and society as a whole”* (EVRY, 2018a), og henviser til EVRYs fokus på å skape verdi for kunder og i samfunnet gjennom digitalisering og utvikling av smarte løsninger.

EVRY jobber målbevisst mot å bli det ledende IT-selskapet i Norden. Som følge av endringsprosessen igangsatt i 2015, ble også strategien tatt tak i. I stedet for å satse på krevende egenutvikling av teknologi, har EVRY valgt partnerskap som hovedstrategi. I 2015 og 2016 etablerte selskapet strategiske samarbeidsavtaler med globalt ledende aktører som IBM, Google, Microsoft, Amazon, Facebook og Apple (EVRY, 2017a).

I 2015 og 2016 var hovedfokuset å gjøre nødvendige strukturelle endringer og skape en kostnadsbase som stod i relasjon med omsetningsnivået. Fra slutten av 2016 og gjennom 2017 dreide selskapet fokuset over mot vekst i eksisterende tjenesteportefølje, samt mot utvikling av nye vekstområder (EVRY, 2018a). Det ble dermed igangsatt en omfattende rekruttering av medarbeidere med ekspertise på nye teknologiområder som kunstig intelligens, robotisering, maskinlæring og tingenes internett. Selskapet har intensivert satsingen på applikasjonsutvikling og digitaliseringstjenester, blant annet gjennom opprettelsen av tjenesteområdet Digital Services. Selskapet etablerte som følge av dette et senter som er spesialisert på kognitive tjenester og automatiseringsløsninger. I tillegg ble enheten Cloud Services etablert i 2016 for å styrke satsingen på skytjenester (EVRY, 2017a). For å skille seg ut blant IT-leverandører, opprettet EVRY Strategic Design Lab. Der kommer de i dialog med øverste ledelse hos kundene for å skape en god forståelse av deres behov og forretningsmuligheter, før potensielle løsninger blir vurdert. På bakgrunn av disse nye vekstområdene ønsker EVRY dermed å fjerne den tidligere merkelappen som et rent driftsselskap. I 2017 høstet selskapet resultater av endringene gjennomført de siste årene, hvilket har bidratt til å gjenskape lønnsom vekst som tidligere har vært negativ. EVRY skal videre iverksette tiltak for å sikre en vedvarende marginforbedring innen digitale tjenester og applikasjonsområdet. Innenfor infrastruktur er marginene under press, og det er ventet at denne trenden vil vedvare. EVRY har kontrakter med store nordiske konsern, men ønsker videre å intensivere satsingen på markedet for små og mellomstore bedrifter (SME), da dette er et potensiell lønnsomt marked for dem.

#### **2.1.4 Forretningsområder og markedssegmenter**

EVRY er delt inn i tre markedssegmenter; EVRY Financial Services, EVRY Norge og EVRY Sverige (EVRY, 2018a). I 2017 stod EVRY Norge og EVRY Sverige for hhv. 47% og 27% av driftsinntektene, mens EVRY Financial Services utgjorde 26% av driftsinntektene.

##### ***EVRY Financial Services***

EVRY Financial Services tilbyr en løsningsportefølje som dekker alle basistjenester i en bank, både hva gjelder grensesnitt ut mot sluttkunde, samt løsninger for bankens interne prosesser og til støtte for medarbeidere (EVRY, 2018e). Dette inkluderer kort- og betalingsløsninger, business intelligence og compliance, samt løsninger knyttet til lån og finansiering. EVRY er markedsledende innen bank- og finansielle løsninger i både Norge og Norden (EVRY, 2017a).

EVERY har sikret flere viktige, langsiktige leveranseavtaler med flere nordiske banker, inkludert SpareBank1-alliansen, Sbanken, Handelsbanken, Sparebanken Vest og Gjensidige Bank. I alt har EVERY Financial Services rundt 1400 ansatte, som betjener 150 kunder i 12 land. Financial Services var det forretningsområdet med størst vekst i omsetning i 2017 (EVERY, 2018f).

### ***EVERY Norge***

EVERY Norge står for en tredjedel av alle IT-tjenesteleveranser i Norge, både innen privat og offentlig sektor. De er en klar markedsleder i markedet for små og mellomstore bedrifter (SME), og skal intensivere satsingen på dette segmentet (EVERY, 2017a). Selskapet fokuserer sin satsning på utvalgte bransjer; offentlig sektor, helsesektoren, telekom og logistikk, forsikring, produksjonsbedrifter, energibransjen og handelsbedrifter. Innen hver bransje er EVERY totalleverandør av IT-tjenester gjennom hele verdikjeden; drifts- og infrastruktur tjenester, virksomhetssystemer, applikasjoner, konsulent tjenester, innovasjonsstøtte og samhandlingsløsninger. Digitalisering av offentlig sektor har vært et viktig satsningsområde, hvilket har resultert i en markedsandel på 29 % i kommunemarkedet pr. 2017. I 2016 inngikk EVERY flere store kundekontrakter; Telenor, Nye Veier, Storebrand, Helse Midt-Norge, Posten Norge, Direktoratet for Økonomistyring og Fredrikstad kommune. EVERY Norge har i underkant av 2200 ansatte, med kontorer i mer enn 20 norske byer.

### ***EVERY Sverige***

EVERY Sverige er den største leverandøren av IT-tjenester til SME-markedet i Sverige (EVERY, 2017a). På lik linje med EVERY Norge, er de en totalleverandør av IT-tjenester gjennom hele verdikjeden. EVERY Sveriges kundemasse består av flere store og sentrale kunder, som blant andre Klarna, Sveriges Riksbank, Systembolaget, Volvo, Skatteverket, Forex Bank, Vellinge kommun, og Handelsbanken (EVERY, 2018g). EVERY kjøpte opp selskapet NetRelations i 2016 for å styrke sin kompetanse for levering av digitale tjenester. EVERY Sverige har omkring 3500 kunder og 1700 ansatte fordelt over 24 kontorer.

## **2.2 IT-bransjen**

På grunn av bransjens kompleksitet gir dette delkapittelet en detaljert definisjon av valgt bransje, og en oppdatering på dens utvikling og nåværende status i næringslivet.

### 2.2.1 Bransjedefinisjon

EVERY er en viktig del av IKT-næringen i Norge. IKT står for informasjons- og kommunikasjonsteknologi, og er en samlebetegnelse for teknologi for innhenting, overføring, bearbeiding, lagring og presentasjon av informasjon (Store Norske Leksikon, 2018a). I offentlig statistikk består IKT-næringen av en rekke bransjer; forlagsvirksomhet, film- og TV-produksjon, musikkutgivelse, radio og fjernsynskringkasting, telekommunikasjon, tjenester tilknyttet informasjonsteknologi og informasjonstjenester (SSB, 2018a). EVERY faller inn under bransjen “*Tjenester tilknyttet informasjonsteknologi*”. Dette er en kompleks og dynamisk bransje bestående av mange overlappende forretningsområder, hvilket gjør den utfordrende å definere. I offentlig statistikk omfatter bransjens hovedområder *forvaltning og drift av IT-systemer, konsulentvirksomhet og programmeringstjenester*.

Det som står sentralt under *forvaltning og drift av IT-systemer* er IT-infrastrukturen. Dette er den digitale grunnmuren ethvert selskap trenger for å fungere effektivt. Den består av fysiske og virtuelle ressurser som servere, lagringssystemer, plattformer, systemprogramvare, nettverksutstyr etc., som støtter flyt, lagring, behandling og analyse av data. Infrastrukturen kan være sentralisert i selskapets eget datasenter, dog krever dette store ressurser. Et IT-selskap kan på vegne av kunden forvalte og drifte deres servere, virksomhetskritiske applikasjoner og lagringsmiljøer i profesjonelle datasentre, eller levere det som en privat eller delt skybasert tjeneste (TechTarget, u.d.)

*Programmeringstjenester* omfatter all programutvikling og support med henblikk på å utvikle en kundespesifisert programvare (SSB, 2018a). *Konsulentvirksomhet* innebærer å hjelpe virksomheter til å møte dagens digitale utfordringer, og til å utnytte ny teknologi for å sikre økt produktivitet. Sentralt står begrepet “digital transformasjon”, en prosess der virksomheten endrer hvordan den utfører sine oppgaver, tilbyr bedre tjenester, jobber mer effektivt eller skaper helt nye tjenester (Direktoratet for forvaltning og IKT, 2017a). Nye fagfelt som satses på innen digital transformasjon er blant annet stordata, kunstig intelligens, virtuell virkelighet, robotics, tingenes internett, blockchain osv.

Drift og infrastruktur har lenge vært EVERY sin hjørnestein, men for å øke konkurransedyktigheten har selskapet i nyere tid satset på konsulentvirksomhet og digital transformasjon (EVERY, 2018a). Følgelig leverer EVERY tjenester innen alle nevnte forretningsområder, slik at det blir irrelevant å peke ut et spesifikt område. Siden EVERY



leverer nærmere en tredjedel av alle IT-leveranser i Norge, velger vi å se på bransjen i Norden for et bedre sammenligningsgrunnlag. Island ekskluderes på grunn av IT-bransjens størrelse relativ til Norge, Sverige, Danmark og Finland. Vår bransjedefinisjon vil dermed omfatte *nordiske virksomheter som leverer tjenester tilknyttet informasjonsteknologi.*

## 2.2.2 Markedsandeler

Selv om vår bransjedefinisjon kun inkluderer nordiske virksomheter, ønsker vi å presentere de største IT-leverandørene med respektive markedsandeler i 2016, jf. tabell 2-1 (Radar, 2017a). Dette gir innblikk i omfanget og størrelsen på tilbyderne. Det foreligger informasjon for Norge, Danmark og Sverige, men Finland uteblir.

Nummer	Norge		Sverige		Danmark	
	Selskap	Markedsandel	Selskap	Markedsandel	Selskap	Markedsandel
1	EVRY	13,6%	IBM	5,7%	KMD	9,2%
2	Microsoft	6,1%	Microsoft	4,9%	IBM	9,0%
3	VISMA	5,8%	Tieto	4,8%	Microsoft	6,2%
4	Nets	4,2%	CGI	4,6%	Nets	4,8%
5	Accenture	4,0%	eWork	4,2%	CSC	3,5%
6	Atea	3,7%	Capgemini	3,9%	Accenture	3,2%
7	Sopra Steria	3,6%	EVRY	3,6%	SAP	3,2%
8	Capgemini	3,3%	Zerochaos	2,7%	Atea	2,9%
9	Tieto	3,1%	VISMA	2,3%	EG (EDB Gruppen)	2,5%
10	IBM	2,7%	Accenture	2,2%	NNIT	2,4%

Tabell 2-1: Oversikt over de ti største IT-leverandørene i Norge, Sverige og Danmark pr. 2016

## 2.2.3 Markedet for IT-tjenester

I dette avsnittet presenteres fakta om markedet for IT-tjenester i Norden, som videre vil utdypes og benyttes i Porter-analysen i delkapittel 4.2.2. Til tross for at det eksisterer et utvalg markedsledere i Norden, finnes det mange tilbydere innen IT-tjenester. Bransjen leverer tjenester til bedriftsmarkedet, alt fra forretningsløsninger og datalagring til innovative forretningsmodeller. IT-leverandører tilbyr hovedsakelig differensierte tjenester, der løsningen er skreddersydd til hver kunde. Tidligere hadde kunden typisk klare forespørsler og spesifikke krav, men etter hvert som kompleksiteten og tempoet i den teknologiske utviklingen har økt, søker kundene i større grad rådgivning om hvordan digitale løsninger kan øke deres konkurransevne. Det antas at kunder typisk oppnår en payoff som overstiger kostnaden for å leie inn IT-konsulenter, hvilket reflekterer at kunder er villig til å betale godt. En økende etterspørsel i markedet og et stramt arbeidsmarked bidrar til høyere timepriser på

konsulenttjenester (EVRY, 2018h). I tillegg tilbys standardiserte løsninger som fungerer på tvers av industrisegmenter, også omtalt som “hylleverer”. Det er tendenser til økt prispress på disse generiske tjenestene, og at høyere pris kan oppnås gjennom differensiering der skreddersøm verdsettes.

Noen tilbydere leverer et sammensatt tjenestetilbud på tvers av bransjer, mens andre opererer som nisje-virksomheter og tilbyr tjenester innenfor en spesifikk bransje eller et spesialisert område, eksempelvis skytjenester eller IT-sikkerhet. En strategisk trend blant de større virksomhetene er oppkjøp av mindre nisje-virksomheter, da dette gir tilgang på ny teknologi og øker deres markedsandeler. Det finnes et bredt spekter av kunder i bransjen, alt fra små og store virksomheter til kommuner og stat. Vanligvis inngår større kunder langvarige kontrakter med IT-leverandører, ofte med 3-5 års varighet. Disse innebærer ofte komplekse og sammensatte tjenester som dekker de største IT-behovene, og kontraktene kan lande på flere titalls millioner kroner. Vanligvis settes oppdrag ut på anbud, alternativt foregår det en forhandlingsprosess der det i mange tilfeller inngås strategiske partnerskap. I tillegg til å utvikle egne produkter og tjenester, er bransjen avhengig av en rekke leverandører av software og hardware. Enkelte hylleverer, eksempelvis Office-produkter og SharePoint, er godt kjent blant sluttkunder og det er kostnadsreducerende å videreformidle disse i stedet for å utvikle sine egne produkter. Et mangfold av leverandører eksisterer i disse markedene, der kjente merkevarer som HP, Lenovo, Oracle, Microsoft og IBM innehar en sterk posisjon.

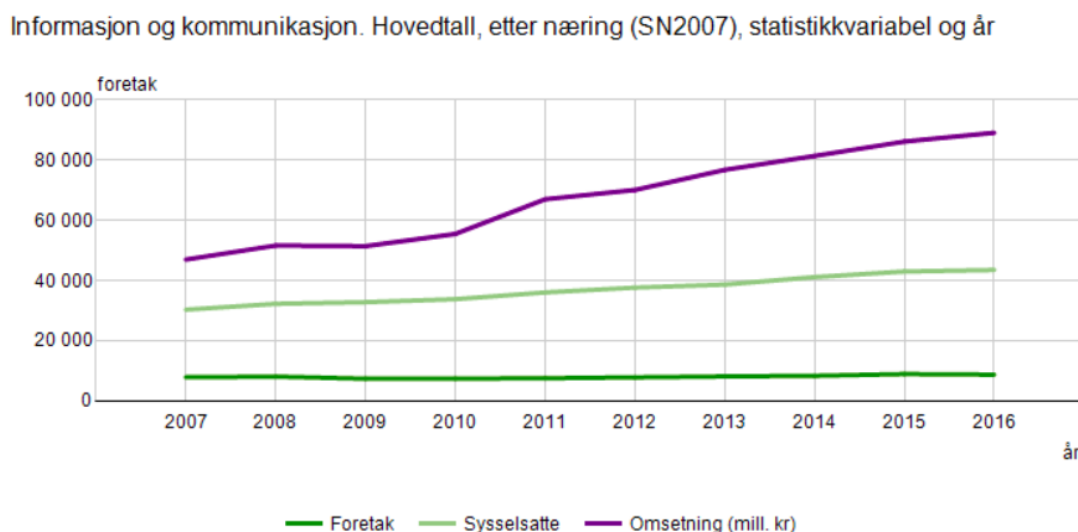
Det er tendenser til økende grad av masseproduksjon av IT-tjenester, samtidig som det finnes økende etterspørsel etter innovasjon i markedet. Tradisjonelle IT-leverandører risikerer å sitte fast i midtsjiktet, hvor de verken mestrer å konkurrere på kostnadsnivå eller innovasjon. Analyseselskapet Radar spår at en tredjedel av Sveriges IT-leverandører kan forsvinne innen to år, og at samme trend er synlig i andre nordiske land (ComputerWeekly, 2017). Internasjonale giganter som Microsoft, Google, IBM og Amazon har i de senere år entret det nordiske markedet i stadig større grad. Dette bidrar til mer konkurranse, og kan gjøre det vanskelig for de nordiske virksomhetene å opprettholde sine marginer da de nye aktørene innehar store skalafordeler. I fremtiden kan også IT-outsourcing til lavkostland være en potensiell trussel mot de nordiske IT-leverandørene. I en studie omhandlende IT-outsourcing i nordiske bedrifter, svarer 44% av respondentene at de planlegger å outsource mer enn de gjør i dag (DN, 2015). Videre er back sourcing av IT-tjenester, dvs. å hente inn igjen tjenester som tidligere er blitt satt ut fra selskapet, blitt en stadig større trend. Statoil og DNB er to selskaper

som har valgt å gjeninnføre satsingen på egne IT-avdelinger, og slike scenarioer kan redusere etterspørselen etter nordiske IT-leverandører (digi.no, 2017).

#### 2.2.4 Industri 4.0

Vi står overfor den fjerde industrielle revolusjonen. I følge regjeringenes nye industrimelding vil den teknologiske utviklingen endre norsk industri slik vi kjenner den. Endringene er mange og de kommer raskere enn noensinne. Eksponentiell vekst i regnekraft, mulighet for å lagre store datamengder, stadig bedre infrastruktur og sterk utvikling i programvare har bidratt til å digitalisere og automatisere næringslivet (Regjeringen.no, 2017). Moderne teknologi utfordrer eksisterende forretningsmodeller og prosesser, og kan være kilde til store konkurransefortrinn. Virksomheter er avhengige av å holde tritt med utviklingen og har et økende behov for en rekke IT-tjenester.

I følge SSB har antall sysselsatte, antall foretak og omsetning i bransjen “Tjenester tilknyttet informasjonsteknologi” i Norge økt betydelig de siste ti årene, som illustrert i figur 2-2 (SSB, 2018b). I 2016 omsatte bransjen for over 89 milliarder kroner, en fordobling siden 2007. Over hele tidsperioden er det registrert mer enn 1000 nye foretak (Proff Forvalt, u.d.). Dette beviser at markedet for IT-tjenester befinner seg i en vekstfase.



Figur 2-2: Antall foretak, sysselsatte og omsetning i bransjen “Tjenester tilknyttet informasjonsteknologi” i Norge (SSB, 2018b)

## **2.3 Komparative virksomheter**

I dette avsnittet presenteres et utvalg komparative virksomheter som videre danner grunnlaget for gjennomsnittsvirksomheten i bransjen. Bransjen er som nevnt preget av mange aktører i ulike størrelser, men for å avgrense utvalget har vi satt noen kriterier. Selskapene må være av nordisk opprinnelse og ha Norden som sitt primære marked, dette for å utelukke internasjonale giganter som potensielt kan svekke sammenligningsgrunnlaget. I tillegg må selskapene hovedsakelig operere innenfor de samme forretningsområdene; forvaltning og drift av IT-infrastruktur, konsulentvirksomhet og programmeringstjenester. Videre må selskapene være av betydelig størrelse med tanke på omsetning og antall ansatte. I tillegg må de være børsnoterte og benytte IFRS som regnskapsspråk, dette for å kunne sammenligne tall i regnskapsanalysen. På bakgrunn av disse kriteriene har vi valgt Atea, Tieto og Knowit som komparative virksomheter.

### **2.3.1 Atea**

Atea er den tredje største IT-infrastrukturleverandøren i Europa og fremstår som markedsleder i Norden og Baltikum med en estimert markedsandel på 18 %. Med sine 6.800 medarbeidere er selskapet tilstede i syv land; Norge, Sverige, Danmark, Finland, Latvia, Litauen og Estland. Konsernet er notert på Oslo børs og har sitt hovedkontor i Oslo. Atea genererte en omsetning på over 32,4 mrd. NOK i 2017, en økning på 4 % fra fjoråret (Atea, 2018). EBITDA ble 1,175 MNOK og EBITDA-marginen 3,6 %. Siden 2007 har konsernet oppnådd en organisk omsetningsvekst på 5-6 % hvert år. Ateas salg er delt forholdsvis likt mellom offentlig og privat sektor, og består av kunder i alle størrelser. Med visjonen “Å bygge Norge med IT”, er de en sterk pådriver av digitalisering innenfor skolesektoren, velferdssektoren og byggenæringen. De siste årene har konsernet utvidet sine tjenestetilbud for å bli mer konkurransedyktige, og satser blant annet på mobilitetsløsninger, IT-sikkerhetsløsninger og skytjenester. I 2017 entret de mobilmarkedet, med et ønske om å innta posisjonen som den ledende aktøren på mobile løsninger for bedriftsmarkedet (Atea, 2017b).

### **2.3.2 Tieto**

Tieto ble etablert i Finland i 1968 og er per i dag Nordens ledende leverandør av programvare og tjenester. Som en totalleverandør av IT-tjenester, tilbyr de det meste innen infrastruktur, applikasjoner og forretningsrådgivning, spesielt innen banknæringen, helsesektoren, industri og varehandel. Konsernet har over 14.000 ansatte i 23 land, men er primært tilstede i det

nordiske markedet. Aksjene er notert på NASDAQ i Helsinki og i Stockholm. I 2017 genererte konsernet en omsetning på om lag 15 mrd. NOK, en økning på 3,4 % fra fjoråret. Justert EBITDA utgjorde 1,504 MNOK og EBITDA-margin ble 10 % (Tieto, 2018). Med ny strategi for 2016-2020 har de ambisjoner om å være kundens førstevalg for virksomhetsfornyelse. Selskapet vil ytterligere fremme innovasjon og vekst, og håper å øke sin nordiske markedsandel med spesielt fokus på offentlig sektor, store og mellomstore virksomheter. De forventer at salget innen tradisjonell infrastruktur og applikasjoner vil reduseres, og har i forbindelse med den nye strategien investert mer i fremvoksende teknologier.

### **2.3.3 Knowit**

Knowit er et svensk IT-konsulentselskap som tilbyr totale løsninger, i tillegg til strategisk rådgivning, systemutvikling og administrasjonstjenester. Selskapet ble etablert i 1990, og består av 2000 medarbeidere fordelt på lokasjoner i Sverige, Norge, Danmark, Finland og Tyskland. Knowit er notert på den nordiske børsen i Stockholm, og har hovedkontor i samme by. 2017 var det mest suksessfulle året i konsernets historie, hvor de genererte en omsetning på om lag 2,733 mrd. SEK. EBITA for 2017 var 281,8 MSEK, med en EBITA-margin på 10,3% (Knowit, 2018). Selskapet er delt inn i tre forretningsområder: Experience, Insight og Solutions. Knowit Experience spesialiserer seg på digitalt nærvær og brukeropplevelser via nett, mobil og sosiale medier. Knowit Insight fokuserer på management consulting, samt å tilby taktisk og strategisk støtte til kundene. Knowit Solutions utgjør det største forretningsområdet, og hjelper virksomheter med å utvikle sin drift ved hjelp av ulike IT-løsninger. Selskapet vil beholde Norden som sitt hovedmarked, og har ingen planer om å ekspandere geografisk.

### **2.3.4 Gjennomsnittsvirksomheten**

Bransjegjennomsnittet er representert ved EVRY, Atea, Tieto og Knowit. Som nevnt studerer vi nordiske virksomheter som primært opererer i Norden. Gjennomsnittsvirksomheten hadde i 2017 en omsetning i overkant av 15 mrd. NOK. Klart størst omsetning henføres Atea, der nivået er dobbelt så høyt som hos EVRY. Knowit på sin side bidrar til å dra ned gjennomsnittet. Gjennomsnittlig antall ansatte ligger i underkant av 8000 medarbeidere. Samtlige av selskapene opererer innenfor et svært bredt tilbud av tjenester, det vil si at driften ikke er konsentrert på et spesifikt forretningsområde. Felles for bransjen er satsningen på ny

teknologi og nye forretningsområder. En felles trend er stadig større overgang fra å primært fokusere på drifts- og infrastrukturtenester til å satse mer på applikasjoner, konsulenttenester og digitale transformasjon. Det er stort spenn i hvilke bransjer selskapene opererer i, men alle er tilstede i offentlig sektor og finanssektoren. Samtlige spiller på en strategi om lokal kunnskap og tilstedeværelse, og gjennomsnittsvirksomheten hevder derfor å ha innsikt i lokalt næringsliv.

### **Markedsandeler**

I tabell 2-2 presenteres virksomhetenes markedsandeler i de respektive landene de opererer i (Radar, 2017a). Markedsandelene deles inn i to segmenter; software og IT-services. Software innebærer programvareprodukter og IT-services innebærer tjenester relatert til infrastruktur og hardware, outsourcing, applikasjoner og konsulentvirksomhet. Merk at vi ikke har tilgang til Ateas markedsandeler innen software og at Knowit sine markedsandeler ikke deles inn i segmenter. Allikevel mener vi tabellen gir nyttig innsikt i virksomhetenes størrelse og markedsposisjon. Basert på markedsandelene kan vi videre se hvilken plassering de har, listet i parentes.

	Norge	Sverige	Finland	Danmark
<b>EVRY</b>				
Software	5,5 % (Nr. 4)	1,2 % (Nr. 15)		
IT-services	20,4 % (Nr. 1)	4,5 % (Nr. 6)		
<b>Atea</b>				
Software	NA	NA	NA	NA
IT-services	5,4 % (Nr. 4)	2,5 % (Nr. 10)	1,0% (Nr. 16)	4,3 % (Nr. 5)
<b>Tieto</b>				
Software	1,2 % (Nr. 12)	1,3 % (Nr. 11)	6,8 % (Nr. 3)	
IT-services	3,8 % (Nr. 8)	6,3 % (Nr. 2)	13,3 % (Nr. 1)	
<b>Knowit</b>				
Total Software & IT-services	1,4 % (Nr. 14)	1,2 % (Nr. 20)		

Tabell 2-2: Markedsandeler for bransjeutvalget i de nordiske landene

## **2.4 EVRYs avvik fra gjennomsnittsvirksomheten**

I dette avsnittet presenteres særegne ressurser ved EVRY som kan medføre avvik fra gjennomsnittsvirksomheten. De valgte ressursene er; tilstedeværelse innen bank- og finansbransjen, partnerskap, markedsposisjon og kompetanse. Denne informasjonen legger grunnlaget for analysen av ressursfordel i fjerde kapittel.

### **2.4.1 Tilstedeværelse i bank- og finansbransjen**

Som tidligere nevnt er Financial Services ett av tre forretningsområder i EVRY. Dette er et stort satsingsområde for selskapet, og med over 1200 ansatte har de dyp innsikt i forhold som påvirker bank- og finansbransjen. EVRY er nummer 1 på bank- og finansielle løsninger i Norge og Norden, samt markedsledende på kortløsninger i Norden. Deres ambisjon er å ekspandere virksomheten og bli ledende aktør innenfor FinTech i Norden. EVRY tilbyr en bred og helhetlig portefølje av tjenester til bransjen, alt fra neste generasjons kjernebank og betalingsløsninger, open API banking, til korttjenester og mobilbetaling. For å oppnå moderne arkitektur og standarder, samarbeider EVRY med BIAN-nettverket (Banking Industry Architecture Network), der EVRY er den eneste nordiske IT-tjenesteleverandøren som er medlem. Dette sikrer at løsningene er fleksible, kostnadseffektive og tilrettelagt for å oppfylle internasjonale krav. Den nevnte etableringen av Strategic Design Lab ble et viktig initiativ i Financial Services, da EVRY har bygget tettere relasjoner til styremedlemmer og toppledere i bransjen. Fra 2017 har over 60 ansatte bygget kompetanse på kognitive løsninger, som skal bistå finansbransjen med innovative løsninger (EVRY, 2018a).

### **2.4.2 Partnerskap**

EVRY har valgt partnerskap som hovedstrategi, og inngått samarbeidsavtaler med store aktører som IBM, Google, Microsoft, og Amazon Web Services. Dette skyldtes at EVRY ikke oppnådde tilstrekkelig konkurransekraft på infrastrukturområdet gjennom egenutvikling av teknologi. Avtaleinngåelsene reduserte selskapets risikoeksponering og rigide kostnadsstruktur (EVRY, 2017a). EVRY benytter samarbeidet til å tilby attraktive og omfattende skyløsninger, da de fire nevnte aktørene i dag dominerer public cloud-tjenestemarkedet (EVRY, u.d.). EVRY er en av de største Microsoft-partnerne i Norden. Når dette sees i sammenheng med partnerskapet med Google og AWS, hevder EVRY å ha det mest omfattende og teknologiavhengige skytilbudet på markedet. Videre sikrer partnerskapet med IBM direkte tilgang til den globale IBM Bluemix-plattformen, som eneste partner i

Norden. I 2017 ble samarbeidet med IBM utvidet til å omfatte kognitiv teknologi gjennom en avtale som global systemintegrator (EVRY, 2017b).

### **2.4.3 Markedsposisjon**

EVRY har en sterk lokal tilstedeværelse i Norden og er i dag det største IT-selskapet i Norge. Med en historie på over 50 år har selskapet hatt en sentral plass i utviklingen av landets informasjonssamfunn. Med dette har de skapt et kjent varemerke og leverer følgelig tjenester til flere av Nordens største selskaper.

### **2.4.4 Kompetanse**

EVRY har dedikerte medarbeidere med høy utdanning, dyp faginnsikt og bransjekompetanse. Selskapet ser på sine ansatte som betroede kunnskapsmedarbeidere som helt avgjørende for deres suksess, og at organisasjonskulturen skal være deres fremste konkurransefortrinn. EVRY har etablerte prosesser og systemer for utvikling av de ansatte, der læring og sertifiseringer tilbys gjennom EVRY Academy. For å opparbeide seg den unike posisjonen i det nordiske markedet, har solid lokalkunnskap og inngående bransjekunnskap vært helt essensielt. EVRY har satset på kompetansebygging i 2017, hvor totalt 600 nyansatte har bidratt til økt kompetanse på viktige teknologiområder som Blockchain, kunstig intelligens, robotisering og tingenes internett (IoT). I tillegg har selskapet investert i kunnskap og konsepter som “Innovation Lab”, “Strategic Design Lab” og “Cognitive Services”.

## **2.5 Makroforhold**

Dette delkapittelet kartlegger relevante makroforhold som gir innsikt i hvilke muligheter og trusler IT-bransjen står overfor. Det avdekkes hvordan politiske og juridiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forhold påvirker IT-bransjen. Dette danner grunnlaget for PESTEL-analysen og Porters femkraftsmodell i den strategiske analysen i fjerde kapittel.

### **2.5.1 Politiske og juridiske forhold**

#### ***GDPR***

General Data Protection Regulation (GDPR) er EUs nye forordning for personvern, som implementeres i alle lokale personvernlover i hele EU og EØS-området. Forordningen trer i



kraft fra mai 2018. Hensikten er å harmonisere personvernreglene på tvers av de europeiske landene, samt å tilpasse regelverket til dagens digitale verden (Datatilsynet, 2016a).

GDPR innebærer at personopplysninger kun skal behandles der det foreligger et tydelig formål. Enkeltpersoner får rett til tilgang til sine personopplysninger, rett til å bli slettet, og rett til portabilitet (overføre opplysninger mellom leverandører) (EUGDPR.org, u.d.). Forordningen gir virksomheter større ansvar for personvern. Virksomheters plikt til selv å vurdere personvernkonsekvenser ved behandling av personopplysninger utvides, i tillegg til at de pliktes til å identifisere risikoreducerende tiltak. Det blir lovpålagt med innebygd personvern som standardinnstilling i applikasjoner, og samtlige vil være pliktig til å opprette personvernombud. Dette gjelder særlig offentlige virksomheter og virksomheter som behandler sensitive personopplysninger i stor skala.

Forordningen setter en rekke også krav for databehandlere, blant annet sikring av informasjonssikkerhet (dvs. sikre konfidensialitet, integritet og tilgjengelighet), plikt til å umiddelbart varsle behandlingsansvarlig om avvik, og å opprette personvernombud på lik linje med behandlingsansvarlig (Datatilsynet, 2016b).

## ***PSD2***

PSD2, eller betalingstjenestedirektivet, er et EU-direktiv som regulerer betalingsformidlingen i EU og EØS-området. Dette ble nylig innført 13. januar 2018 (Finans Norge, u.d.). Kjernen i PSD2 er at bankkunder, både privatpersoner og virksomheter, kan bruke tredjepartsleverandører til betalingstransaksjoner og til sammenstilling av sine kontodata (EVRV, 2017c). Hensikten med direktivet er å tilrettelegge for økt konkurranse, fremme innovasjon, styrke sikkerheten for nettbetaling og kontotilgang, samt forbedre integrasjonen mellom aktører (Finans Norge, u.d.). For at kundene skal kunne benytte andre tilbydere av betalingstjenester må bankene gjøre sine kontosystemer tilgjengelige. Tredjepartsleverandører får tilgang til kundenes konti ved at bankene må åpne APIer (Application Program Interface). Dette gir tredjepartene mulighet til å bygge opp finanstjenester basert på bankenes data og infrastruktur (EVRV, 2017c). Bankene vil dermed ikke kun konkurrere mot andre banker lenger, men alle tilbydere av finanstjenester.

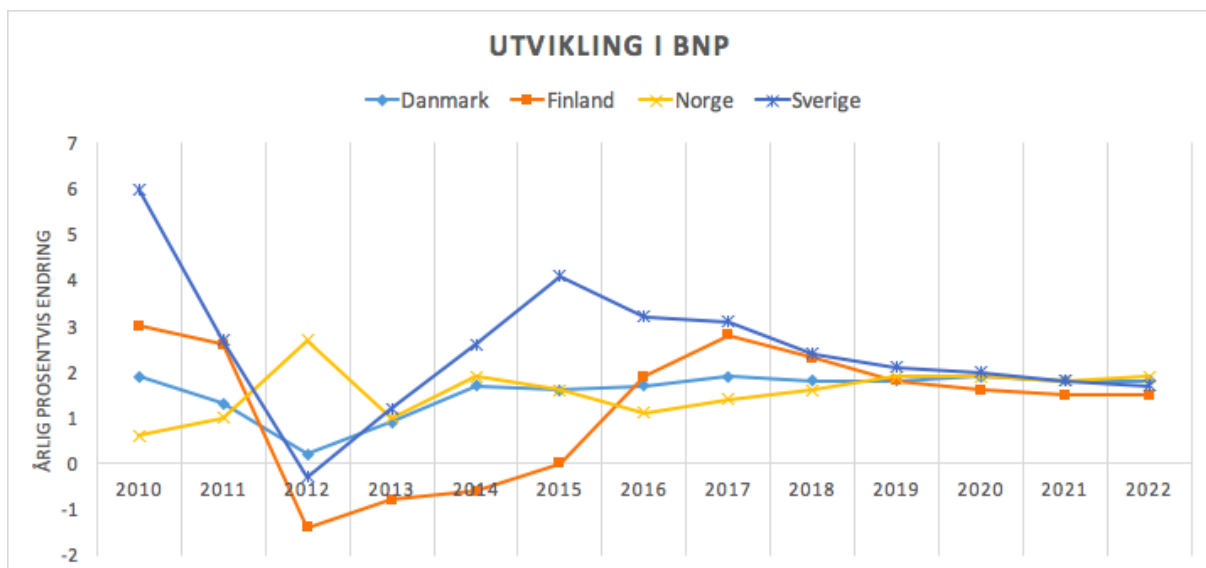
## Digital Agenda og Digitalt Førstevalg

Digitalisering er et stadig større satsningsområde innen offentlig sektor. I 2016 la Norges regjering frem stortingsmeldingen “Digital agenda for Norge”, som omhandlet en nasjonal IKT-politikk med mål om effektivisering i forvaltningen gjennom bruk av IKT (Regjeringen.no, 2016). IKT-politikken inneholder spesifikke prioriteringer, eksempelvis styrket digital kompetanse og deltakelse, effektiv digitalisering av offentlig sektor og fokus på godt personvern og god informasjonssikkerhet. Videre har den norske regjeringen innført et effektiviseringstiltak kalt “Digitalt førstevalg”, som er et satsningsområde for kommunene. Dette prinsippet innebærer at forvaltningen er tilgjengelig på nett, og at nettbaserte tjenester skal være hovedregelen for kommunikasjonen med brukerne (Direktoratet for forvaltning og IKT, 2017b). I følge en undersøkelse i 2017 svarte 57 % av norske kommuner at digitalisering var av høy prioritet, dette en økning på 10 % fra året før (EVRY, 2018a).

### 2.5.2 Økonomiske forhold

#### BNP

Bruttonasjonalprodukt (BNP) er et mål på samlet verdiskaping i et land, og består av summen av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av et år (SSB, 2017a). Figur 2-3 viser årlig prosentvis utvikling i BNP i de nordiske landene frem mot 2022.

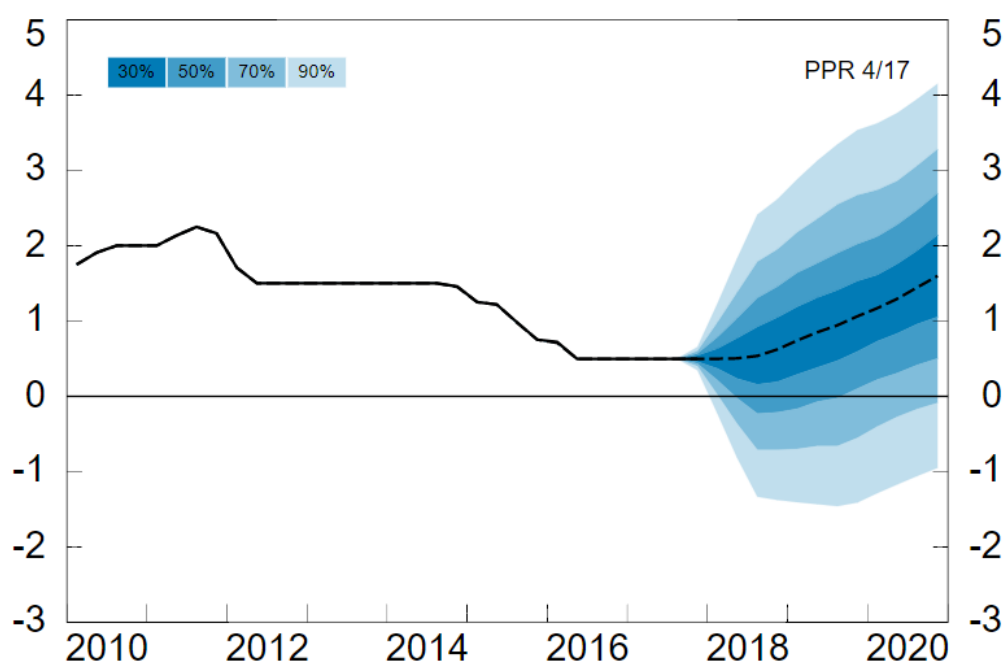


Figur 2-3: Utvikling i BNP i de nordiske landene (IMF, u.d.)

Figuren viser en relativ moderat vekst i BNP. I 2018 estimeres en vekst på 1,6% og 1,8% i hhv. Norge og Danmark, mens det i Finland og Sverige estimeres en høyere vekst på hhv. 2,3% og 2,4%. Til sammenligning er forventet global BNP-vekst 3,7%, og 2% i Europa. (IMF, u.d.). I en rapport av Menon Business Economics (2015) kartlegges bruttoverdiskaping av IKT-tjenester, hvorav IT-tjenester som faller under vår bransjedefinisjon er "skreddersydde IT-tjenester" og "IKT-driftstjenester". Skreddersydde IT-tjenester utgjorde 1,8% av fastlands-BNP i Norge i 2013, mens IKT-driftstjenester stod for omtrentlig 0,7%. I følge en rapport utført av Radar (2017a) forventes en stabil vekst i IT-markedet mellom 4-5% i de nordiske landene fra 2018 og fremover.

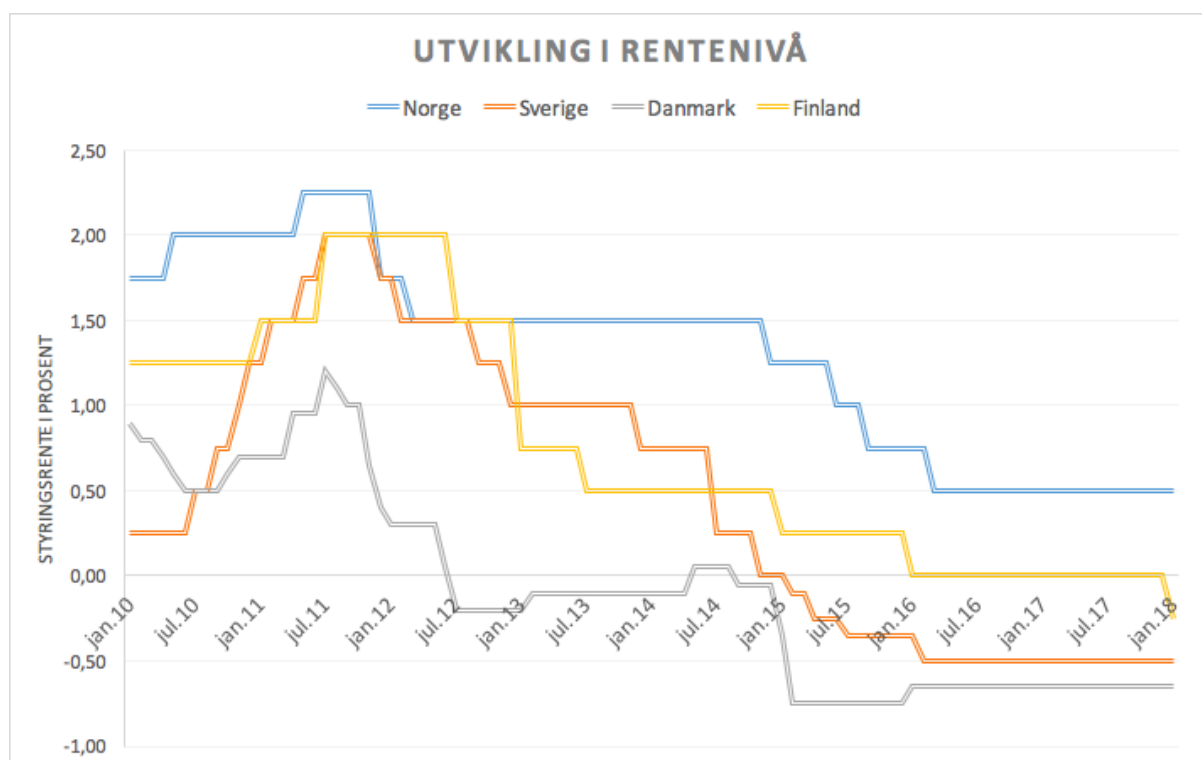
### **Rentenivå**

I Norge setter Norges Bank styringsrenten (foliorenten), som er renten på bankenes innskudd opp til en viss kvote (Norges Bank, 2018a). Styringsrenten er et viktig pengepolitisk virkemiddel for å sikre lav og stabil inflasjon. Endringer i styringsrenten vil vanligvis ha stor innvirkning på de kortsiktige rentene i pengemarkedet og for bankenes innskudds- og utlånsrente. Figur 2-4 viser utviklingen i styringsrenten siden 2010, samt fremtidige rentebaner basert på Pengepolitisk rapport. Fra et nivå på 2,25% i 2011, har styringsrenten gradvis blitt nedjustert. Pr. i dag er styringsrenten 0,5 %. Anslagene fremover viser derimot at det mest sannsynlig vil skje en renteøkning de neste årene, jf. figur 2-4.



Figur 2-4: Utvikling i den norske styringsrenten (Norges Bank, 2018a)

Lignende trender er synlig i resten av Norden. Styringsrenten i Danmark, Innskuddsbevisrenten, settes av Danmarks Nationalbank. Den har vært negativ siden september 2014 og er i dag -0,65 %. (Danmarks Nationalbank, 2018). I Finland settes styringsrenten (Base Rate) av Finlands Bank, som er en del av Eurosystemet. Renten har vært stabil rundt 0 siden 2016, men ble for første gang satt til -0,25% i januar 2018 (Finlands Bank, 2018). Sveriges styringsrente, Reporäntan, settes av Sveriges Riksbank, og har siden februar 2016 vært historisk lav på -0,5% (Sveriges Riksbank, 2018). Til tross for dagens negative styringsrente, er det ventet en økning i styringsrenten allerede i 2018, og at den i 2019 vil bli positiv (E24, 2017c).

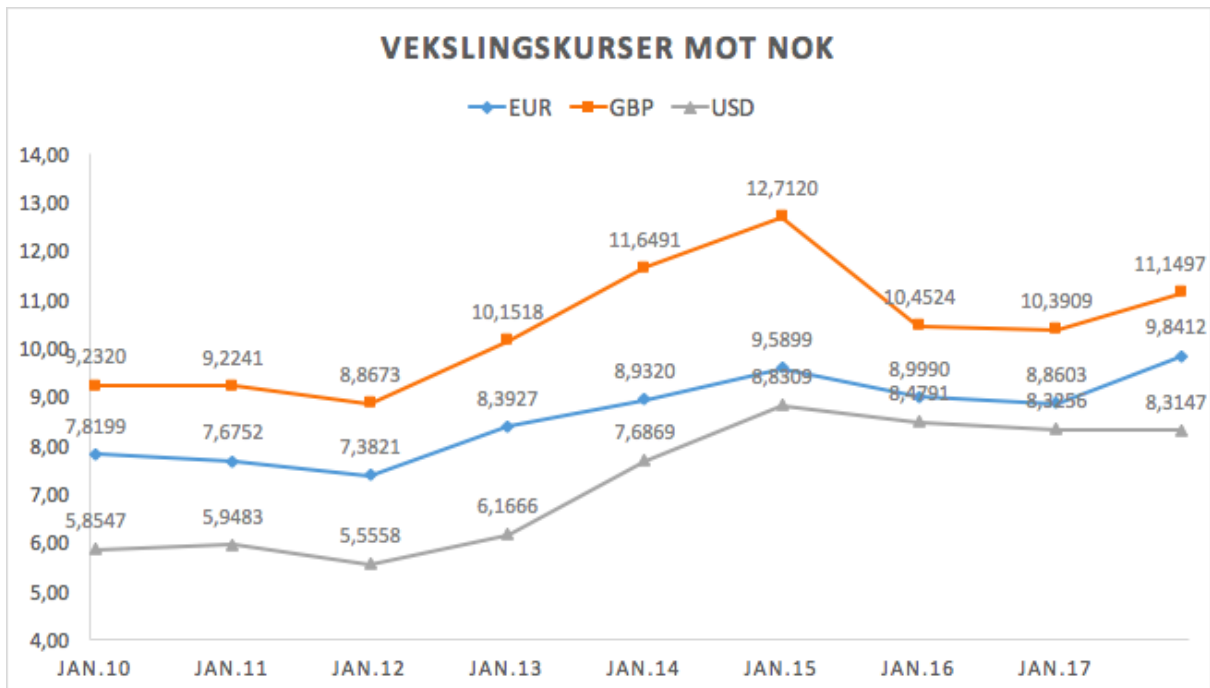


Figur 2-5: Utvikling i rentenivå i de nordiske landene

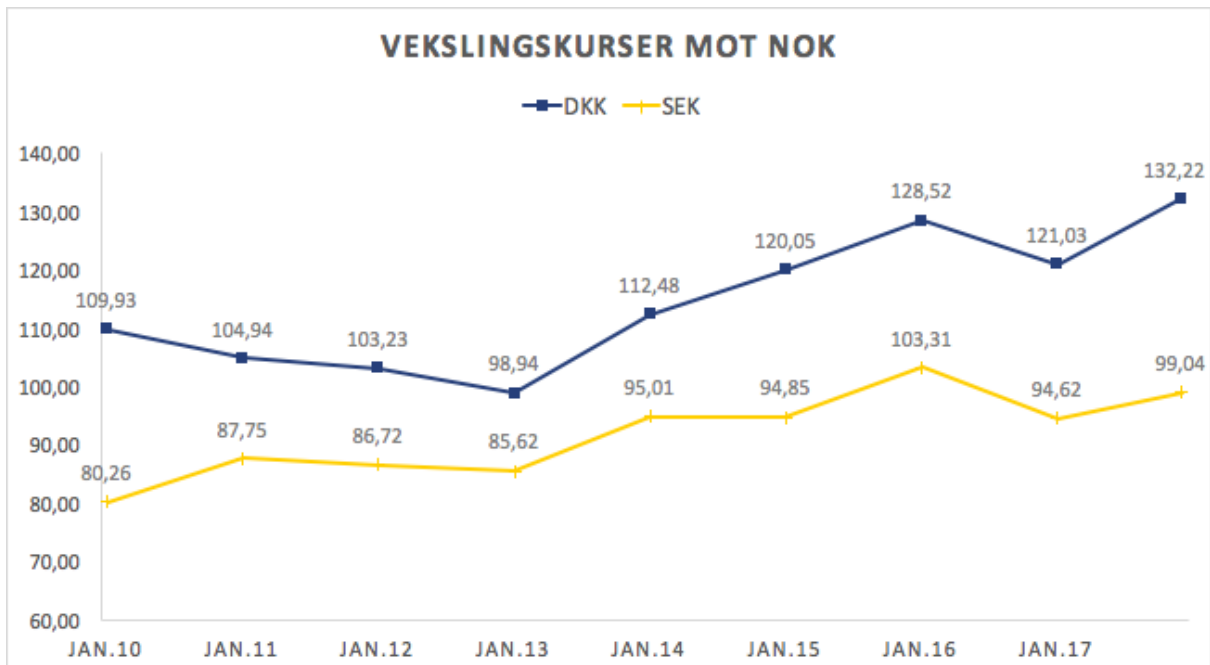
## Valuta

Av figur 2-6 fremkommer det at NOK har svekket seg mot EUR, USD og GBP siden 2013. Lignende trender er synlige for NOK mot SEK og DKK i figur 2-7. Den norske kronen ble styrket i løpet av 2016, men ble betydelig svekket spesielt mot euroen i 2017 (E24, 2017d). Tilsvarende situasjon har også vært gjeldene for den svenske kronen. Flere analytikere har likevel stor tro på en sterkere norsk og svensk kronekurs i 2018 (E24, 2018). Rapporten for Økonomiske utsikter fra DNB Markets fra januar 2018 hevder allikevel at den norske

kronekursen trolig vil svekkes frem mot 2021 (DNB Markets, 2018). Samme rapport taler også for en gradvis sterkere euro det neste året.



Figur 2-6: Vekslingskurser for EUR, GBP og USD mot NOK (Norges Bank, 2018b)



Figur 2-7: Vekslingskurser for DKK og SEK mot NOK (Norges Bank, 2018b)

### **2.5.3 Sosiokulturelle forhold**

#### ***Holdninger***

Hvert år analyserer World Economic Forum tilgangen til, kunnskapen om og bruken av informasjons- og kommunikasjonsteknologi i 139 land. Totalt endte Norge på en fjerdeplass i 2016, slått av blant annet Sverige og Finland. Nordmenn er kjent for å ha høy kompetanse på teknologi og for å ta i bruk ny teknologi raskt, i tillegg til at landet har en svært god digital infrastruktur (E24, 2016a). I følge en landsrepresentativ undersøkelse Norstat utførte på vegne av EVRY, er entusiasmen for digitale løsninger stor blant nordmenn og svensker. Det er likevel mange som er bekymret for økende fravær av menneskelig kontakt og forhold rundt sikkerhet og personvern. 37% av befolkningen oppgir at de er bekymret for at privat informasjon skal komme på avveie i sosiale medier. Selv om utbredelsen av skytjenester øker, svarer 29% at de ikke føler seg trygg med å dele informasjon og bilder i skyen. (EVRY, 2015).

#### ***Arbeidskraft***

Norske virksomheter har i dag et stigende IKT-behov, og det anslås at 8.300 IKT-arbeidsplasser mangler, spesielt ingeniører og teknologer. (NITO, 2018). I følge IKT-Norges kompetanseundersøkelse fra 2017, svarte 38 % at de har hatt ledige IT-stillinger de ikke har fått besatt det siste året. Den største utfordringen med å få tak i den rette IT-kompetansen er mangelen av spesifikk spisskompetanse blant søkerne. På en annen side viser nye tall fra Samordna opptak at 4.846 personer hadde informasjonsteknologi-fag som førstevalg i 2017, en økning på over 30% sammenlignet med 2016 (IKT-Norge, 2017). Når det gjelder digital kompetanse vil regjeringen sikre at elever får kunnskap om og forståelse for teknologi, algoritmisk tenkning og koding i flere fag allerede tidlig i skoleløpet. For 2018 har regjeringen i tillegg tildelt 500 nye studieplasser og 50 nye rekrutteringsstillinger innen IKT. (Khrono.no, 2017).

### **2.5.4 Teknologiske forhold**

Som nevnt står samfunnet overfor den såkalte fjerde industrielle revolusjon. Den teknologiske utviklingen skjer i et forrykende tempo, og teknologiske trender påvirker stadig hvilke essensielle områder bransjen må fokusere på. Analyseselskapet Gartner presenterer årlig en liste over topp ti strategiske teknologitrender de mener vil ha betydelig forretningsmessige

konsekvenser over de neste fem årene (Gartner, 2017a). Blant trendene finnes AI (kunstig intelligens), Intelligent Things, og Blockchain. I tillegg skjer det stadig utvikling innenfor felt som skytjenester, datasentre og FinTech. Videre presenteres sentrale teknologier som er av betydning for bransjens fremtidige vekstmuligheter.

### ***Kunstig intelligens, Intelligent Things og Internet of Things***

*Kunstig intelligens*, eller artificial intelligence (AI), er konstruerte datasystemer som er “intelligente” i den forstand at de kan løse kognitive problemer og lære av egne erfaringer (Store Norske Leksikon, 2018b). Ved at maskinene i større og større grad er lærende forbedres analysemetoden etter hvert som data samles inn (Regjeringen.no, 2017). Gartner forventer at 20% av all kundestøtte vil bli håndtert av virtuelle assistenter innen 2021, til sammenligning med dagens 2 % (Gartner, 2017b). AI muliggjør *Intelligent Things*, hvor ting kan interagere med mennesker og omgivelser på en mer intelligent måte (Gartner, 2017a). *Internet of Things* (IoT) refererer til et nettverk av slike gjenstander tilkoblet internett, som er i stand til å samle inn og utveksle data ved hjelp av innebygde sensorer (Business Insider, 2018). Disse gjenstandene inkluderer alt fra mobiltelefoner og kaffemaskiner til vaskemaskiner. I følge BI Intelligence vil det være mer enn 24 milliarder IoT-gjenstander i verden innen 2020.

### ***Datasenter***

Et datasenter defineres som et område eller en bygning som er dedikert til drift og vedlikehold av IT- og nettverkløsninger. Den globale datasenterindustrien er den raskest voksende industrien i verden, og det er ventet at behovet for datalagringskapasitet vil eksplodere i årene som kommer (Telenor, 2018). Det er anslått at det skal etableres 60 datasentre i Europa innen 2020. Norge har i dag kun noen små og mellomstore datasentre, mens store datasentre i Sverige, Finland og Danmark huser henholdsvis Facebook, Google og Apple.

### ***Skytjenester***

*Skytjenester*, eller cloud computing, omfatter alt fra dataprosessering og datalagring til programvare gjort tilgjengelig fra eksterne serverparker tilknyttet internett (Datatilsynet, 2014). I følge SSB kjøpte 48% av norske foretak med mer enn ti ansatte nettskytjenester i 2017, en økning på 29% fra 2014 (SSB, 2017b). Likevel fremgår det av Cloud Maturity Index

2017 at norske virksomheter ikke kommer seg raskt nok opp i skyen, sammenlignet med svenske og finske virksomheter (Tieto, 2017).

### ***FinTech og Blockchain***

*FinTech* står for finansielle teknologier, og omhandler generelt teknologier anvendt i finanssektoren. Begrepet representerer teknologier som utfordrer tradisjonelle finanstjenester, inkludert mobilbetaling, pengeoverførslar, lån, og kapitalforvaltning (Forbes, 2017). I følge Gartner vil markedet for IT-tjenester og programvare for banker i Norden i snitt øke med 5,7% per år (EVR Y, 2017a). En rapport utviklet av Menon Economics indikerer at Norge har et stort potensiale for verdiskaping og eksport knyttet til utvikling av FinTech, da de har det tredje mest effektive betalingssystemet i Europa, kun slått av Finland og Nederland (Menon Business Economics, 2017). Et fremadstormende område innen FinTech er *Blockchain*. En blockchain er en datastruktur som gjør det mulig å lage et digitalt register for transaksjoner (hovedbok), som deles og desentraliseres ved at kopier av registeret lagres på et nettverk av datamaskiner, hvor hver deltaker kan redigere hovedboken på en sikker måte (ethereum.no, 2016). Bitcoin var det første produktet laget med blockchain-teknologi, men teknologien er dog svært ny og det er begrensninger i foreløpige implementeringer. Et annet eksempel på et stort potensielt bruksområde for Blockchain i fremtiden er internasjonale pengeoverføringer.

### ***Datasikkerhet***

IKT-trusselbildet endrer seg i takt med den teknologiske utviklingen. Datakriminalitet har blitt en enorm industri, og et enkelt selskap har ikke lenger ressurser, kompetanse eller kapasitet til å beskytte seg mot angrep (EVR Y, 2018i). Angrepsmetodene forandrer seg raskt og blir stadig mer sofistikerte. Eksempel er tjenestenektangrep som skaper ustabilitet i nettet eller får virksomhetskritiske tjenester til å bryte sammen. I tillegg opplever mange store konsern direktørsvindel, der kriminelle utgir seg for å være en direktør som ber om utbetaling til et kontonummer. Kriminelle kan stjele informasjon om en bedrift og bruke det til utpressing, svindel, spionasje og sabotasje. Det er antatt at industrispionasje og nye varianter av løsepengevirusene vil prege datakriminaliteten i 2018 (E24, 2017e). I følge en utredning fra sårbarhetsutvalget, taper Norge årlig ca. 20 mrd. kr. på grunn av IKT-kriminalitet alene (Noroff, 2016).



## **Kapittel 3 - Valg av verdsettelsesteknikk**

Dette kapittelet gir en innføring i ulike verdsettelsesteknikker for å kunne foreta en verdsettelse av EVRY, hvilket vil utføres i kapittel 11 og 12. Videre argumenterer vi for den foretrukne teknikken og gir en redegjørelse for dens rammeverk.

### **3.1 Oversikt over verdsettelsesteknikker**

Hovedformålet med en verdivurdering er å finne et verdiestimat på selskapets egenkapital. Estimater benyttes til å vurdere om markedsværdien på selskapets aksjer er over- eller underpriset, og gir videre grunnlag for en handlingsstrategi.

Det finnes flere metoder for verdivurdering til ulike formål, hvor alle har sine fordeler og ulemper. Metodene varierer i kompleksitet og bygger på ulike forutsetninger (Damodaran, 2012). Generelt benyttes tre hovedteknikker for verdivurdering av virksomheter; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Metodene er dog ikke gjensidig utelukkende, men kan heller benyttes som et supplement til hverandre, hvilket kan gi et mer reflektert verdiestimat. Valg av verdsettelsesmetode avhenger av en rekke faktorer, blant annet hvilken virksomhet som skal verdsettes, hvilken bransje den opererer i, fase i livssyklusen, tilgang på informasjon, tid til disposisjon, samt krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011).

#### **3.1.1 Fundamental verdsettelse**

Fundamental verdsettelse er en grunnleggende verdsettelsesteknikk, som en mengde andre verdsettelsesmetoder bygger på (Damodaran, 2012). Ved fundamental verdsettelse finnes en verdi gjennom utarbeidelse av prognoser basert på analyser av underliggende økonomiske forhold (Penman, 2013). Penman beskriver fem steg i en fundamental verdsettelse. Først foretas en kvalitativ strategisk vurdering av selskapet og bransjen, for deretter å gjennomføre en kvantitativ analyse av selskapets regnskap. Basert på disse analysene utarbeides det fremtidsregnskap, fremtidskrav og fremtidig kontantstrøm. Til slutt utarbeides et fundamentalt verdiestimat ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer, som avslutningsvis gir grunnlag for å fastsette en handlingsstrategi.

Det eksisterer to hovedmetoder for fundamental verdsettelse: egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Knivsflå K. , BUS440 - Forelesning 16, 2017a). Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer til

egenkapitalen. Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte, gjennom å finne verdien av selskapskapitalen og trekke fra verdien av gjeld. Metodene bruker altså ulike kontantstrømmer og avkastningskrav, men skal likevel gi samme verdiestimat forutsatt konsistent bruk og ved anvendelse av verdivektete avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011). Innenfor hver metode eksisterer det tre ulike modeller; fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. I tillegg kan utbyttmodellen brukes innen egenkapitalmetoden. Disse modellene er ekvivalente innenfor hver metode, og skal alltid gi samme verdiestimat ved konsistent anvendelse, selv ved bruk av budsjetterte vekter. Siden metodene baserer seg på prognoser for fremtidig avkastning, vil det knyttes usikkerhet til den estimerte verdien. Det vil derfor være hensiktsmessig å gjennomføre sensitivitetsanalyser.

Fundamental verdsettelse egner seg best for modne virksomheter som opplever en relativ stabil og høy vekst (Damodaran, 2012). Metoden er egnet for virksomheter med stabil og lang driftshistorikk, da dette gir opphav til mer pålitelige estimater av fremtidig kontantstrøm. Det kan være utfordrende å bruke en fundamental verdsettelsesteknikk for virksomheter i oppstartsfasen som opplever betydelig vekst, da graden av tilgjengelig informasjon representativ for fremtiden vil være begrenset. Tilsvarende er det vanskelig å sikre pålitelige verdiestimater for virksomheter med stor konkurssfare, da fremtiden vil være usikker. Til tross for at verdien av en virksomhet er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, er fundamental verdsettelse begrenset brukt i praksis. Dette kommer spesielt av at metoden er arbeidskrevende, samt at resultatene er sensitive for ulike inputs som inntektsvekst, marginer og avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2011).

### **3.1.2 Komparativ verdsettelse**

Komparativ verdsettelse innebærer å estimere verdien på et selskap basert på prisingen av sammenlignbare selskaper. Det deles inn i to metoder; multiplikatormetoden og substansverdimetoden (Knivsflå K. , 2017b).

#### ***Multiplikatormetoden***

Multiplikatormodellen anses som en enkel og lite tidkrevende verdsettelsesteknikk, og er således mest brukt i praksis (Kaldestad & Møller, 2011). Metoden innebærer at verdien på egenkapitalen eller selskapskapitalen blir sammenlignet relativt til tilsvarende selskaper i

samme bransje. Dette gjøres ved beregning av multipler med utgangspunkt i tall fra enten resultatoppstillingen, kontantstrøm eller balansen, som deretter multipliseres med en skaleringsfaktor. Fordelen med multiplikatormetoden er at verdiene som fremkommer baseres på det markedet er villig til å betale for denne typen selskap. I tillegg er verdiene en nyttig benchmark, hvor avvik fra disse indikerer at selskapet må inneha en strategisk fordel eller ulempe og dermed prises annerledes. Metoden forutsetter at selskapene er sammenlignbare med hensyn til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. Det er sjeldent at dette er oppfylt i praksis, da det er vanskelig å finne to identiske selskap. For å omgå dette problemet må regnskapene normaliseres og justeres, og teknikken kan bli mer tidkrevende enn planlagt. Individuelle forskjeller kan dog være vanskelig å kvantifisere, dermed kan metoden bli grov og ikke like representativ. I tillegg er metoden enkel å misbruke, da selskaper og multipler kan utelates for å påvirke verdien i en bestemt retning.

### ***Substansverdimetoden***

Substansverdimetoden innebærer å verdsette et selskap til markedsverdien av eiendeler fratrukket latent skatt og netto rentebærende gjeld (Kaldestad & Møller, 2011). Selskapets eiendeler verdsettes til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, eller basert på observerbare priser på lignende eiendeler. Denne metoden vil typisk ikke inkludere immaterielle eiendeler, synergieffekter mellom eiendeler og strukturkapital som ikke kan selges særskilt. Metoden krever at eiendeler og gjeld kan identifiseres. Substansverdimodellen er derfor særlig aktuell for bransjer som shipping og eiendom der viktige eiendeler har klare sammenlignbare verdier. På en annen side er metoden lite egnet for selskaper med stort innslag av immaterielle eiendeler, da den potensielt vil undervurdere verdiene.

### **3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse**

Å besitte en rettighet, men ikke plikt, er en fleksibilitet av verdi (Kaldestad & Møller, 2011). Tradisjonell fundamental analyse kan i enkelte situasjoner ignorere denne fleksibiliteten og undervurdere selskapets verdi. Det kan være muligheten til å ekspandere, utsette eller avhende et prosjekt. Verdien av et selskap vil dermed være summen av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario, pluss verdien av fleksibilitet. Opsjonsbasert verdsettelse er relevant i bransjer med stor volatilitet, og for virksomheter som opererer i markeder med binomiske utfall der et prosjekt kan enten bli suksess eller fiasko. I modne og stabile bransjer utgjør opsjonselementet en begrenset verdi, da bransjens lønnsomhet allerede er på et moderat

nivå. Metodens fordel er at den inkluderer verdien på realopsjoner, men under beregningen av disse kan det være vanskelig å estimere inputs. Dette gjelder spesielt verdien på underliggende eiendel som ikke nødvendigvis har et likvid marked. I tillegg er det vanskelig å ha en formening om et rimelig nivå på volatiliteten og opsjonens levetid. Opsjonens verdi vil være sensitiv overfor de forutsetningene som brukes, og det vil derfor være naturlig å benytte opsjonsbasert verdsettelse som et supplement til andre metoder.

### **3.2 Valg av verdsettelsesteknikk**

I dette delkapittelet vil vi foreta valg av hovedteknikk for verdsettelsen av EVERY, samt velge supplerende metoder for å sikre et mer pålitelig verdiestimat. Som nevnt i delkapittel 3.1, bør det ved valg av verdsettelsesmetoden tas hensyn til type virksomhet, bransjen den opererer i, hvilken fase i livssyklusen virksomheten befinner seg i, samt tilgang på informasjon og tid til disposisjon.

De ulike verdsettelsesteknikkene krever ulik mengde informasjon. Ved fundamental verdsettelse kreves informasjon om historisk utvikling for virksomheten og for bransjen. EVERY ble etablert i 2010 gjennom en fusjon av selskap med over 50 år lang historie innen den norske IT-bransjen. Selskapet har siden den gang vært notert på Oslo Børs, med unntak av perioden oktober 2015 til juli 2017. Selskapet har følgelig en relativ lang regnskapshistorikk, hvilket muliggjør et pålitelig estimat. Likevel bør det nevnes at tilgangen på offentlig informasjon vil være mindre omfattende for ikke-børsnoterte virksomheter, hvilket kan skape utfordringer i perioden selskapet var av børs. På en annen side anser vi informasjonen fra årsrapportene som tilstrekkelige for å benytte en fundamental verdsettelsesteknikk.

Videre anses fundamental verdsettelse best egnet for bransjer som befinner seg i en moden vekstfase. Som nevnt i delkapittel 2.2 er IT-bransjen i en fase med sterk og stabil vekst, og har med dette stabile fremtidsutsikter. Det kan diskuteres hvorvidt IT-bransjen i Norden kan anses som moden, men tilstedeværelsen og dominansen av flere store selskaper med lang historikk kan tale for en relativt moden bransje. EVERY må videre kunne anses å være et forholdsvis modent selskap, grunnet selskapets lange historie og dets stabile vekstmuligheter i fremtiden. Årsregnskapet for 2017 er utarbeidet under forutsetning om fortsatt drift, hvilket tilsier at selskapet ikke er i en tilbaketrekkningsfase. På bakgrunn av stabile fremtidsutsikter og

pålitelige historiske data mener vi derfor at fundamental verdsettelse er en egnet metode for verdsettelsen av EVRY. Et siste, tungtveiende argument for fundamental verdsettelse, er at metoden benytter seg av mer informasjon enn andre verdsettelsesmetoder, samtidig som den er selve grunnlaget for de andre metodene.

Komparativ verdsettelse setter krav til at det må finnes tilgjengelig informasjon om komparative virksomheter. Substansverdimodellen vil være mest relevant i bransjer hvor det er mulig å finne verdien på komparative eiendeler (Kaldestad & Møller, 2011). IT-leverandører har betydelige innslag av immaterielle eiendeler, eksempelvis varemerker, databaser, kildekode, egenutviklet programvare, goodwill som følge av oppkjøp, rettigheter og kundekontrakter. Det vil følgelig være utfordrende å anslå markedsverdier for disse eiendelene, og substansmetoden vil typisk undervurdere selskapet. Med dette anser vi substansverdimetoden som lite egnet for verdsettelsen av EVRY.

Komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen krever at det eksisterer sammenlignbare selskaper i bransjen. Den nordiske IT-bransjen er preget av aktører av ulik størrelse med ulike spesialiseringsområder. Det er likevel enkelt å finne selskaper av nokså lik størrelse og som opererer innenfor mange av de samme tjenesteområdene som EVRY. Det vil dog sannsynligvis være forskjeller innen den operasjonelle driften blant virksomhetene, da leveranse av IT ikke kan anses å være en fullstendig homogen tjeneste. Tilgjengelig regnskapsinformasjonen er av høy kvalitet og vil være sammenlignbare da selskapene rapporterer etter IFRS. Vi vil dermed benytte multiplikatormodellen som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, se kapittel 12.

Opsjonsbasert verdsettelse er best egnet i bransjer med høy volatilitet, og for virksomheter med utviklingsprosjekter der resultatet avhenger av om prosjektet lykkes eller ikke. Teknologibedrifter er preget av høy usikkerhet knyttet til fremtidig inntjening, og tradisjonell kontantstrømanalyse vil neglisjere dynamikk og beslutningsfleksibilitet i prosjektene (Magma, 2001). På grunn av store kostnader ved egenutvikling av teknologi, har EVRY inngått en rekke partnerskap og opererer dermed som en videreformidler av tjenester. Noe software utvikles av virksomheten selv, men det er ikke deres primære forretningsområde. Generelt kan IT-selskaper som befinner seg i en moden fase, slikt som EVRY, vurderes etter kontantstrømmer (Kjerkreit, 2007). I tillegg finner vi ingen spesifikke realopsjoner som kan trekkes ut, og vi velger derfor å se bort fra opsjonsbasert verdsettelse.

### **3.3. Rammeverk for fundamental verdsettelse**

I dette delkapittelet presenteres rammeverket for fundamental verdsettelse. Det tar utgangspunkt i rammeverket til Penman (2013), videreutviklet av (Knivsflå K. H., BUS440 - Forelesning 1, 2017c). Rammeverket består av fem steg; strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, fundamental verdsettelse og bruk av estimatet.

#### ***Strategisk analyse***

Den strategiske analysen innebærer en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold vedrørende virksomheten og bransjen. Hensikten er å analysere kilder til virksomhetens strategiske fordel, herunder bransjefordel og ressursfordel. Analysen gir innsikt i hvordan makroomgivelsene, bransjen eller interne forhold påvirker virksomhetens evne til å generere fremtidig inntekt.

#### ***Regnskapsanalyse***

Regnskapsanalysen er det kvantitative motstykket til den strategiske analysen, og skal evaluere hvorvidt regnskapstallene fanger opp underliggende økonomiske forhold. Først og fremst må regnskapet omgrupperes til en investororientert analyse, da oppstillingsplanen under IFRS hovedsakelig er kreditororientert. Dette innebærer å skille mellom drift- og finansposter, samt normale og unormale poster. Regnskap kan inneholde målefeil og en justering av disse kan gi et bedre bilde av virksomhetens underliggende lønnsomhet. Videre utføres en likviditet- og soliditetsanalyse av virksomhetens risiko, hvilket vil kartlegge syntetisk rating. Til slutt foretas en rentabilitetsanalyse for å avdekke superrentabilitet, herunder drift- og finansieringsfordel. Det er viktig at funnene fra regnskapsanalysen er konsistente med den strategiske fordelene funnet i den strategiske analysen fra fjerde kapittel.

#### ***Fremtidsregnskap***

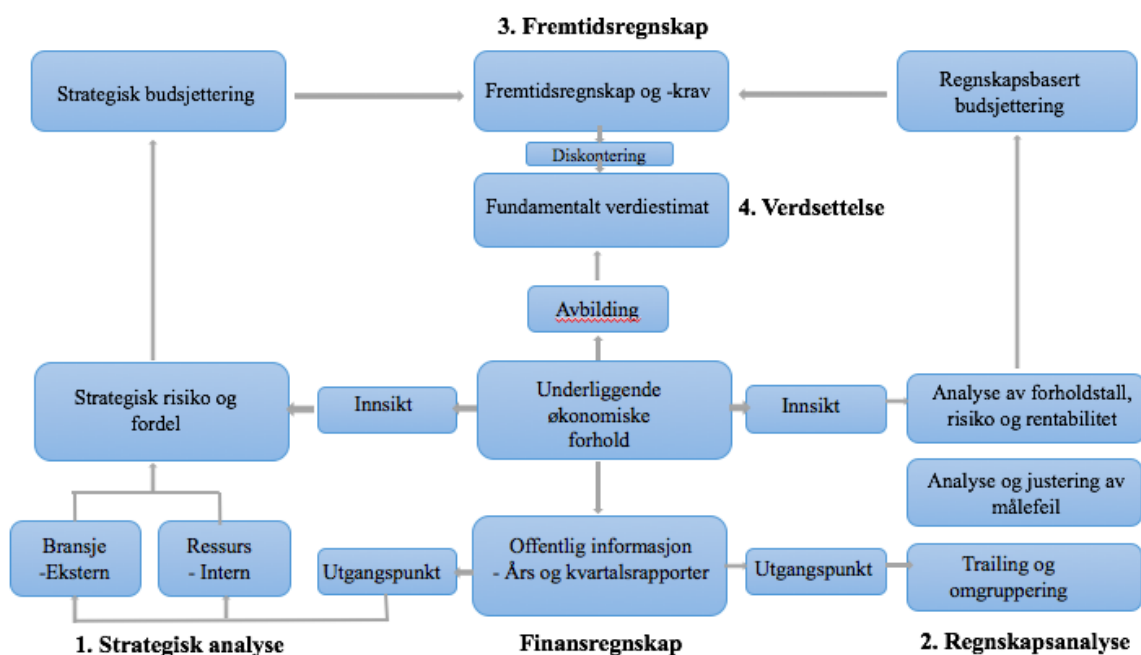
På bakgrunn av strategisk analyse og regnskapsanalyse utarbeides et fremtidsregnskap. Basert på ulike budsjett drivere projiseres regnskapet frem til tidspunktet hvor konstant vekst er oppnådd. Avslutningsvis estimeres fremtidskrav, herunder avkastningskrav til egenkapitalen, selskapskapitalen og gjeld.

### Fundamental verdsettelse

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremtidskravet kan fundamental verdsettelse utføres direkte via egenkapitalmetoden eller indirekte via selskapskapitalmetoden. Felles for begge metodene er neddiskontering av kontantstrømmer over budsjettperioden med tillegg av en horisontverdi for å inkludere verdiskapning utover budsjettperioden. Basert på de ulike metodene beregnes ulike verdiestimat på virksomhetens egenkapital, som videre kan konvergeres mot et felles verdiestimat gjennom en konvergeringsprosess. På grunn av usikkerhet tilknyttet verdiestimatet vil det utføres sensitivitetsanalyser.

### Bruk av verdiestimatet

I det siste steget sammenlignes verdiestimatet med børskursen, og det undersøkes hvorvidt aksjeprisen er over- eller undervurdert. Videre legger dette grunnlag for en handlingsstrategi overfor investorene, der valget står mellom kjøp, salg eller hold.



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse basert på Penman (2013) og (Knivsflå K. H., 2017c)

## **Kapittel 4 - Strategisk analyse**

Strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold, som gir nyttig innsikt for å vurdere kvaliteten på en kvantitativ regnskapsanalyse. Den strategiske analysen gir grunnlag for å vurdere EVRYs strategiske risiko, samt vurdere om selskapet er i en unik strategisk posisjon. En unik strategisk posisjon omhandler evnen til å generere en strategisk fordel, og dermed en rentabilitet utover kravet (Knivsflå K. H., 2017d)

Konklusjonene fra den strategiske analysen skal videre være konsistente med resultatene fra rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

### **4.1 Rammeverk for strategisk analyse**

På bakgrunn av offentlig informasjon foretas en ekstern analyse av IT-bransjen og deretter en intern analyse av EVRYs ressurser. Disse analysene vil gi nødvendig innsikt for å vurdere hva som er kildene til EVRYs strategiske fordel og hvordan den utvikles over tid. Strategisk fordel dekomponeres følgelig i en ekstern bransjefordel og en intern ressursfordel.

Den bransjeorienterte analysen skal avdekke hvorvidt det eksisterer en bransjefordel. Dette vil være tilfelle dersom bransjen har en rentabilitet større enn avkastningskravet, hvilket avhenger av bransjens trusler og muligheter (Knivsflå K. H., 2017d). Analysen består av to deler, der PESTEL-verktøyet analyserer hvordan relevante makroforhold påvirker bransjens lønnsomhet, mens Porters femkraftsmodell undersøker bransjens konkurranseintensitet. Den interne ressursbaserte analysen undersøker om EVRY er i besittelse av en ressursfordel, altså om de har en rentabilitet større enn bransjen. I denne sammenheng benyttes SVIMA-rammeverket.

Eksternanalysen kartlegger hvilke muligheter og trusler EVRY står overfor, og internanalysen kartlegger selskapets sterke og svake sider. Avslutningsvis vil disse forholdene oppsummeres i en SWOT-analyse. Analysen gir innsikt i hvordan eksterne muligheter i bransjen og sterke sider internt i selskapet kan øke den strategiske fordelen over tid, og hvordan eksterne trusler og svakheter internt kan redusere den strategiske fordelen (Knivsflå K. H., 2017d).



## **4.2 Ekstern bransjeorientert analyse**

Den eksterne bransjeorienterte analysen består av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell. Analysen vil baseres på bakgrunnsinformasjon presentert i kapittel 2.

### **4.2.1 PESTEL**

PESTEL er et analyseverktøy som ser på hvordan politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold påvirker bransjen (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Det fungerer som et hjelpemiddel til å identifisere kritiske faktorer i omgivelsene, både i form av fremtidige muligheter og trusler. Videre gir det nyttig innsikt i hvorvidt IT-bransjen i Norden innehar en strategisk fordel.

#### ***4.2.1.1 Politiske og juridiske forhold***

##### ***GDPR***

Innføringen av GDPR vil føre til strengere krav for innebygd personvern for databehandlere, hvilket betyr at IT-bransjen må fornye all infrastruktur og løsninger der personvern er involvert. Dette vil spesielt være utfordrende ved gamle systemer, hvor store ressurser må benyttes til rydding og oppdatering. Videre er det en utfordring at forordningen innføres uten en overgangsperiode, slik at løsningene må fungere øyeblikkelig 25. mai 2018, hvis ikke risikeres bøtelegging. Det er en frykt for at GDPR vil hemme bedrifter som benytter personopplysninger, da det kreves store investeringer for å oppfylle de nye kravene. På en annen side mener mange at personopplysningsøkonomien kan bli en vinn-vinn situasjon for alle, hvor personvern og innovasjon går hånd i hånd. GDPR har allerede ført til vekst i sikkerhetssektoren og eID-sektoren (EVRY, 2018j). PIMS (Personal Information Management Systems) er en plattform som har blitt muliggjort av GDPR, og vil videre kunne fremme nye muligheter innenfor dataaggregering, kognitiv teknologi og datadrevne tjenester. I tillegg er nordiske foretak godt rustet til å utnytte GDPR, da det i Norden finner høyest tillit til offentlig institusjoner, myndigheter og samfunn. Overholdelse av GDPR-regelverket og økt oppmerksomhet rundt personvernrettigheter vil bidra til høyere etterspørsel i IT bransjen.

##### ***PSD2***

Med PSD2 vil det bli enklere for ikke-banker å komme inn i markedet for finansielle tjenesteløsninger, og bankenes monopol blir utfordret. Direktivet vil på en grunnleggende

måte endre verdikjeden innenfor bank- og betalingstjenester, og påvirke hvilke forretningsmodeller som er lønnsomme. Det er forventet at IT-kostnader i forbindelse med nye sikkerhetskrav og åpning av APIer vil øke. IT-leverandører kan bistå bankene med å endre eksisterende forretningsmodeller og møte kundens forventninger. Dette tatt i betraktning vil PSD2 være positivt for IT-bransjen, da det vil medføre økt etterspørsel etter IT-tjenester (EVRY, 2017c).

### ***Digital Agenda og Digitalt Førstevalg***

Med et sterkt fokus på å effektivisere offentlig forvaltning, vil Digital Agenda og Digitalt Førstevalg medføre økt etterspørsel etter IT-tjenester innen statlig og kommunal sektor. Dette skaper store inntjeningsmuligheter for bransjen, da de med sin kompetanse og moderne løsninger kan bidra til å realisere regjeringens mål. Dette vil spesielt være lukrativt for IT-leverandører som allerede er godt posisjonert i det offentlige og som leverer til store kunder, hvilket ser seg gjeldende for vår gjennomsnittsvirksomhet.

#### ***4.2.1.2 Økonomiske forhold***

##### ***BNP***

Den moderate veksten i BNP i de nordiske landene taler for en stabil etterspørsel i fremtiden. Ettersom digitaliseringen i samfunnet fører til at IT blir en større del av virksomhetene, er det naturlig å forutsette en positiv korrelasjon mellom BNP og etterspørselen etter IT-tjenester. Det er likevel grunn til å tro at bransjen er mindre utsatt for konjunktursvingninger, da IT i større grad kan klassifiseres som et nødvendighetsgode i dagens samfunn. Selv i en lavkonjunktur må IT-systemer driftes og behovet for fornyelse forsvinner ikke. I følge IDC har det nordiske markedet for IT-tjenester historisk sett holdt en stabil vekst gjennom konjunktursyklusene, med unntak av 2009 da finanskrisen rammet økonomien (Atea, 2017a). Tidligere har BNP-veksten i IT-bransjen vært signifikant positiv, og det er ingen grunn til å tro at dette vil endres i fremtiden. Bransjen vil trolig oppleve en positiv vekst i etterspørsel i de kommende årene, og konjunktursvingninger vil derfor ikke utgjøre en stor trussel for bransjen.

### ***Rentenivå***

Rentenivået vil påvirke bransjen på to områder. Generelt sett vil lavere renter stimulere til økt økonomisk aktivitet og følgelig økt etterspørsel etter IT-tjenester. Bransjen er relativ kapitalintensiv i form av store investeringer innen infrastruktur, forskning og utvikling, og oppkjøp. Deler av dette er finansiert med banklån med flytende rente, hvilket gir høy eksponering mot renterisiko. Slik situasjonen er per i dag vil lav rente medføre lave rentekostnader på rentebærende gjeld. På lang sikt er det forventet at rentenivået i Norden vil øke i tråd med den positive økonomiske utviklingen. I samsvar med avsnittet om BNP er det nærliggende å tro at økt rentenivå ikke nødvendigvis betyr redusert etterspørsel etter IT-tjenester, da dette anses som nødvendighetsgoder for enhver virksomhet. I forbindelse med utlånsrenten vil dog gjeldsfinansiering bli dyrere, men renterisikoen kan delvis elimineres med rentebytteavtaler.

### ***Valutakurs***

Bransjen møter valutarisiko gjennom handel og finansiering i valuta, samt utenlandske investeringer. En svak NOK og SEK fører til økte valutakostnader ved handel og investering i spesielt EUR, og delvis i USD og DKK. Tilsvarende vil selskaper med EUR som funksjonell valuta ha en relativ fordel. Siden det er ventet at både NOK og SEK vil styrkes i 2018, kan en andel av disse forskjellene utlignes. Bedriftene benytter i stor grad hedging for å begrense sin valutaeksponering, dette via finansielle instrumenter som terminkontrakter og valutavekslingsavtaler (EVRY, 2018a). Videre vil flere av bedriftene ha en naturlig sikring av finansielle transaksjoner i utenlandsk valuta gjennom å ha både inntekter og kostnader i fremmed valuta. I det store og det hele vil effekten av valutakursendringer være relativt begrenset, da bedriftene gjennom sikring begrenser sin valutarisiko.

#### ***4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold***

Befolkningen i Norden uttrykker som nevnt sterk entusiasme for digitale løsninger og teknologikompetanse. Sett i sammenheng med en god digital infrastruktur innad i landene, betyr dette gode markedsutsikter for bransjen. En viktig forutsetning for å kunne utnytte digitaliseringens muligheter til effektivisering, er en befolkning som er vant til og som ønsker å bruke digitale løsninger (SSB, 2017c). På en annen side kan frykten i forhold til personvern og digitale trusler begrense innovasjonstakten knyttet til digitale løsninger. I følge en undersøkelse av NorSIS svarte 33 % av respondentene at de har latt være å bruke digitale

tjenester av frykt for digitale trusler. Dette påvirker bransjen ved at de stadig må fokusere på strengere sikkerhetskrav, men med innføringen av GDPR vil trolig dette gradvis bli enklere (NorSIS, 2017).

Mangelen på kompetent arbeidskraft i norsk IT-bransje kan svekke landets evne til å digitalisere offentlig og privat sektor, hvilket kan svekke den generelle konkurranseevnen. Nå som regjeringen har tatt dette behovet på alvor og tildelt flere studieplasser, vil vi på sikt se flere ansatte i bransjen. Alt i alt betyr dette sterke vekstutsikter og en positiv utvikling i etterspørselen i bransjen.

#### ***4.2.1.4 Teknologiske forhold***

Teknologiske anses som den viktigste viktigste makroforholdet for IT-bransjen, da det utgjør selve drivkraften bak bransjeveksten. Den digitale transformasjonen i dagens samfunn skaper stor etterspørsel etter IT-tjenester. Samlet sett vil de teknologiske trendene redegjort for i delkapittel 2.5.4 gi enorme muligheter, dog også utfordringer, for bransjen i de kommende årene.

Ettersom kunstig intelligens, AI, vokser innenfor stadig flere sektorer, vil etterspørselen etter kompetanse på dette området vokse i tiden fremover. AI vil ifølge en rapport fra McKinsey bidra til at 40-60 % av all arbeidstid automatiseres i Norden (McKinsey, 2017). Det vil derfor være essensielt for IT-leverandørene å sikre kapasitet innen systemforvaltning av AI-systemer.

Den økende etterspørselen etter store datasentre vil åpne for flere muligheter i bransjen. Norden anses som en svært attraktiv lokasjon for datasentre, noe de nevnte nyetableringene bekrefter. En utfordring ved å få større datasentre til eksempelvis Norge er høye tomtepriser (E24, 2016b). Etterspørselen etter datasentre henger sammen med den store økningen i bruk av skytjenester. En ekstern skyløsning vil som oftest medføre lavere kostnader og større mulighet for skalering enn hva et internt datasenter for hver enkelt bedrift kan. Dette er med på å drive etterspørselen etter skytjenester som en outsourcingstjeneste, noe som skaper et enormt potensial for IT-leverandørene. Selv om bruken av skytjenester har økt de siste årene, viser Cloud Maturity Index at det fremdeles finnes et utviklingspotensial i de nordiske landene, hvilket understreker mulighetene fremover. Utfordringen for bransjen vil likevel være at tilbydere risikerer å bli avhengig av å sikre kontrakter med større aktører for å kunne

fortsette utviklingen av datasentre og skytjenester, og for å opprettholde konkurransekraften overfor store og globale aktører.

Utviklingen innen FinTech og PSD2-reguleringen vil skape en økende etterspørsel etter IT-tjenester og programvare for banker i Norden. Blockchain-teknologien kan gi store effektiviseringsgevinster for bankene på flere områder, deriblant ved syndikering av lån, og generelt revolusjonere bankenes back-end systemer (EVERY, 2018k). Det blir dermed IT-bransjen sitt ansvar å utvikle Blockchain-teknologien for å gjøre teknologien moden nok til å tas i bruk innen flere bruksområder, også utenfor finanssektoren.

Forhold rundt datasikkerhet er av stor betydning for bransjen, da det skaper både utfordringer og muligheter. Avanserte former for datakriminalitet har ført til at virksomheter ikke har ressurser, kompetanse eller kapasitet nok til å beskytte seg selv mot angrep. Det fører til at de må søke hjelp fra tjenesteleverandører, og følgelig øker dette etterspørsel etter sikkerhetstjenester (EVERY, 2018i). På en annen side er datasikkerhet en utfordring for bransjen, da det skaper høyere krav og forventninger. IT-leverandører må anskaffe robuste systemer for å håndtere uforutsette hendelser og for å levere sikker og stabil drift. Brudd på informasjonssikkerheten kan få enorme konsekvenser for både kundene og IT-leverandøren (EVERY, 2017a).

#### ***4.2.1.5 Miljømessige forhold***

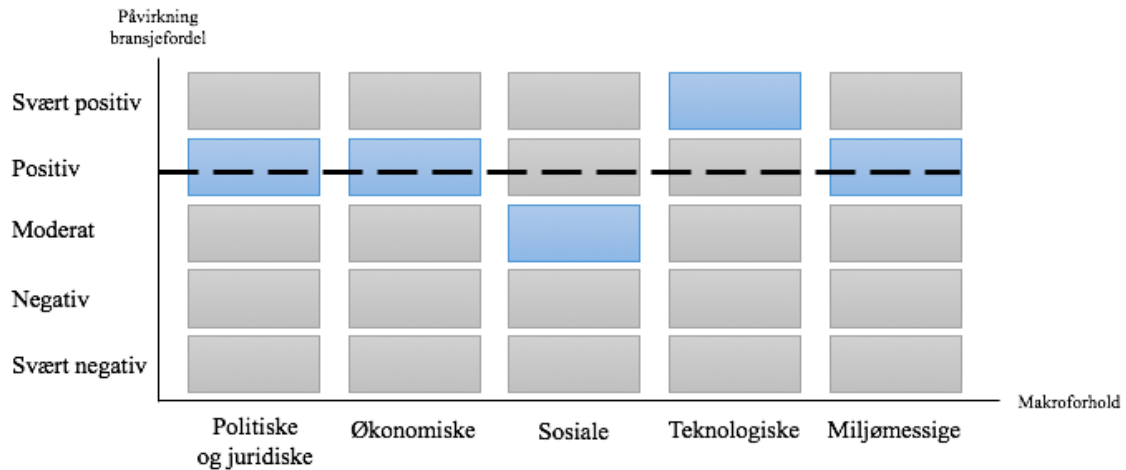
Utslipp av klimagasser øker i takt med den økonomiske veksten, og IT-bransjen er en av bidragsyterne. Serverparker, PCer og datautstyr krever mye energi. Analyseselskapet Gartner uttrykker at den globale IT-bransjen har ansvaret for om lag 2% av totale CO<sub>2</sub>-utslipp. Dette påvirker bransjen i form av økt ansvar til å redusere egne utslipp (EVERY, 2018l). På en annen side er digitalisering av virksomhetsprosesser en løsning på miljøproblematikken, hvilket påvirker bransjen i positiv forstand ved at etterspørselen etter IT-tjenester øker. “Grønn IT” er en fremvoksende trend som innebærer at bransjen skal redusere negativ miljøpåvirkning i egen og andres bransjer (IKT-Norge, u.d.). Konkret kan dette være digitalisering av offentlig kommunikasjon, smartere logistikksystemer, intelligent energistyring i bygg, bruk av videokonferanser, e-faktura osv. Det er anslått at selskaper som benytter skytjenester kan redusere sitt energiforbruk med 30 % sammenlignet med å kjøre de samme applikasjonene i egen IT-infrastruktur (EVERY, 2018l).

Norden innehar en konkurransefordel ved at de har tilgang til stabil fornybar energi (Kraftnytt.no, 2018). For datasenterindustrien er dette spesielt viktig, da de kan tilby tjenester med lave mengder utslipp. Etterhvert som flere selskap og forbrukere stiller klimakrav til produkter de kjøper, blir det enda viktigere å tenke miljø gjennom hele verdikjeden og følgelig bruke grønne datasentre. På en annen side skaper dette en attraktiv arena for utenlandske aktører slik at konkurransen mellom IT-selskapene kan tilspisse seg. (E24, 2016b). Totalt sett vil forhold rundt miljø være en fordel for bransjen da det skaper flere inntjeningsmuligheter.

#### ***4.2.1.6 Delkonklusjon PESTEL***

Det er tydelig at samtlige makroforhold representerer muligheter og trusler for IT-bransjen. Av de politiske og juridiske forholdene vil tiltak som GDPR, PSD2, Digital Agenda og Digitalt Førstevalg bidra til økt etterspørsel etter IT-leverandører. Blant de økonomiske forholdene ble det funnet at bransjen er lite eksponert for rente- og valutarisiko, og at BNP-veksten vil ha en positiv effekt både nå og i fremtiden. Sosiokulturelle forhold som holdninger og frykt kan ha negativ påvirkning på bransjen i dag, men at det trolig skjer en positiv utvikling ettersom holdningene normaliseres. Behovet for kompetanse i bransjen vil trolig også omvendes til å ha en positiv innvirkning på bransjen etterhvert som utdanningen innen fagområdet styrkes.

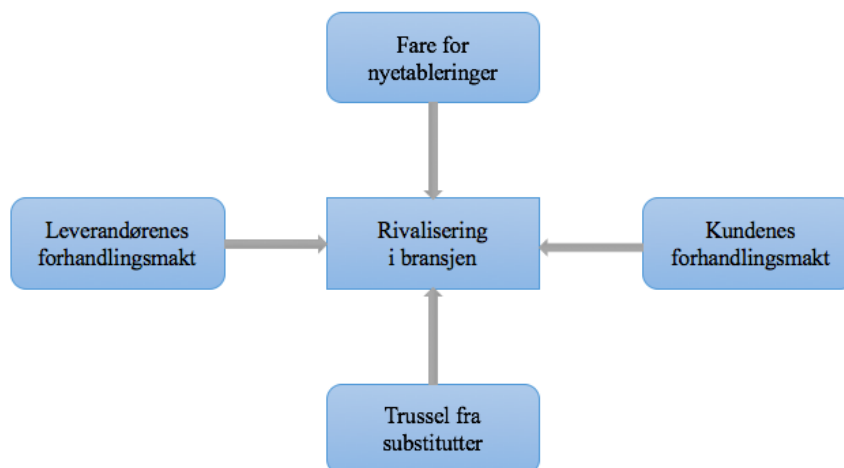
Teknologiske forhold er den klart viktigste makrofaktoren, hvor den digitale transformasjonen i samfunnet gir enorme inntjeningsmuligheter. Fremtreden av datasentre, skytjenester og FinTech gir opphav til økende etterspørsel i bransjen, men stiller også krav til at bransjen henger med i utviklingen. Til slutt vil miljømessige forhold mest sannsynlig skape nye inntjeningsmuligheter for bransjen gjennom fornybar energi og digitalisering. Per i dag påvirker nevnte makroforhold bransjen positivt, og det vil i fremtiden åpnes opp for nye muligheter og inntektskilder.



Figur 4-1: Oppsummering PESTEL-analyse. Figuren viser hvor stor positiv/negativ påvirkning hvert enkelt makroforhold har på bransjefordelen. Den stiplede linjen viser omtrentlig samlet påvirkning på bransjefordelen.

#### 4.2.2 Porter femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell er et rammeverk som kan benyttes for å analysere attraktiviteten og lønnsomheten til en bransje. Rammeverket ble utviklet av Michael Porter med det formål å forstå en bransjens dynamikk, hvilket er avgjørende for hvordan et selskap vil posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Modellen består av fem krefter; kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, fare for nyetableringer, trussel fra substitutter og rivalisering i bransjen. Figur 4-2 illustrerer sammenhengen mellom faktorene. Høy forhandlingsmakt hos leverandører og kunder, samt stor fare for nyetableringer og substitutter vil bidra til en høy grad av rivalisering i bransjen, hvilket kan svekke bransjens lønnsomhet. Informasjon presentert i kapittel 2 danner grunnlaget for analysen.



Figur 4-2: Porters femkraftsmodell (Porter, 1979)

#### ***4.2.2.1 Kundernes forhandlingsmakt***

Kunder er interessert i å presse ned prisene og oppnå høyere kvalitet på produktene og tjenestene de kjøper (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Deres forhandlingsmakt avhenger av antall kunder og tilbydere, kundens størrelse og dens viktighet for tilbyderen, differensiering og byttekostnader.

Som nevnt er det mange IT-leverandører i Norden, hvilket vanligvis betyr høy forhandlingsmakt for kunden. Grunnet inngåelsen av store og langvarige kontrakter kan én kunde ha stor betydning for tjenesteleverandørens inntjening, og det blir konkurranse i å kapre de mest verdifulle kundene. Dette taler for at store kunder har høy forhandlingsmakt. Det motsatte kan sies for små og mellomstore kunder. Offentlige IT-kontrakter settes som regel ut på anbud, og med strenge kravspesifikasjoner gir dette høy forhandlingsmakt hos offentlige kunder. På en annen side har IT-leverandører som regel en bred kundeportefølje på tvers av bransjer, med kunder i ulike størrelser. Omfanget av kundemassen kan derfor redusere kundens forhandlingsmakt.

Kundens forhandlingsmakt avhenger av differensieringsgrad. Ved generiske tjenester er det enklere for kunden å velge en annen konkurrent, hvilket tilsier en høy forhandlingsmakt hos kunden. Det motsatte vil gjelde for differensierte tjenester, der skreddersøm og kvalitet verdsettes. Videre antas det at kundens byttekostnader er høye ved skifte av leverandør, spesielt innen forretningsløsninger. Taktskiftet fra tradisjonell IT-infrastruktur til hybride skytjenester kan derimot gjøre det enklere å skifte leverandør, og dermed redusere kundens byttekostnader. På en annen side kan det være vanskelig for kunden å oppnå full informasjon vedrørende kvaliteten på IT-tjenester, hvilket gjør forhandlingene mer utfordrende. Dette taler på sin side for en lav forhandlingsmakt hos kundene. I sin helhet anser vi kundens forhandlingsmakt som **moderat**.

#### ***4.2.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt***

Under visse omstendigheter kan leverandører presse ned overskuddet i bransjen ved å sette opp priser eller redusere kvaliteten på de varene og tjenestene som leveres (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Leverandørenes forhandlingsmakt sees i lys av antall tilbydere, størrelse på leverandør og kunde, samt differensiering.



Som nevnt benytter bransjen en rekke leverandører innen software og hardware. Slikt utstyr og programvare består ofte av standardiserte komponenter, og det er dermed utfordrende å differensiere produktet. Dermed kan bransjen velge mellom ulike leverandører basert på pris og kvalitet, hvilket taler for en lav forhandlingsmakt hos leverandørene. Likevel vil det på grunn av sterke merkevarer og potensiell inntjening deretter, være nærliggende å tro at mange IT-selskap velger å kjøpe produkter fra de store og kjente leverandørene. Markedet for skytjenester domineres av et knippe internasjonale IT-giganter, henholdsvis Microsoft, Google, IBM og Amazon Web Services (EVRV, u.d.). Disse selskapene tilbyr kjente merkevarer som bransjen er avhengig av å kunne tilby videre til sine kunder, grunnet viktigheten av skytjenester som satsningsområde. Med en enorm kundeportefølje, vil ikke én kunde ha stor betydning for inntjeningen sett fra et globalt perspektiv. Følgelig bidrar det til en høy forhandlingsmakt hos leverandørene. På en annen side kjøper kundene i stort volum og inngår ofte strategiske partnerskap med sine leverandører, hvilket gir kundene rom for forhandlinger. Som følge av leverandørenes markedsposisjon ser vi likevel på deres forhandlingsmakt som **moderat til høy per i dag**. Det er nærliggende å anta at forhandlingsmakten vil være relativt stabil fremover grunnet deres merkevarenavn og anvendelige produkter.

#### ***4.2.2.3 Fare for nyetableringer***

Nyetableringer bidrar normalt til en mer intens konkurransesituasjon og potensielt lavere lønnsomhet (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Faren for nyetableringer avhenger først og fremst av tilstedeværelsen og omfanget av etableringsbarrierer. Etableringsbarrierer vurderes i lys av irreversible investeringer, læringskurveeffekter, differensiering og byttekostnader.

Det finnes flere strukturelle etableringsbarrierer innen IT-bransjen, spesielt i form av irreversible investeringer. Vi har tidligere argumentert for at bransjen er en relativ kapitalintensiv bransje, hvilket gir opphav til høye krav til investeringskapital. Selv om det kreves en viss kapital for fysiske investeringer, eksempelvis hardware, vil ikke dette være en stor etableringsbarriere, da selv små bedrifter med lite fysisk utstyr kan utvikle egne løsninger. Trenden i bransjen vedrørende overgangen fra infrastruktur til større fokus på konsulenttjenester vil trolig redusere behovet for fysiske investeringer i fremtiden. Det som allikevel kan by på store irreversible investeringer er behovet for å opparbeide seg et sterkt merkevarenavn. Inngåelse av kundekontrakter er essensielt for å sikre inntekter, hvilket et

enklere med et sterkt merkevarenavn. Av denne årsak anses opparbeidelsen av et sterkt merkevarenavn som en etableringsbarriere.

Læringskurveeffekter representerer en annen form for etableringsbarriere. Eksisterende virksomheter vil ha en fordel gjennom å ha opparbeidet seg erfaring fra flere års drift, og vil dermed ha en teknisk ekspertise og kompetanse som eventuelle nyetableringer ikke har. Dette kan gi opphav til kostnadsfordeler ved at de kan produsere tjenester til en lavere gjennomsnittskostnad enn nykommere, da mer effektive ressurser inngår i produksjonen. Det vil kreve store irreversible investeringer for nyetableringer å opparbeide seg samme type erfaring.

Produktdifferensiering kan potensielt utgjøre en etableringsbarriere. I tillegg til at IT-leverandører tilbyr skreddersydde løsninger, tilbys også generiske tjenester. Samlet sett vil differensieringen derfor være forholdsvis moderat, og utgjøre en moderat etableringsbarriere. Produktdifferensiering kan videre kobles opp mot byttekostnader. Små forskjeller i IT-løsninger vil medføre store byttekostnader for kundene, da hele det underliggende systemet hos kunden må byttes ut ved skifte av leverandør. PSD2-reguleringen vil på sin side standardisere IT-systemer innen finanssektoren, hvilket reduserer kundenes byttekostnader. Det er rimelig å konkludere at byttekostnader utgjør en relativt moderat etableringsbarriere. Samlet sett konkluderer vi med at faren for nyetableringer er **relativt lav**, grunnet høye etableringsbarrierer som følge av læringskurveeffekter og behovet for et sterkt merkevarenavn. Moderat differensiering og moderate byttekostnader vil i en viss grad fungere som en etableringsbarriere. Likevel kan det med rimelighet antas at etableringsbarrierene vil svekkes noe i fremtiden.

#### ***4.2.2.4 Trussel fra substitutter***

Substitutter er produkter eller tjenester som kan dekke samme funksjon som produktet eller tjenesten til den aktuelle bransjen (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Da kundene får flere alternativer, kan substitutter bidra til lavere etterspørsel og potensielt redusere bransjens lønnsomhet ved at det settes en begrensning hva gjelder prisnivå.

Et intensivt kostnadsfokus fører til at flere velger å outsource sine IT-tjenester, dette spesielt til India og Kina, og følgelig representeres outsourcing som et aktuelt substitutt. Backsourcing kan også anses som et substitutt, da det kan føre til et mindre behov etter leveranser fra IT-

leverandører. På en annen side mener mange bedrifter at egen IT-avdeling opererer for tregt (TU.no, 2014), hvilket viser en lavere kvalitet i dette substituttet og følgelig en lavere grad av substituerbarhet. Knyttet til læringskurveeffekter vil backsourcing også kreve ressurser i form av gjenoppbygging av kompetanse, hvilket kan gi IT-leverandørene en kostnadsfordel. Backsourcing vil allikevel kunne utgjøre en reell trussel for bransjen da det kan anses som et substitutt i moderat grad.

Da oppgaven omhandler den nordiske IT-bransjen, vil de store internasjonale aktører som Microsoft, IBM, Accenture og Oracle, kunne klassifiseres som substitutter. Selv om mange av disse selskapene opererer som samarbeidspartnere til aktører i bransjen, og dermed kan sees på som komplementære tilbydere, vil de også fungere som substitutter da kundene kan velge å kjøpe tjenestene direkte fra dem. Eksempelvis kan kunden kjøpe skytjenester direkte fra Microsoft. Den nordiske IT-bransjen har dog en fordel av større lokal forankring og regional kunnskap. I tillegg vil de ha et bredere tjenestetilbud ved at de fungerer som en integrator av tjenester fra ulike tilbydere, og kan potensielt tilby mer helhetlige og skreddersydde tjenester. Dette indikerer en **moderat** grad av substituerbarhet per i dag, men at det i fremtiden kan **øke**.

#### ***4.2.2.5 Rivalisering i bransjen***

Sterk rivalisering mellom konkurrenter kan redusere bransjens lønnsomhet. Graden av rivalisering avhenger av i hvilken grad en rekke strukturelle faktorer griper inn i hverandre. Det kan sees i lys av antall konkurrenter, vekst i bransjen, strategiske satsninger og differensiering (Roos, Krogh, & Roos, 2005).

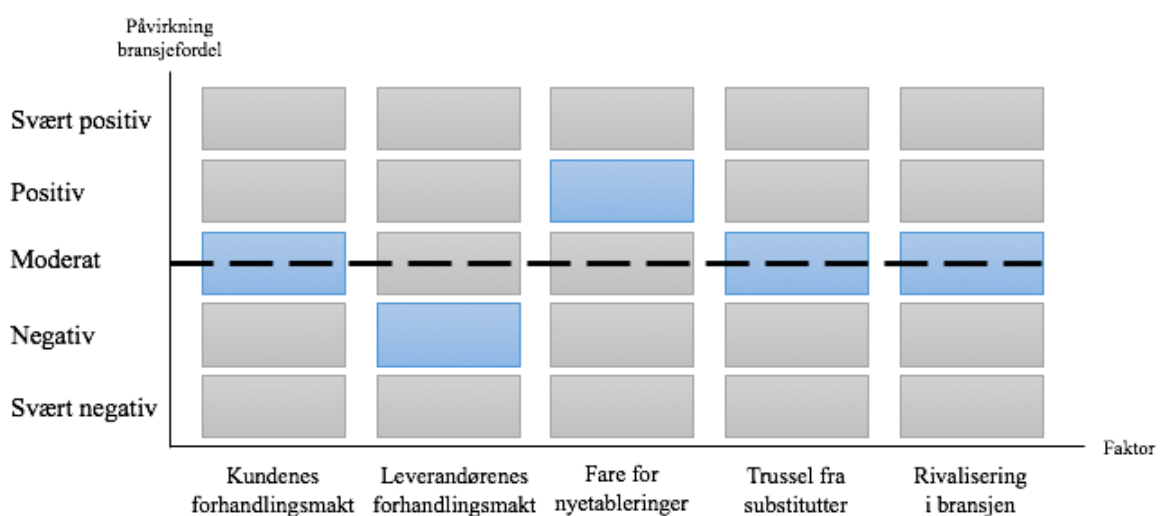
Den nordiske IT-bransjen vokser i et raskt tempo, noe som i seg selv er med på å sikre selskapenes vekst. Det bidrar til mindre rivalisering i motsetning til en situasjon med lav bransjevekst der konkurransen begrenser seg til å kapre markedsandeler fra hverandre. Rivaliseringen avhenger videre av differensieringsgrad. Det antas lavere konkurranse blant aktører som leverer svært differensierte produkter og tjenester, da kunden vil verdsette skreddersøm og kvalitet, og derav blir mindre prissensitiv. Dette er i motsetning til generiske produkter, der aktørene må konkurrere på pris. Videre antas det at avviklingshindringer i form av store investeringer i kapital, teknologi og kompetanse vil bidra til økt rivalisering.

På bakgrunn av disse faktorene anser vi rivaliseringen i den nordiske IT-bransjen som **moderat**. Fra et globalt perspektiv estimeres en sterk rivalisering grunnet etableringen av

flere robuste aktører i Norden. Dette gjelder spesielt aktører fra lavkostland, eksempelvis India, som tilbyr rimeligere tjenester og følgelig skaper prispress på de nordiske virksomhetene. I tillegg vil de nordiske virksomhetene som driver egenutvikling befinne seg i en hard kamp om kundene mot de internasjonale IT-gigantene. På lengre sikt er det forventet en **økende** grad av rivalisering, men at dette vil avhenge av hva som etterspørres i markedet, herav differensierte tjenester kontra generiske tjenester.

#### 4.2.2.6 Delkonklusjon Porter

Med hensikt å vurdere bransjens lønnsomhet har vi ved Porters femkraftsmodell vurdert konkurranseintensiteten i bransjen til å være moderat. Etableringsbarrierer som skalafordeler, tilgang på teknologi og byttekostnader fører til en lav trussel for at nye aktører etablerer seg i bransjen. På en annen side vurderes trusselen fra substitutter som moderat på grunn av back-sourcing og outsourcing til lavkostland, hvilket bidrar til økt grad av rivalisering. Kundens forhandlingsmakt vurderes som moderat, dette avhengig av graden på produkt-differensiering og kundens størrelse. Sterk markedsposisjon og stor kundemasse gir leverandørene en moderat til høy forhandlingsmakt. Avslutningsvis kan vi konkludere med at den nordiske IT-bransjen er en relativt attraktiv bransje med **moderat lønnsomhet**. Da dette er en lønnsom bransje, vil den trolig tiltrekke seg flere aktører i fremtiden. Etableringsbarrierer vil til en viss grad forhindre dette, men det foreligger en trussel fra internasjonale selskaper som innehar store skalafordeler. På lengre sikt kan lønnsomheten risikere å avta som følge av økende rivalisering og økt prispress.



Figur 4-3: Oppsummering Porter-analyse. Figuren viser hvor stor positiv/negativ påvirkning hver enkel kraft fra Porters femkraftsmodell har på bransjefordelen. Den stiplede linjen viser omtrentlig samlet påvirkning på bransjefordelen.

### 4.3 Intern ressursorientert analyse

Intern ressursorientert analyse benyttes til å analysere bedriftens interne forhold. Formålet er å avdekke om selskapet besitter en ressursfordel gjennom å generere en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen. Informasjon fra delkapittel 2.4 gir grunnlaget for analysen. Analysen vil ta utgangspunkt i SVIMA-rammeverket, presentert i påfølgende avsnitt.

#### 4.3.1 SVIMA

Koblinger mellom ressurser og resultat avhenger av egenskapene ved ressursene. SVIMA-rammeverket benyttes til å analysere egenskaper ved ressurser og følgelig avgjøre om de gir opphav til konkurransefortrinn (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Akronymet SVIMA representerer fem kriterier som en ressurs må oppfylle for å ha potensialet til å skape et varig konkurransefortrinn; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar.

**Sjelden:** Ressursen kan ikke være så utbredt blant konkurrentene at avkastningen den skaper konkurreres ned til snittet i bransjen. En ressurs kan altså ikke forklare forskjeller i lønnsomhet dersom mange av aktørene i bransjen besitter samme ressurs (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2016).

**Viktig:** En ressurs må være viktig for verdiskapingen, ved at ressursen bidrar til lavere kostnader eller høyere betalingsvilje hos kundene. En ressurs kan i tillegg anses som viktig dersom den kan brukes til å utnytte muligheter eller eliminere trusler i bedriftens omgivelser (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2016).

**Ikke-imiterbar:** For at et eventuelt konkurransefortrinn skal være varig, må ressursen være beskyttet mot imitasjon og substitusjon. Ressurser kan imiteres gjennom oppkjøp eller ved egenutvikling (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2016).

**Mobilisert:** Ressursene må mobiliseres, det vil si tas i bruk, og utnyttes for å kunne skape konkurransefortrinn. Dette gjenspeiler om bedriften klarer å omgjøre ressursen til økonomisk verdi (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2016).

**Approprierbar:** Verdien som skapes av ressursen må tilfalle bedriften i størst mulig grad, og ikke kapres av andre interessenter som leverandører, kunder eller ansatte. Dette vil blant annet avhenge av forhandlingsmakten til de ulike aktørene (Lien, Knudsen, & Baardsen, 2016).

### **4.3.2 Tilstedeværelse i bank- og finansbransjen**

#### ***Sjelden***

Bank- og finansbransjen er en attraktiv bransje som byr på mange muligheter, og har følgelig tiltrukket seg mange IT-leverandører. EVRYs tilstedeværelse skiller seg ut ved at de er nummer 1 på bank- og finansielle løsninger både i Norge og i Norden, samt markedsledende på kortløsninger. I tillegg er de det eneste nordiske medlemmet i BIAN-nettverket. Vi anser derfor ressursen som sjelden.

#### ***Viktig***

Ressursen anses som svært viktig for EVRY, da de har et eget segment tildelt Financial Services. I 2017 bidro dette segmentet med en organisk vekst på om lag 3 %, hvilket var betydelig mer enn segmentene EVRY Norge og EVRY Sverige (EVRY, 2018a). Følgelig har dette bidratt til økte inntekter for konsernet. Per 31.12 hadde EVRY Financial Services en ordresreserve på hele 7,6 milliarder kroner, hvilket gir potensiale for høy inntjening kommende år. Tilstedeværelsen i finansbransjen vil være av betydning også i fremtiden, grunnet gode vekstmuligheter. GDPR, PSD2 og API vil bidra til økt etterspørsel etter IT-tjenester, og EVRY er allerede godt posisjonert.

#### ***Ikke-imiterbar***

Det kan diskuteres hvorvidt denne ressursen er imiterbar. På en side har EVRY opparbeidet denne posisjonen over lengre tid og utviklet en merkevare, de har utviklet viktige kunderelasjoner, og de har utviklet teknologi for å levere en bred portefølje av tjenester. Det kan tenkes at det er utfordrende for mindre IT-leverandører å imitere denne ressursen, men at ressursen kan utfordres fra allerede godt etablerte aktører som opererer innen bank- og finansbransjen. Internasjonale IT-selskaper som forsøker å tilby tjenester til bank- og finansbransjen anses å ikke utgjøre en stor trussel, da EVRY har unikt innsyn i norske reguleringer og lovverk som vanskelig lar seg imitere. Vi anser derfor ressursen som ikke-imiterbar.

#### ***Mobilisert***

Vi antar at ressursen utnyttes på en effektiv måte gitt de finansielle resultatene i segmentet for Financial Services. EVRY investerer stort i sine kjernebank-, kort- og betalingsløsninger, og

har signert kontrakter med de største bankene i Norden; Sparebank 1-alliansen, DNB, Sbanken, SwedBank osv. En rekke tiltak ble implementert i 2016 for å ytterligere styrke posisjonen (EVRY, 2017a), blant dem Digital Design & Insight der eksperter innen prediktiv analyse hjelper banker med å utvikle digitale fortrinn. Et annet tiltak er Financial Services Lab, som bruker en menneskesentrisk tilnærming og foretar forskning for å skape innovative konsepter hos kunder.

### ***Approprierbar***

I utgangspunktet anses ressursen som approprierbar, men kundenes forhandlingsmakt setter et spørsmålsteget ved dette. Innad i bank- og finansbransjen eksisterer det mange godt etablerte aktører, der de største kundene har stor betydning for EVRYs posisjon. Eksempelvis mistet EVRY en del av driftsavtalen med DNB i 2014, hvilket resulterte i en nedbemanning på 300 årsverk (DN, 2014). EVRY stod bak mye av nettbankproblemene som rådet mediebildet i 2017, hvilket gir bankene rom for forhandlinger. På bakgrunn av disse forholdene anses vi ressursen som delvis approprierbar, da verdien av ressursen kan tilfalle kunden.

### **4.3.3 Partnerskap**

#### ***Sjelden***

De øvrige aktørene i bransjen har også samarbeidsavtaler med aktører som IBM, Microsoft og Apple, hvilket taler for at EVRYs partnerskap ikke kan anses som en sjelden ressurs. EVRY skiller seg dog delvis ut ved å ha en stor bredde i sin portefølje, gjennom omfattende avtaler med alle de største globale aktørene innen skymarkedet. EVRY skiller seg videre ut som en av de største Microsoft-partnerne i Norden (EVRY, u.d.). Når dette sees i sammenheng med partnerskapet med Google og AWS, hevder EVRY å ha det mest omfattende og teknologiavhengige skytilbudet på markedet. Dette vil tale for at EVRYs partnerskap faktisk er en relativt sjelden ressurs i bransjen. Likevel har eksempelvis Microsoft Norge mer enn 2000 partnere i Norge (Microsoft, 2018). Totalt sett vil vi konkludere med at denne ressursen kan anses som delvis sjelden, da mange aktører i bransjen innehar partnerskap med de samme aktørene, men at disse vil være av noe mindre omfang enn EVRYs.

### ***Viktig***

EVERY har selv understreket at partnerskapene bidrar til lavere kostnader, da de unngår kostnadskrevende egenutvikling av teknologi. Deres kostnadsstruktur blir følgelig mer fleksibel, og de faste kostnadene tilknyttet infrastrukturområdet reduseres. Videre vil partnerskapene bidra til sterkere attraktivitet og tillit blant kundene, som mest sannsynlig vil resultere i en høyere betalingsvilje. EVERY har selv påpekt at IBM-partnerskapet har muliggjort etableringen av skyløsninger i verdensklasse, samt gitt kundene markedsledende infrastruktur og raskere time-to-market for nye tjenester. Vi anser derfor partnerskapene som en viktig ressurs.

### ***Ikke-imiterbar***

Det kan tenkes at det er enklere for en større IT-leverandør med et kjent merkevarenavn å inngå partnerskap med større aktører, da partnerne stiller krav til inngåelse av et samarbeid. Blant annet har Microsoft satt kompetansekrav for de ulike nivåene for å bli en Microsoft-partner (Microsoft, 2018). For mindre aktører kan dette være vanskelig å oppfylle. På en annen side vil det være relativt enkelt for selv små aktører å inngå mindre og grunnleggende samarbeidsavtaler, da det stilles få krav til disse og de enkelt kan inngås på nett. Dermed vil vi konkludere med at partnerskapene er delvis imiterbare.

### ***Mobilisert***

EVERY utnytter partnerskapene til å tilby omfattende skyløsninger til sine kunder. Opprettelsen av enheten EVERY Cloud Services i 2016 illustrerer satsingen på dette området, og understreker at partnerskapene mobiliseres. Samarbeidet med IBM har ført til etablering av nye skyløsninger, og kundene har blitt flyttet over fortløpende, hvilket viser at ressursen tas i bruk. Vi anser derfor ressursen for å være mobilisert.

### ***Approprierbar***

Leverandørene, som her klassifiseres som samarbeidspartnerne, er generelt store og dominerende aktører. Sammen med det faktum at det er få leverandører av slike tjenester, vil dette tilsi at leverandørene har stor forhandlingsmakt. Microsoft Norge har over 2000 partnere, hvilket illustrerer deres forhandlingsmakt. Dette kan tyde på at verdien av partnerskapene i stor grad kapres av leverandørene, og at ressursen dermed ikke er approprierbar.



#### **4.3.4 Markedsposisjon**

##### ***Sjelden***

Til tross for flere ledende aktører i bransjen, er EVRY det største IT-selskapet i Norge og ett av de ledende i Norden. Videre anses selskapet som den største leverandøren innen SME-segmentet i Sverige. EVRY tilbyr en bred portefølje av IT-tjenester til mange bransjer, altså spesialisierer de seg ikke nødvendigvis på en type tjeneste. Da denne markedsposisjonen kun finnes hos noen få aktører, anser vi ressursen som sjelden.

##### ***Viktig***

Ressursen er viktig for EVRY da den gir opphav til verdifulle kontrakter. Som følge av sin markedsposisjon har EVRY etablert viktige partnerskap med leverandører som på sitt område bidrar til lavere kostnader og økte inntekter. EVRY har historisk generert mest inntekter fra infrastrukturtenester, men befinner seg i en endringsfase hvor blant annet produktmiksen endres. Infrastrukturområdet er under press og bidrar til lavere marginer. Følgelig anses markedsposisjonen, bygget oppunder fokus på infrastruktur, som mindre viktig i dag og i fremtiden.

##### ***Ikke-imiterbar***

Med sin 50 år lange historie har EVRY fått et forsprang i å etablere sin merkevare i Norden. Dette krever ressurser i form av kapital, teknologi, kompetanse, relasjoner og samarbeidsavtaler. Til tross for etableringsbarrierer, risikerer EVRY å bli utfordret av andre aktører dersom de ikke mestrer å justere seg i forhold til markedets behov. Markedsposisjonen anses som delvis imiterbar.

##### ***Mobilisert***

Spørsmålet om hvorvidt EVRY utnytter sin markedsposisjon kan diskuteres. EVRY bruker sin markedsposisjon til å kjøpe opp nisjevirkosomheter som leverer en snever portefølje av tjenester til et spesifikt segment. På denne måten får de tilgang til ny teknologi og nye markeder. EVRY har siden sin opprinnelse vært en tungvekt innen tradisjonell IT-infrastruktur. Siden 2014 har de gjennomgått en endringsfase for å bevege seg høyere opp i verdikjeden. Følgelig har de endret sin produktmikse. Inntekter fra digitale tjenester og applikasjonstjenester har økt, mens inntekter fra infrastrukturtenester er redusert.

Per i dag bidrar digitaliseringstrenden til økt etterspørsel, men det er usikkert på lang sikt hvorvidt denne etterspørselen kompenserer godt nok for kannibaliseringen av inntekter fra infrastruktur tjenester. Driftsinntektene har lav vekstrate, hvilket tyder på at markedsposisjonen ikke blir utnyttet effektivt. I tillegg har selskapet lenge hatt en rigid kostnadsbase tilknyttet infrastruktur tjenester som har hemmet veksten, og medført at de ikke har klart å endre seg raskt nok. EVRYs utfordring blir å skape verdier i det lange løp for å beholde sin markedsposisjon. Dette gjennom satsning på nye forretningsområder med større vekstpotensiale, skape en fleksibel kostnadsstruktur, og være i forkant av markedet.

Sett fra et globalt perspektiv vil EVRY møte på nye konkurrenter når de endrer posisjon fra infrastruktur leverandør til mer konsulentvirksomhet. Det setter selskapet i direkte konkurranse med selskaper som Accenture, Capgemini og IBM. Sammenlignet med EVRYs størrelse og mangel på globale leveranser, kan de ekskluderes fra større kontrakter. Per i dag er selskapet svært avhengig av det norske markedet som generer rundt to tredjedeler av deres inntekter (Radar, 2017b). Med disse forholdene i minnet anser vi ressursen som ikke mobilisert.

### ***Approprierbar***

EVRY har historisk sett levert tjenester til større bedrifter som DNB og Posten, og tapet av én kunde vil ha en kraftig negativ effekt på selskapets topp- og bunnlinje. I hht. til Porter-analysen i delkapittel 4.2.2., vil større kunder ha høy forhandlingsmakt. Tatt i betraktning at EVRY leverer til mange ulike kunder, kan markedsposisjonen likevel anses som lite approprierbar.

### **4.3.5 Kompetanse**

#### ***Sjelden***

Det er vanlig å ansette høyt utdannede og kunnskapsrike medarbeidere i IT-bransjen. Det kan dog argumenteres at ressursen er delvis sjelden på grunn av sammensetningen av medarbeidernes kunnskap i tråd med bransjevertikaler og lokalkunnskapen i EVRY. I Universums oversikt over Norges mest attraktive arbeidsplasser for IT-ansatte i 2017, ble

EVERY rangert som nr. 4, kun slått av Google, Microsoft og FINN.no (EVERY, 2018a). Denne posisjonen bidrar til at ressursen kan anses som delvis sjelden.

### ***Viktig***

I kunnskapsintensive bedrifter er kompetanse en helt essensiell ressurs for å oppnå suksess. God utnyttelse av kompetanse kan bidra til kostnadseffektiv produksjon av IT-tjenester og økt innovasjon, som følgelig bidrar til en sterkere bunnlinje. Av denne årsak anses kompetanse som viktig.

### ***Ikke-imiterbar***

Kompetanse gjennom sertifiseringer og kursing kan enkelt kopieres av andre bedrifter, da dette er tilgjengelig kunnskap innad i bransjen. Unik kunnskap i form av “bedriftshemmeligheter”, eksempelvis utviklingen av en ny løsning, vil derimot ikke være imiterbar. På samme måte vil organisasjonskulturen i selskapet, samarbeidsevner på tvers og et godt læringsmiljø vanskelig kunne kopieres. Samlet sett anses ressursen som delvis imiterbar.

### ***Mobilisert***

EVERY jobber aktivt for å utnytte kompetansen de besitter. Forretningsområdet “Digital Platform Services” ble opprettet i 2017 med det formål å utvikle og levere løsninger på tvers av selskapets geografier og markedsenheter. Det har følgelig skapt økt samarbeid. I tillegg jobber de med å skape en aspirerende kultur som tiltrekker seg de beste medarbeidere, hvilket resulterte i 600 nye medarbeidere i 2017. Selskapet har investert kraftig i kompetanse på fremvoksende teknologier. I sum er det tydelig at EVERY forsøker å mobilisere kunnskapen de besitter, men dette må forvaltes enda bedre for å kunne skape et varig konkurransefortrinn i fremtiden.

### ***Approprierbar***

Selv om EVERY investerer i de ansattes kompetanse, er det til syvende og sist den enkelte ansatte som eier sin egen humankapital, og står dermed fritt til å forvalte den slik man ønsker. Det kan argumenteres for at så lenge de ansatte forblir lojale i bedriften vil verdien av kompetansen fortsatt tilfalle bedriften. Dersom en ansatt velger å forlate selskapet vil ikke

lenger EVRY kunne utnytte den opparbeidede kompetansen, og verdien blir således kapret av den tidligere ansatte. Ressursen kan dermed anses som delvis approprierbar.

#### 4.3.6 Delkonklusjon SVIMA-analyse

Ressursanalysen oppsummeres i SVIMA-tabellen, tabell 4-1, og viser hvordan de fem kriteriene henger sammen med konkurransemessige utfall. Det er viktig å presisere at ikke alle ressursene oppfyller kriteriene 100 %, slik at enkelte merkes som delvis oppfylt.

Vi avdekket ingen varige konkurransefortrinn hos EVRY. Det oppfattes en ineffektiv utnyttelse av selskapets markedsposisjon, der de ikke har mestret å holde tritt med endringstakten i markedet. Merkelappen som tungvekter innen infrastrukturtenester hemmer veksten i nye satsningsområder. I tillegg til en lav inntektsvekst og rigid kostnadsbase har dette gitt en svakere bunnlinje enn ønskelig. Selskapets markedsposisjon anses dermed i dag som en ressursulempe. Tilstedeværelsen innen bank- og finansbransjen anses som et delvis beholdt fortrinn, som kan ha tendenser til å bli et varig konkurransefortrinn i fremtiden. Partnerskap ligger på grensen til paritet grunnet utbredelsen blant konkurrenter, i tillegg til at det er enkelt for gjennomsnittsvirksomheten å inngå tilsvarende partnerskap. Ressursen vurderes som ikke-approprierbar grunnet høy forhandlingsmakt hos leverandørene. Kompetansen EVRY besitter anses som et midlertidig fortrinn per i dag. Til tross for sistnevnte ressurser, anses markedsposisjonen og selskapets strategi og forretningsmodell som helt fundamentalt for fremtidig vekst. Av denne årsak antar vi at EVRY besitter en marginal ressursulempe i dag.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
<b>Tilstedeværelse i bank- og finanssektoren</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Delvis	Delvis beholdt fortrinn
<b>Partnerskap</b>	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Nei	Midlertidig, ikke-beholdt fortrinn
<b>Markedsposisjon</b>	Ja	Delvis	Delvis	Nei	Nei	Ulempe
<b>Kompetanse</b>	Delvis	Ja	Delvis	Ja	Delvis	Midlertidig, delvis beholdt fortrinn

Tabell 4-1: Oppsummering SVIMA-analyse

## **4.4 Oppsummering - Strategisk analyse**

Vi har i våre kvalitative analyser undersøkt om EVRY innehar en strategisk fordel. Strategisk fordel er summen av bransjefordel og ressursfordel, og uttrykker hvorvidt rentabiliteten overstiger avkastningskravet.

### **4.4.1 Bransjefordel**

PESTEL-analysen indikerer en lønnsom bransje med positive fremtidsutsikter. Det antas en økende etterspørsel etter bransjens tjenester på grunn av den digitale transformasjonen i samfunnet og fremvoksende teknologier. I kombinasjon med positiv utvikling i BNP, vil regulatoriske krav knyttet til PSD2 og personvernforordningen GDPR drive opp investeringene i IT. Porters femkraftsmodell avdekket en attraktiv bransje med moderat rivalisering, som følge av høye etableringsbarrierer. På grunn av økende trusler for vertikal integrering, outsourcing til lavkostland og global konkurranse, kan bransjefordelen risikere å avta på lengre sikt. Vi antar likevel at den positive trenden i makroforholdene vil kompensere for rivaliseringen bransjeforholdene tilsier. Av denne årsak forventes det en stigende bransjefordel på kort og mellomlang sikt. På lang sikt forventes en lavere, men varig bransjefordel.

### **4.4.2 Ressursfordel**

Den ressursorienterte analysen avdekket ingen varige konkurransefortrinn hos EVRY, snarere en ressursulempe. Tilstedeværelsen innen bank- og finanssektoren skaper et delvis beholdt fortrinn i dag, med tendenser til å bli et varig konkurransefortrinn i fremtiden. Partnerskap utgjør videre et ikke-beholdt fortrinn på grensen mot paritet, som kan utlignes i fremtiden da det er relativt enkelt for konkurrenter å inngå tilsvarende partnerskap. Kompetansen i selskapet utgjør et midlertidig fortrinn per i dag, som krever at EVRY legger inn en innsats for å beholde. Selskapets markedsposisjon og forretningsmodell gir opphav til en ressursulempe, der lav inntektsvekst og mindre fleksibel kostnadsstruktur forårsaker en svak bunnlinje. Samlet sett antar vi at EVRY besitter en moderat ressursulempe i dag.

På kort sikt vil inntektsreduksjonen innen infrastruktursegmentet delvis kannibalisere inntektsøkningen innen Digital og Application Services. Allikevel vil en mer fleksibel kostnadsstruktur som følge av IBM-avtalen resultere i høyere marginer, hvilket vil redusere ressursulempen. På mellomlang sikt vil selskapets økte satsning innen bank- og

finanssektoren generere en høyere inntektsvekst, særlig innen Digital og Application Services, som bidrar til videre reduksjon i ressursulempen.

Kapitalen som er investert i infrastruktursegmentet vil frigjøres, og det vil følgelig kreves mindre kapital innen applikasjonsutvikling og konsulentarbeid sammenlignet med drift av IT-infrastruktur. Dette resulterer i en økende omløpshastighet på EVRYs investerte kapital. Til tross for restruktureringen av selskapet og satsingen på nye forretningsområder, vil det på lang sikt være utfordrende for EVRY å opprettholde en fornyelsesevne for å tilpasse seg endringstakten i markedet. På bakgrunn av EVRYs historiske inntektsvekst relativ til bransjen, kan det vurderes som tvilsomt at selskapet evner å generere driftsinntekter i takt med bransjens vekst. I tillegg vil konkurransekraftene i bransjen legge press på marginene, og nye investeringer av kapital vil kreves. Av denne årsak er det grunn til å forvente at EVRY vil besitte en svak ressursulempe på budsjettthorisonen. Samlet sett forventes følgelig en negativ ressursulempe i dag, som på sikt vil reduseres til en varig svak ressursulempe.

#### 4.4.3 Konklusjon av strategisk fordel

I dag anser vi bransjefordelen som moderat til høy. På bakgrunn av de positive makroforholdene antar vi at bransjefordelen vil stige i nær fremtid, men at den på et visst punkt vil avta som følge av konkurransekraftene. Til tross for et par midlertidige fortrinn mener vi at EVRY besitter en moderat ressursulempe i dag, men at denne vil reduseres til en svak ressursulempe på lang sikt. Til konklusjon har EVRY en moderat strategisk fordel i dag, der bransjefordelen overstiger ressursulempen.

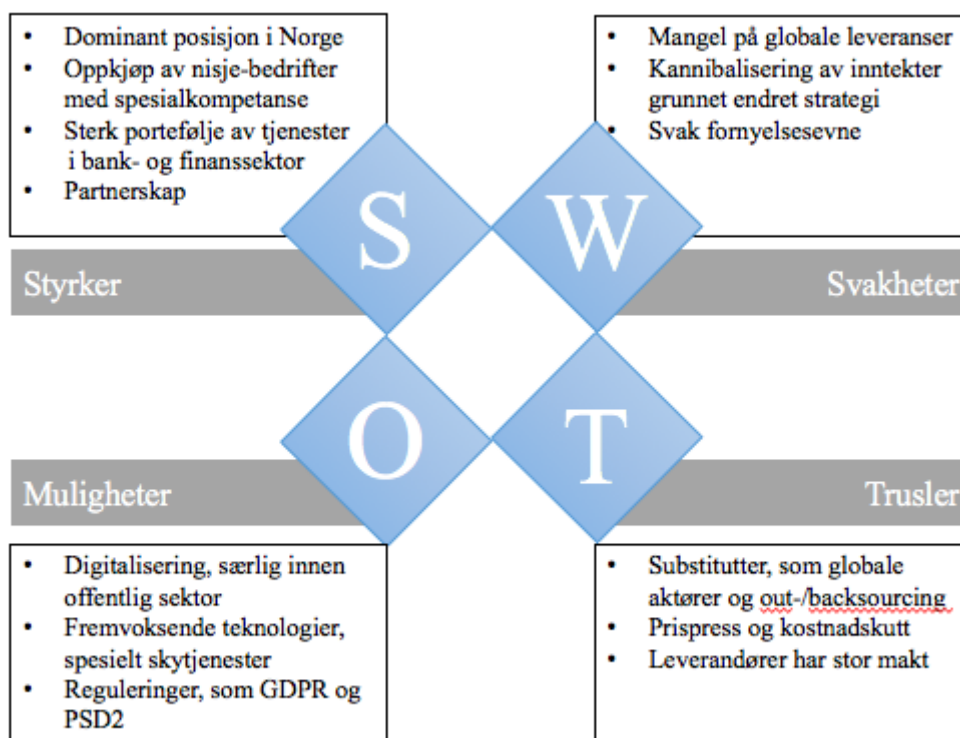
	I dag	Kort og mellomlang sikt	Lang sikt
<b>Bransjefordel</b>	Moderat til høy	Stigende	Moderat
<b>Ressursfordel</b>	Negativ	Svakt negativ	Svakt negativ
<b>Strategisk fordel</b>	<b>Moderat</b>	<b>Stigende</b>	<b>Lav</b>

Tabell 4-2: Oppsummering strategisk fordel

#### 4.4.4. SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen av de eksterne og interne forholdene, benyttes SWOT-rammeverket. Rammeverket gir en oversikt over strategisk fordel og strategisk risiko, der sistnevnte brukes som vurderingsfaktor i estimatet på EVRYs syntetiske rating i kapittel 6. SWOT-analysen identifiserer bedriftens styrker (S), svakheter (W), muligheter (O), og trusler (T) (Roos, Krogh, & Roos, 2005). Den eksterne analysen gjennom rammeverkene

PESTEL og Porters femkraftsmodell oppsummerer muligheter og trusler for bransjen, mens den interne analysen gjennom SVIMA-rammeverket oppsummerer styrker og svakheter. Våre konklusjoner fra SWOT-analysen oppsummeres i figur 4-4. I dag blir selskapets styrker utlignet av svakhetene, hvilket gir en ressursulempe. Det er likevel nærliggende å anta at markedsposisjonen og tilstedeværelsen i bank- og finanssektoren styrkes til en viss grad i fremtiden, og at ressursulempen reduseres. Mulighetene overgår truslene i dag, hovedsakelig på grunn av kraftig etterspørselsvekst i bransjen. Det forventes dermed at bransjefordelen vil stige på kort og mellomlang sikt. På lengre sikt foreligger det en risiko for økt rivalisering grunnet trusselen fra substitutter og økt prispress. Dette kan resultere i en avtakende bransjefordel på lengre sikt.



Figur 4-4: Oppsummering av SWOT-analyse

## Kapittel 5 - Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse innebærer å analysere selskapets finansregnskap for å få innsikt i dets historie, nåværende finansielle posisjon og fremtidsutsikter (Knivsfå K. H., 2017e).

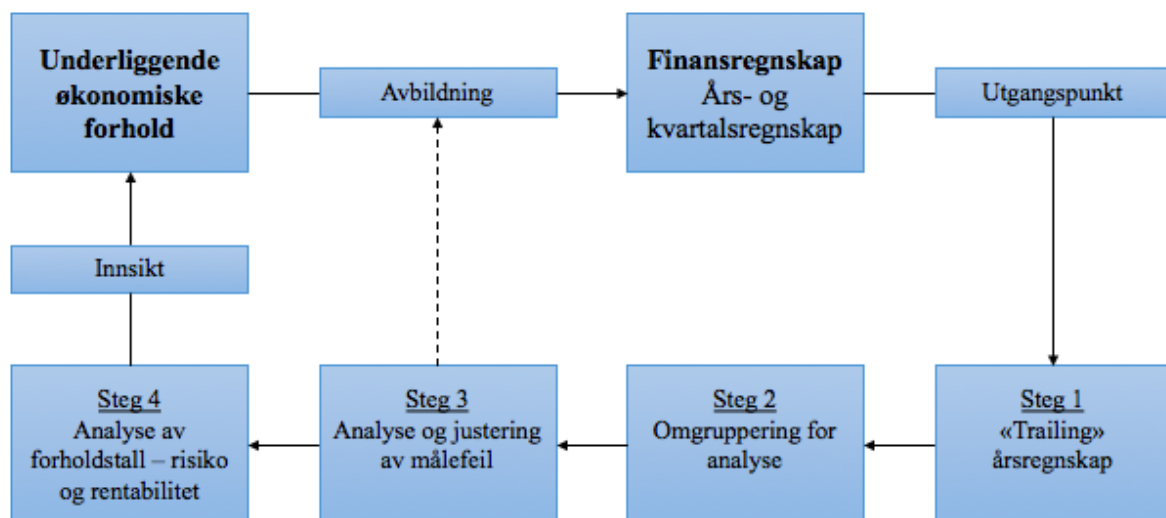
Kapittelet vil først introdusere rammeverket for regnskapsanalysen, før det redegjøres for en rekke praktiske valg som må avklares i forkant av analysen. Deretter foretas en omgruppering av resultatregnskapet og balanseoppstillingen, samt analyse og justeringer av målefeil.

Avslutningsvis introduseres rammeverket for forholdstallsanalyse.

### 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Etterfulgt av den strategiske analysen i kapittel 4, utgjør regnskapsanalysen steg to i den fundamentale verdivurderingen, jf. figur 3-1. Formålet er å kvantifisere strategisk risiko og strategisk fordel, relatert til funnene i den strategiske analysen. Offentlig tilgjengelig informasjon fra års- og kvartalsrapporter danner utgangspunktet for analysen.

Regnskapsanalysen gjennomføres i fire steg, jf. figur 5-1 (Knivsfå K. H., 2017f). I steg en foretas normalt en trailing der endelig årsregnskap prognostiseres ved bruk av siste kjente kvartalsrapporter. Trailing vil ikke utføres i denne utredningen, da EVRYs foreløpige årsresultat for 2017 er tilgjengelig i fjerde kvartalsrapport. I tillegg er kun første kvartalsrapport for 2018 publisert, slik at det heller ikke utføres trailing for 2018. Steg to innebærer å omgruppere regnskapet til investororientert regnskap. I steg tre identifiseres målefeil og eventuelle justeringer foretas. Avslutningsvis analyseres risiko og superrentabilitet gjennom en forholdstallsanalyse.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsfå K. H., 2017f)



## **5.2 Praktiske valg**

I forkant av regnskapsanalysen er det nødvendig å avklare analysenivå, analyseperiode og hvilke komparative virksomheter som vil utgjøre bransjegjennomsnittet.

### **5.2.1 Analysenivå**

Dersom en virksomhet har svært ulike forretningsområder, bør disse analyseres hver for seg (Knivsflå K. H., 2017e). EVERY er delt inn i tre primære forretningsområder, men det foreligger begrenset tilgang til detaljert regnskapsinformasjon. I tillegg er forretningsområdene forholdsvis like, slik at vi vil analysere EVERY samlet sett. Videre må det avklares hvorvidt konsern- eller selskapsregnskap skal benyttes. EVERY eier datterselskaper som er tett tilknyttet kjernevirksomheten. For å få frem det totale omfanget av selskapet, vil regnskapsanalysen ta utgangspunkt i konsernregnskapet i stedet for selskapsregnskapet. Konsernregnskapet vil dermed presentere regnskapet til morselskapet og datterselskapene som én virksomhet, der resultat og egenkapital splittes opp i majoritet og minoritet.

### **5.2.2 Analyseperiode**

Valg av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil eller endret seg over tid. Lang analyseperiode velges når virksomheten har drevet med det samme over en lengre periode, da dette gir en lang tidsserie med forholdstall. En lang analyseperiode vil derimot være lite egnet dersom virksomheten har endret seg mye over tid, eksempelvis gjennom oppkjøp eller restruktureringer. Eldre regnskapstall vil ikke være representativt for virksomheten i dag eller i fremtiden. EVERY har røtter 50 år tilbake i tid med infrastrukturtenester som sin hjørnestein. Fra 2015 til i dag har virksomheten opplevd å bli tatt av børsen for deretter å bli gjenintrodusert på børs to år senere, i tillegg til store strategiske restruktureringer. På grunnlag av disse endringene vil analyseperioden være 5 år, fra 2013 til 2017. Da det er ønskelig å få med veksten i 2013 inkluderes året 2012 i analysen.

### **5.2.3 Komparative virksomheter**

I henhold til delkapittel 2.3 fremgår Tieto, Atea og Knowit som komparative virksomheter. Faktorer som forretningsområder, regnskapsspråk, geografisk opprinnelse og selskapets størrelse var viktige for å oppnå full sammenlignbarhet. Bransjegjennomsnittet vil fungere som en målestokk for regnskapsanalysen, og EVERY er dermed inkludert i bransjegjennomsnittet.

### **5.3 Presentasjon av rapporterte tall**

I det påfølgende avsnittet presenteres EVRYs resultat, balanse og endring i egenkapital, jf. tabell 5-1, 5-2 og 5-3. Regnskapet er presentert i millioner norske kroner, hvis ikke annet er oppgitt. Som følge av avrundingsdifferanser er det mulig at beløp og prosenter ikke summerer seg opp til totalsummen. Tall for 2012 til 2016 er innhentet fra selskapets årsrapporter, mens tall for 2017 baseres på foreløpig årsrapport fra fjerde kvartalsrapport. Sistnevnte har lav detaljeringsgrad, der enkelte poster er slått sammen. Dette gjelder blant annet driftskostnader i resultatet, og fordringer og forpliktelser i balansen. Basert på historisk vektning og innsikt fra den strategiske analysen er disse postene splittet opp. Tall for 2018 er ikke tatt med, da det ikke er utført trailing for inneværende år.

Oversiktstabellene nedenfor følger oppstillingsplanen i IAS1. Tallene er klargjort for regnskapsanalyse gjennom tabulering, der det skilles mellom drift- og finansposter, samt normale og unormale poster.

<b>Resultatregnskap (MNOK)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Driftsinntekter</b>	12713,6	12748,3	12752,6	12847,4	12232,0	12581,0
<b>Normale driftskostnader</b>						
Varekostnader	4022,0	3803,4	3530,6	4088,8	3878,6	4281,0
Lønnskostnader	6021,9	6100,8	6401,3	6703,1	5554,8	5341,0
Andre driftskostnader	1650,0	1724,3	1584,6	934,9	1223,4	1154,0
Avskrivninger varige driftsmidler	450,9	459,9	470,9	461,7	259,5	241,9
Avskrivninger kundekontrakter (immaterielle eiendeler)	49,2	32,9	33,5	24,6	13,4	14,0
<b>Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>519,6</b>	<b>627,0</b>	<b>731,6</b>	<b>634,3</b>	<b>1302,2</b>	<b>1549,1</b>
Andre unormale driftskostnader (netto)	27,0	10,7	236,9	1972,7	348,9	1215,2
Tap/gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler	0,0	0,0	0,0	98,1	23,7	0,0
Nedskrivning varig driftsmiddel	75,1	10,5	6,1	5,6	10,8	10,1
Nedskrivning immaterielle eiendeler	0,0	529,6	1164,3	135,9	0,0	0,0
<b>Driftsresultat</b>	<b>417,5</b>	<b>76,2</b>	<b>-675,7</b>	<b>-1578,0</b>	<b>918,8</b>	<b>323,8</b>
Nettoresultat tilknyttet og felleskontrollert virksomhet	17,2	12,8	20,6	12,1	14,4	15,0
Finansinntekt - normal	8,4	10,8	36,7	18,4	15,1	18,9
Finanskostnad - normal	162	162,1	168,1	284,1	431,5	556,2
Unormalt finansresultat	-31,5	-17,7	44,0	-64,8	-96,4	-135,7
<b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>249,6</b>	<b>-80,1</b>	<b>-742,6</b>	<b>-1896,4</b>	<b>420,4</b>	<b>-334,2</b>
Skattekostnad - normal	90,2	-17,6	-228,2	-455,4	119,9	-72
Skattekostnad - unormal	0	15,1	314,1	0	0	0
<b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>159,4</b>	<b>-77,6</b>	<b>-828,5</b>	<b>-1441,0</b>	<b>300,5</b>	<b>-262,2</b>
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	-42,3	30,4	0,1	0
Netto minoritetsresultat - normalt	1,4	0	0,3	0	0,5	0
Netto minoritetsresultat - unormalt	0	0	0	0	0	0
<b>Årsresultat</b>	<b>158,0</b>	<b>-77,6</b>	<b>-871,1</b>	<b>-1410,6</b>	<b>300,1</b>	<b>-262,2</b>
Andre driftsrelaterte resultatelement	119,9	62,8	-92,7	277,5	-346,1	108,6
Andre finansielle resultatelement	0	0	0	0	0	0
<b>Totalresultat</b>	<b>277,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>-963,8</b>	<b>-1133,1</b>	<b>-46,0</b>	<b>-153,6</b>

Tabell 5-1: Resultatregnskap for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

<b>Konsernbalanse (MNOK)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Immaterielle eiendeler	7271,2	7095,7	5995,2	6607,3	6639,7	7046,0
Varige driftsmidler	921,5	968,3	835,5	523,2	425,7	376,0
Tilknyttede selskap	1,3	61,5	67,5	54,0	60,9	179,7
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	137,0	136,8	192,1	29,2	19,7	123,9
Langsiktige finansielle fordringer	34,3	6,5	14,6	23,1	32,9	31,0
Langsiktige finansielle investeringer	1,5	1,6	1,5	197,7	1,5	4,4
<b>Anleggsmidler</b>	<b>8366,8</b>	<b>8270,4</b>	<b>7106,4</b>	<b>7434,5</b>	<b>7180,4</b>	<b>7761,0</b>
Varelager	25,3	38,1	39,2	50,2	41,4	43,5
Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	3103,2	3086,0	2892,7	2513,3	2138,8	2563,2
Finansielle fordringer	57,5	43,4	48,8	179,2	109,8	134,5
Bankinnskudd	560,7	558,0	615,6	900,2	990,2	880,0
<b>Omløpsmidler</b>	<b>3746,7</b>	<b>3725,5</b>	<b>3596,3</b>	<b>3642,9</b>	<b>3280,2</b>	<b>3621,1</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>12113,5</b>	<b>11995,9</b>	<b>10702,7</b>	<b>11077,4</b>	<b>10460,6</b>	<b>11382,2</b>
Egenkapital, majoritet	5451,5	5346,3	4277,1	2145,2	193,1	3237,7
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
<b>Egenkapital, konsern</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,4</b>	<b>2145,6</b>	<b>193,8</b>	<b>3239,2</b>
Avsetning for krav	281,9	222,2	273,8	294,2	254,3	274,0
Langsiktig rentefri gjeld	88,6	77,7	80,6	323,6	174,9	12,0
Langsiktig rentebærende gjeld	3533,4	3520,7	3181,3	4779,6	6808,1	4623,0
<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>3903,9</b>	<b>3820,6</b>	<b>3535,7</b>	<b>5397,4</b>	<b>7237,3</b>	<b>4909,0</b>
Kortsiktig rentefri gjeld	2383,3	2568,5	2856,3	3489,9	3002,6	3204,0
Kortsiktig rentebærende gjeld	374,8	260,5	33,3	44,6	27,0	30,0
<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>2758,1</b>	<b>2829,0</b>	<b>2889,6</b>	<b>3534,5</b>	<b>3029,6</b>	<b>3234,0</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>12113,5</b>	<b>11995,9</b>	<b>10702,7</b>	<b>11077,5</b>	<b>10460,7</b>	<b>11382,2</b>

Tabell 5-2: Balanseoppstilling for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter mellom sum eiendeler og sum egenkapital og gjeld kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger

<b>Endring i egenkapital (MNOK)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Egenkapital 01.01	5261,4	5451,5	5346,3	4277,1	2145,2	193,1
Totalresultat	277,9	-14,8	-963,8	-1133,1	-46,0	-153,6
Betalt utbytte	93,3	93,3	106,8	1003,6	1906,1	0,0
Netto kapitalinnskudd	5,5	2,9	1,4	4,8	0,0	3198,2
Driftsrelatert "dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansielt "dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Egenkapital 31.12</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>

Tabell 5-3: Endring i egenkapital for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.). Merk at ulikheter kan forekomme da årsrapporten inneholder avrundinger.

### **5.3.1 Viktige hendelser i analyseperioden**

I 2015 ble det foretatt et lånefinansiert oppkjøp av EVRY som naturligvis økte selskapets gjeldsgrad. I tillegg inngikk selskapet en avtale med IBM som medførte store unormale driftskostnader samme år og et negativt årsresultat. Ekstraordinære utbytter ble foretatt i 2015 og 2016, og egenkapitalandelen falt til 2 % sistnevnte år. I 2017 ble samarbeidet med IBM utvidet, hvilket resulterte i store unormale driftskostnader. I sammenheng med børsnoteringen i 2017 økte selskapets egenkapital som følge av innskutt kapital. I tillegg ble deler av gjelden refinansiert.

## **5.4 Omgruppering**

I dette delkapitlet omgrupperes resultatregnskapet og balanseoppstillingen med den hensikt å klargjøre rapporterte tall for investororientert regnskapsanalyse. Oppstillingsplanen etter IFRS er i hovedsak kreditororientert, hvilket innebærer at fokuset er på långiverne og hvorvidt verdiene av selskapets eiendeler dekker långivernes fordringer. For verdsettelsesformål ønskes et sterkere fokus på egenkapitalinvestorene og hvorvidt inntjeningen til kapitalen dekker avkastningskravet. Omgrupperingen utføres ved å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster, samt normale og unormale poster (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

### **5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet**

Resultatregnskapet omgrupperes gjennom fire steg (Knivsflå K. H., 2017g). Først identifiseres det fullstendige nettoresultatet (FNR), deretter fordeles det på drift og finans. Videre skilles normale og unormale poster, og avslutningsvis fordeles skattekostnaden.

#### ***Steg 1: Identifikasjon av fullstendig nettoresultat (FNR)***

Fullstendig nettoresultat er summen av rapportert årsresultat, annet fullstendig resultat (OCI) og dirty surplus. OCI består av resultatposter som er utelatt fra den ordinære resultatoppstillingen. Dirty surplus er inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen, og er således et brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Da EVRY er underlagt IFRS og opererer med OCI, vil dirty surplus i prinsippet være lik null. Det kan dog være enkelte poster som føres direkte mot egenkapitalen, eksempelvis emisjonskostnader og prinsippendringer. Vi har ikke identifisert dirty surplus for EVRY i analyseperioden. Fullstendig nettoresultat er gitt i tabell 5-4.

<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Rapportert årsresultat	158,0	-77,6	-871,1	-1410,6	300,1	-262,2
+ Annet fullstendig resultat	119,9	62,8	-92,7	277,5	-346,1	108,6
<b>= Rapportert fullstendig nettoresultat</b>	<b>277,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>-963,8</b>	<b>-1133,1</b>	<b>-46,0</b>	<b>-153,6</b>
+ "Dirty surplus"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>277,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>-963,8</b>	<b>-1133,1</b>	<b>-46,0</b>	<b>-153,6</b>

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

## Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat (FNR)

Med den hensikt å identifisere kildene til resultatet, vil vi i dette steget fordele det fullstendige nettoresultatet. Det innebærer en oppsplitting med hensyn på drift og finans før skatt. I årsrapporten regnes InOne Europe og Gecko Informasjonssystemer AS som tilknyttede virksomheter. I tillegg har EVRY en 50 % eierandel i det felleskontrollerte selskapet Buypass. Vi vurderer samtlige resultat fra disse til å inngå i det fullstendige driftsresultatet før skatt. Resultat fra diskontinuerlig virksomhet anses som finansielt og inngår derfor i det fullstendige finansresultatet før skatt. Annet fullstendig resultat inneholder tre poster. Gevinster og tap på ytelsesplaner, dvs. pensjon, klassifiseres som drift. Kontantstrømsikring kan være både drift og finans, men på grunn av mangelfull noteinformasjon anser vi det som sikring av driftsinvesteringer. Videre klassifiseres omregningsdifferanser også som drift, da forretningsområdene i de utenlandske datterselskapene er tilnærmet lik som i EVRY.

<b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Driftsinntekter	12713,6	12748,3	12752,6	12847,4	12232,0	12581,0
- Driftskostnader	12296,1	12672,1	13428,3	14425,4	11313,2	12257,2
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>417,5</b>	<b>76,2</b>	<b>-675,7</b>	<b>-1578,0</b>	<b>918,8</b>	<b>323,8</b>
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	17,2	12,8	20,6	12,1	14,4	15,0
+ Driftsrelatert AFR	119,9	62,8	-92,7	277,5	-346,1	108,6
+ Driftsrelatert DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>554,6</b>	<b>151,7</b>	<b>-747,9</b>	<b>-1288,4</b>	<b>587,1</b>	<b>447,4</b>

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.).

<b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Finansinntekt	8,4	10,8	36,7	18,4	15,1	18,9
+ Finanskostnad	162,0	162,1	168,1	284,1	431,5	556,2
+ Unormalt finansresultat	-31,5	-17,7	44,0	-64,8	-96,4	-135,7
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	-42,3	30,4	0,1	0,0
+ Finansielt AFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Finansielt DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>-185,1</b>	<b>-169,0</b>	<b>-129,7</b>	<b>-300,1</b>	<b>-512,7</b>	<b>-673,0</b>

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.).

### ***Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster***

I steg 3 normaliseres resultatet ved å trekke ut unormale poster. Normale poster er poster som følger en stabil trendutvikling og som forventes å komme tilbake periode etter periode (Penman, 2013). Unormale poster fremkommer i enten bare én eller noen få perioder, og er i tillegg ustabile ved at de kan variere betydelig i størrelse. Følgelig kan de ha store innvirkninger på resultatet, og trekkes derfor ut da de anses som irrelevante for den langsiktige utviklingen. På bakgrunn av dette er det ønskelig å dele opp det fullstendige resultatet i et normalt og et unormalt resultat. Videre følger en argumentasjon på hvilke driftsrelaterte og finansielle poster vi anser som unormale, hvilket avslutningsvis oppsummeres i tabell 5-7 og 5-8.

### ***Unormalt driftsresultat før skatt***

#### *Andre unormale driftskostnader (netto)*

Andre unormale driftskostnader består av det EVRY selv betegner som “Andre inntekter og kostnader” eller “Non-Recurring Items”. Det inkluderer avsetninger til restrukturering, husleie og brann, samt kostnader tilknyttet IBM-avtalen, strategisk prosess og refinansiering. Alle postene varierer i størrelse og omfang over tid, og anses derfor som unormale. Andre unormale driftskostnader er tilstede særlig i 2015 og 2017, hovedsakelig forårsaket av IBM-avtalen.

#### *Tap/gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler*

Selskapet hadde et tap på salg av driftsrelaterte eiendeler i 2015 og 2016. Da posten er svært lite egnet til å vurdere fremtidig tap eller gevinst på denne typen transaksjoner i fremtiden, anses den følgelig som unormal.

#### *Nedskrivninger*

Nedskrivninger av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler skyldes uforutsette verdiforringelser, og klassifiseres derfor som unormale. Det er tydelig at nedskrivning av de immaterielle eiendelene er av størst betydning, hvilket er spesielt synlig i 2013 til 2015. I forbindelse med det nevnte oppkjøpet av EVRY, ble konsernets goodwill betraktelig nedskrevet som følge av at bruksverdien ble satt lik transaksjonsprisen på NOK 16 per aksje.

### *Driftsrelatert annet fullstendig resultat*

Driftsrelatert annet fullstendig resultat klassifiseres som unormalt, dette fordi vi ikke finner en klar trendutvikling for verken omregningsdifferanser, kontantstrømsikringer eller gevinster og tap på ytelsesplaner.

<b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
-	Andre unormale driftskostnader (netto)	27,0	10,7	236,9	1972,7	348,9	1215,2
-	Tap/gevinst salg av driftsrelaterede eiendeler	0,0	0,0	0,0	98,1	23,7	0,0
-	Nedskrivning varig driftsmiddel	75,1	10,5	6,1	5,6	10,8	10,1
-	Nedskrivning immaterielle eiendeler	0,0	529,6	1164,3	135,9	0,0	0,0
=	<b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>-102,1</b>	<b>-550,8</b>	<b>-1407,3</b>	<b>-2212,3</b>	<b>-383,4</b>	<b>-1225,3</b>

Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat før skatt for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.).

### *Unormalt finansresultat før skatt*

EVRYs finansposter er preget av et lavt spesifikasjonsnivå, hvilket gjør det utfordrende å skille mellom normale og unormale poster. Vi klassifiserer renteinntekter og rentekostnader som normale, og andre inntekter og andre kostnader som unormale da sistnevnte poster er noe ustabile over tid. Videre klassifiserer vi valutagevinst/-tap som unormalt.

<b>Unormalt finansresultat før skatt</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	Unormalt finansresultat før diskontinuerlig virksomhet, finansielt AFR og finansielt DSP	-31,5	-17,7	44,0	-64,8	-96,4	-135,7
=	<b>Unormalt finansresultat før diskontinuerlig virksomhet, finansielt AFR og finansielt DSP</b>	<b>-31,5</b>	<b>-17,7</b>	<b>44,0</b>	<b>-64,8</b>	<b>-96,4</b>	<b>-135,7</b>
<i>Unormale poster etter skatt</i>							
+	Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	-42,3	30,4	0,1	0,0
+	Finansielt AFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+	Finansielt DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	<b>Unormalt finansresultat</b>	<b>-31,5</b>	<b>-17,7</b>	<b>1,7</b>	<b>-34,4</b>	<b>-96,3</b>	<b>-135,7</b>

Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat før EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.).

### *Unormal skattekostnad*

Ved avstemming av årets skattekostnad er det i 2013 og 2014 inkludert nedskrivning av goodwill. Da nedskrivninger klassifiseres som unormale vil vi klassifisere denne posten som en unormal skattekostnad.



#### ***Steg 4: Fordeling av skattekostnaden***

I det siste steget fordeles skattekostnaden på de ulike resultatelementene, herunder normalt og unormalt drifts- og finansresultat. Videre beregnes netto finanskostnad (NFK), netto finansinntekt (NFI), unormalt netto finansresultat (UNFR), netto driftsresultat (NDR) og unormalt netto driftsresultat (UNDR). Fordelingen av skattekostnaden oppsummeres til slutt i tabell 5-15. Utgangspunktet for beregningene er selskapsskattesatsen (sss) for det enkelte år, se tabell 5-9.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
<b>Selskapsskattesats</b>	28,00%	28,00%	27,00%	27,00%	25,00%	24,00%	26,50%

Tabell 5-9: Selskapsskattesats i perioden 2012-2017

#### ***Netto finanskostnad (NFK)***

De normale finanskostnadene består i hovedsak av rentekostnader, hvilket er fullt ut fradragsberettiget. Finanskostnadskatten kan dermed anses som en skatteinntekt, da rentefradraget reduserer skatten.

<b>Netto finanskostnad</b>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finanskostnad - normal	162,0	162,1	168,1	284,1	431,5	556,2
- Finanskostnadsskatt	45,4	45,4	45,4	76,7	107,9	133,5
<b>= Netto finanskostnad</b>	<b>116,6</b>	<b>116,7</b>	<b>122,7</b>	<b>207,4</b>	<b>323,6</b>	<b>422,7</b>

Tabell 5-10: Netto finanskostnader for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

#### ***Netto finansinntekt (NFI)***

I følge skatteloven § 2-38 er de fleste selskap i stor grad fritatt for skatt på aksjeutbytte og gevinst ved realisasjon av aksjer, andeler og finansielle instrumenter som faller inn under fritaksmetoden (Skatteetaten, 2017). På en annen side er renteinntekter fullt ut skattepliktige. Den effektive skattesatsen på selskapets finansinntekter er dermed avhengig av fordelingen av renteinntekter og annet utbytte eller gevinst. EVRYs normale finansinntekter består primært av renteinntekter. Da det ikke eksisterer nøyaktig informasjon om fordelingen, benyttes  $\frac{2}{3}$  av selskapsskattesatsen som en tommelfingerregel.

<b>Netto finansinntekt</b>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansinntekt - normal	8,4	10,8	36,7	18,4	15,1	18,9
- Finansinntektsskatt	1,6	2,0	6,6	3,3	2,5	3,0
<b>= Netto finansinntekt</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>	<b>30,1</b>	<b>15,1</b>	<b>12,6</b>	<b>15,9</b>

Tabell 5-11: Netto finansinntekter for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

### **Unormalt finansresultat (UNFR)**

Unormalt finansresultat er summen av andre unormale finansinntekter og -kostnader, og består av en blanding mellom skattepliktige og skattefrie elementer. Av denne årsak forutsettes en effektiv skattesats lik  $\frac{2}{3}$  av selskapsskattesatsen.

<b>Unormalt netto finansresultat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Unormalt finansresultat	-31,5	-17,7	44,0	-64,8	-96,4	-135,7
- sss*(2/3) av unormalt finansresultat	-5,9	-3,3	7,9	-11,7	-16,1	-21,7
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0,0	0,0	-42,3	30,4	0,1	0,0
+ Finansielt AFR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Finansielt DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Unormalt netto finansresultat</b>	<b>-25,6</b>	<b>-14,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-22,7</b>	<b>-80,2</b>	<b>-114,0</b>

Tabell 5-12: Unormalt netto finansresultat for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

### **Netto driftsresultat (NDR)**

Ved beregningen av netto driftsresultat (NDR), må den driftsrelaterte skattekostnaden for hvert enkelt år (dss) utledes. Skatt på finanskostnader, finansinntekter og unormalt finansresultat trekkes ut fra den rapporterte skattekostnaden da de ikke er relatert til driften.

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} \times FI - u_{frss} \times UFR + f_{kss} \times FK}{DR + UDR} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 5-1: Driftsskattesats (dss)

Med utgangspunkt i driftsskattesatsen beregnes den normaliserte driftsskattesatsen (ndss), hvilket er den minst ekstreme av medianen og gjennomsnittet. I vårt tilfelle er medianen minst ekstrem, hvilket gir en normalisert driftsskattesats på 27,73%. Basert på denne beregnes den driftsrelaterte skattekostnaden, vist i tabell 5-13.

<b>Netto driftsresultat</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Driftsresultat egen virksomhet	519,6	627,0	731,6	634,3	1302,2	1549,1
- Driftsrelatert skattekostnad (ndss)	144,1	173,9	202,9	175,9	361,2	429,6
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>375,5</b>	<b>453,1</b>	<b>528,7</b>	<b>458,4</b>	<b>941,0</b>	<b>1119,5</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	17,2	12,8	20,6	12,1	14,4	15,0
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>392,7</b>	<b>465,8</b>	<b>549,2</b>	<b>470,5</b>	<b>955,4</b>	<b>1134,5</b>

Tabell 5-13: Netto driftsresultat for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

### *Unormalt netto driftsresultat (UNDR)*

Avslutningsvis fastsettes unormalt netto driftsresultat (UNDR) ved å beregne unormal driftsskatt på normalt driftsresultat. Det består av avviket mellom den årlige driftsskattesatsen (dss) og den normaliserte driftsskattesatsen (ndss).

<i>Unormalt netto driftsresultat</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt driftsresultat	-102,1	-550,8	-1407,3	-2212,3	-383,4	-1225,3
- Skatt på unormalt driftsresultat (dss)	-34,2	-210,3	-411,0	-519,2	-100,7	-303,4
+ Unormalt nettoresultat fra driftstilknnyttede	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Driftsrelatert AFR	119,9	62,8	-92,7	277,5	-346,1	108,6
+ Driftsrelatert DSP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	30,0	65,5	10,7	-27,1	-19,1	-46,1
- Unormal skattekostnad	0,0	15,1	314,1	0,0	0,0	0,0
= <b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>22,0</b>	<b>-358,3</b>	<b>-1413,9</b>	<b>-1388,5</b>	<b>-609,7</b>	<b>-767,2</b>

Tabell 5-14: Unormalt netto driftsresultat for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

### *Fordeling av skattekostnad*

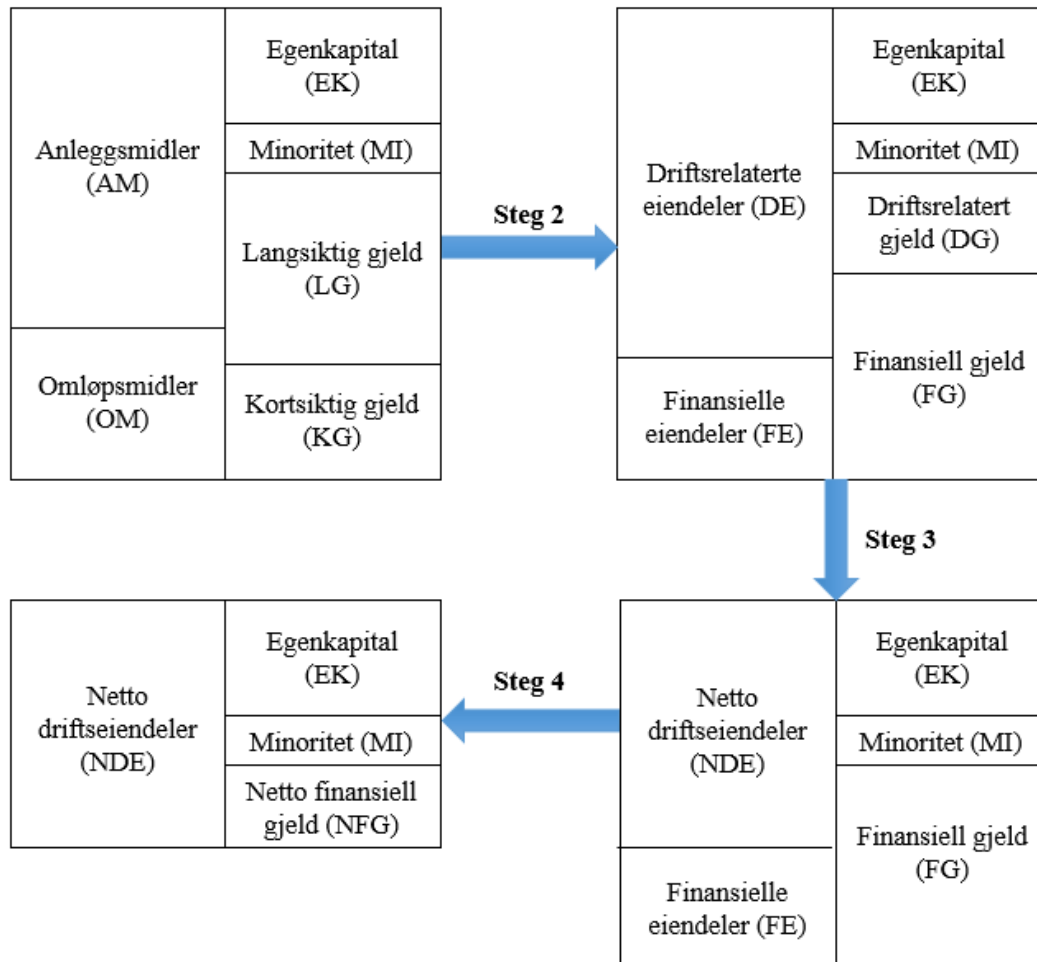
<i>Fordeling av skattekostnad</i>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Normal driftsskattecostnad	144,1	173,9	202,9	175,9	361,2	429,6
+ Skatt på finansinntekt	1,6	2,0	6,6	3,3	2,5	3,0
- Skatt på finanskostnad	45,4	45,4	45,4	76,7	107,9	133,5
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-34,2	-210,3	-411,0	-519,2	-100,7	-303,4
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	29,96	65,51	10,75	-27,05	-19,13	-46,06
+ Skatt på unormalt finansresultat	-5,9	-3,3	7,9	-11,7	-16,1	-21,7
+ Unormal skattecostnad	0,0	15,1	314,1	0,0	0,0	0,0
= <b>Rapportert skattecostnad</b>	<b>90,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>85,9</b>	<b>-455,4</b>	<b>119,9</b>	<b>-72,0</b>

Tabell 5-15: Fordeling av EVRYs skattecostnad i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

### **5.4.2 Omgruppering av balansen**

Balanseoppstillingen etter IFRS er i hovedsak kreditororientert, der eiendeler grupperes etter likviditet og gjeld grupperes etter forfall (Penman, 2013). En slik oppstilling gir en indikasjon på hvorvidt virksomheten klarer å innfri krav fra långiverne. Til verddivurderingsformål er det hensiktsmessig å omgruppere balansen til en investororientert balanse. Det innebærer å identifisere kilder til selskapets verdiskaping, hvilket uttrykkes gjennom investeringer eller sysselsetting av kapital. Målet med omgrupperingen er å gå fra rapportert total kapital til en balanse som uttrykker netto driftskapital. Omgrupperingen utføres gjennom fire steg (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017), hvorav steg 2 til 4 vises i figur 5-2 nedenfor. Først

må avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital i stedet for kortsiktig gjeld. I steg to skilles det mellom driftsrelaterte og finansielle poster. I steg tre går en fra totalbalansen til sysselsatt kapital, før en til slutt i steg fire går fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.



Figur 5-2: Steg to til fire i omgrupperingen av balansen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

### ***Steg 1: Avsatt utbytte klassifiseres som egenkapital***

Etter IFRS blir utbytte avsatt først når generalforsamlingen vedtar utbytte, hvilket innebærer at egenkapitalen pr. 31.12 allerede er redusert med det betalte utbytte i løpet av året. Det er derfor ikke nødvendig med omgruppering av utbytte.

### ***Steg 2: Skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster***

I det påfølgende avsnittet skilles driftsrelaterte og finansielle balanseposter, da de driftsrelaterte aktivitetene er driverne til verdiskaping (Penman, 2013). Eiendeler klassifiseres som driftsrelaterte dersom de inngår i driftssyklusen og gir opphav til driftsinntekter.

Finansielle eiendeler er enten rene pengeplasseringer eller andre driftsfremmede eiendeler. Driftsrelatert gjeld er lån relatert til driftssyklusen og eventuelle renter blir typisk betalt indirekte gjennom prisen på varer og tjenester. Finansiell gjeld klassifiseres som rentebærende gjeld, bestående av lån hos banker eller i finansmarkedet som har sitt formål å finansiere virksomheten.

### ***Driftsrelaterte eiendeler (DE)***

- *Immaterielle eiendeler* består av goodwill, utsatt skattefordel, egenutviklet software, kundekontrakter og andre immaterielle eiendeler. Disse klassifiseres som *driftsrelaterte anleggsmidler*, da de er nødvendige for selskapets daglige drift.
- *Varige driftsmidler* er maskiner, inventar, transportmidler, IT-utstyr og påkostninger for leide bygg. Disse klassifiseres som *driftsrelaterte anleggsmidler*.
- *Investeringer i tilknyttede og felleskontrollerte selskap* klassifiseres som *driftsrelaterte anleggsmidler*, da disse selskapene har en relativ lik operasjonell drift som EVRY.
- *Andre driftsrelaterte anleggsmidler* består av implementeringsprosjekter og klassifiseres følgelig som *driftsrelaterte anleggsmidler*. Dette er opprinnelig hentet ut fra posten “Andre langsiktige fordringer”, men vi har delt denne opp i driftsrelaterte anleggsmidler og finansielle anleggsmidler.
- *Varelager* klassifiseres som *driftsrelaterte omløpsmidler*.
- *Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer* klassifiseres som *driftsrelaterte omløpsmidler*. Sistnevnte er opprinnelig hentet ut fra posten “andre kortsiktige fordringer”, og inneholder opptjente inntekter, implementeringsprosjekter, forskuddsbetalte kostnader og skatt tilknyttet den operasjonelle driften, samt “andre fordringer”. Postene tilknyttet drift er derfor blitt klassifisert som et driftsrelatert omløpsmiddel, mens “andre fordringer” er klassifisert som et finansielt omløpsmiddel.

### ***Finansielle eiendeler (FE)***

- *Langsiktige finansielle fordringer* består av det resterende fra den originale posten “andre langsiktige fordringer”, fratrukket det som er tilknyttet drift. Følgelig klassifiseres posten som et *finansielt anleggsmiddel*.
- *Langsiktige finansielle investeringer* er ifølge noteinformasjon andre aksjer og markedsverdi på valutavekslingsavtale, sistnevnte kun gjeldende i 2015. Det klassifiseres dermed som et *finansielt anleggsmiddel*.

- *Kortsiktige finansielle fordringer* er resterende fra den originale posten “andre kortsiktige fordringer”, fratrukket det som er tilknyttet drift. Posten anses som et *finansielt omløpsmiddel*.
- *Bankinnskudd* utgjør som regel en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. For daglig drift trenger selskapet likvide midler, mens overskuddslikviditet anses som finansielt. På grunn av konsistens ved fordeling av renteinntekter, vil det være utfordrende å skille mellom drift og finans. For enkelhets skyld har vi valgt å klassifisere bankinnskudd som et *finansielt omløpsmiddel*.

### ***Driftsrelatert gjeld (DG)***

- *Avsetning for krav* gjelder avsetninger til pensjon, utsatt skatt og andre avsetninger. Disse er relatert til drift over en lengre tidshorisont, og klassifiseres som *langsiktig driftsrelatert gjeld*.
- *Langsiktig rentefri gjeld* anses som *langsiktig driftsrelatert gjeld* på grunn av mangel på noteinformasjon og det faktum at det ikke betales rente.
- *Kortsiktig rentefri gjeld* inneholder leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldig offentlige avgifter og feriepengene. I tillegg inkluderes deler av posten “andre kortsiktige forpliktelser” tilknyttet påløpte kostnader og forskuddsfakturering til kunder. Disse er relatert til operasjonell drift og klassifiseres som *kortsiktig driftsrelatert gjeld*.

### ***Finansiell gjeld (FG)***

- *Langsiktig rentebærende gjeld* består primært av banklån og klassifiseres derfor som *langsiktig finansiell gjeld*.
- *Kortsiktig rentebærende gjeld* er det resterende fra posten “andre kortsiktige forpliktelser”, hvilket inneholder leasinggjeld og annet.

Redegjørelsen for drift kontra finansiering oppsummeres i tabell 5-16, hvilket danner grunnlaget for omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital i steg tre.

<b>Totalbalanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Driftsrelaterte anleggsmidler i egen virksomhet	8329,7	8200,8	7022,8	7159,7	7085,1	7545,9
Investering i driftstilknyttet og felleskontrollert virksomhet	1,3	61,5	67,5	54,0	60,9	179,7
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>8331,0</b>	<b>8262,3</b>	<b>7090,3</b>	<b>7213,7</b>	<b>7146,0</b>	<b>7725,6</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	3128,5	3124,1	2931,9	2563,5	2180,2	2606,7
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>11459,5</b>	<b>11386,4</b>	<b>10022,2</b>	<b>9777,2</b>	<b>9326,2</b>	<b>10332,2</b>
Finansielle anleggsmidler	35,8	8,1	16,1	220,8	34,4	35,4
Finansielle omløpsmidler	618,2	601,4	664,4	1079,4	1100,0	1014,5
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>654,0</b>	<b>609,5</b>	<b>680,5</b>	<b>1300,2</b>	<b>1134,4</b>	<b>1049,9</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>12113,5</b>	<b>11995,9</b>	<b>10702,7</b>	<b>11077,4</b>	<b>10460,6</b>	<b>11382,2</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	370,5	299,9	354,4	617,8	429,2	286,0
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2383,3	2568,5	2856,3	3489,9	3002,6	3204,0
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>2753,8</b>	<b>2868,4</b>	<b>3210,7</b>	<b>4107,7</b>	<b>3431,8</b>	<b>3490,0</b>
Langsiktig finansiell gjeld	3533,4	3520,7	3181,3	4779,6	6808,1	4623,0
Kortsiktig finansiell gjeld	374,8	260,5	33,3	44,6	27,0	30,0
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>3908,2</b>	<b>3781,2</b>	<b>3214,6</b>	<b>4824,2</b>	<b>6835,1</b>	<b>4653,0</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>12113,5</b>	<b>11995,9</b>	<b>10702,7</b>	<b>11077,4</b>	<b>10460,6</b>	<b>11382,2</b>

Tabell 5-16: EVRYs totalbalanse

### **Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital**

Det er ønskelig å studere den sysselsatte kapitalen, altså kapitalen som er innskutt og sysselsatt av eierne og långiverne. Den driftsrelaterte gjelden under totalkapitalen er et resultat av driftssyklusen, og bør anses som en korreksjon til driftseiendelene i stedet for gjeld (Knivsflå K. H., 2017g). Årsaken er at gjelden vanligvis ikke er rentebærende, men at renten kommer i form av høyere innkjøpspris og dermed høyere driftskostnad. For å omgjøre totalkapitalen til sysselsatt kapital, subtraheres driftsrelatert gjeld fra driftsrelaterte eiendeler. Dette gir netto driftseiendeler, hvilket splittes videre i netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital. Tabell 5-17 viser sysselsatt kapitalbalanse for EVRY.

<b>SSK balanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7960,5	7962,4	6735,9	6595,9	6716,8	7439,6
Driftsrelatert arbeidskapital	745,2	555,6	75,6	-926,4	-822,4	-597,3
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>8705,7</b>	<b>8518,0</b>	<b>6811,5</b>	<b>5669,5</b>	<b>5894,4</b>	<b>6842,2</b>
Finansielle eiendeler	654,0	609,5	680,5	1300,2	1134,4	1049,9
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>9359,7</b>	<b>9127,5</b>	<b>7492,0</b>	<b>6969,7</b>	<b>7028,8</b>	<b>7892,2</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
Finansiell gjeld	3908,2	3781,2	3214,6	4824,2	6835,1	4653,0
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>9359,7</b>	<b>9127,5</b>	<b>7492,0</b>	<b>6969,7</b>	<b>7028,8</b>	<b>7892,2</b>

Tabell 5-17: Sysselsatt kapitalbalanse for EVRY

#### **Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital**

I det siste steget omgjøres sysselsatt kapital til netto driftskapital ved at finansielle eiendeler trekkes ut fra finansiell gjeld. Dette følger av at finansielle eiendeler i prinsippet er likvide midler som raskt kan benyttes til nedbetaling av den finansielle gjelden, ikke midler som er nødvendig for daglig drift (Knivsflå K. H., 2017g). Av denne årsak er det naturlig å analysere netto finansiell gjeld. Netto driftskapital består dermed av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld, jf. tabell 5-18.

<b>NDK balanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7960,5	7962,4	6735,9	6595,9	6716,8	7439,6
Driftsrelatert arbeidskapital	745,2	555,6	75,6	-926,4	-822,4	-597,3
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>8705,7</b>	<b>8518,0</b>	<b>6811,5</b>	<b>5669,5</b>	<b>5894,4</b>	<b>6842,2</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
Netto finansiell gjeld	3254,2	3171,7	2534,1	3524,0	5700,7	3603,1
<b>Netto driftskapital</b>	<b>8705,7</b>	<b>8518,0</b>	<b>6811,5</b>	<b>5669,5</b>	<b>5894,4</b>	<b>6842,3</b>

Tabell 5-18: Netto driftskapital balanse for EVRY



### 5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse

Omgruppert resultat (MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	12713,6	12748,3	12752,6	12847,4	12232,0	12581,0
- Driftskostnader	12194,0	12121,3	12021,0	12213,1	10929,8	11031,9
= <b>Driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>519,6</b>	<b>627,0</b>	<b>731,6</b>	<b>634,3</b>	<b>1302,2</b>	<b>1549,1</b>
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	144,1	173,9	202,9	175,9	361,2	429,6
= <b>Netto driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>375,5</b>	<b>453,1</b>	<b>528,7</b>	<b>458,4</b>	<b>941,0</b>	<b>1119,5</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	17,2	12,8	20,6	12,1	14,4	15,0
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>392,7</b>	<b>465,8</b>	<b>549,2</b>	<b>470,5</b>	<b>955,4</b>	<b>1134,5</b>
+ Netto finansinntekt	6,8	8,8	30,1	15,1	12,6	15,9
= <b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>399,5</b>	<b>474,6</b>	<b>579,3</b>	<b>485,6</b>	<b>968,0</b>	<b>1150,3</b>
- Netto finanskostnad	116,6	116,7	122,7	207,4	323,6	422,7
- Netto minoritetsresultat	1,4	0,0	0,3	0,0	0,5	0,0
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>281,5</b>	<b>357,9</b>	<b>456,3</b>	<b>278,2</b>	<b>643,9</b>	<b>727,6</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	22,0	-358,3	-1413,9	-1388,5	-609,7	-767,2
+ Unormalt netto finansresultat	-25,6	-14,4	-6,2	-22,7	-80,2	-114,0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>277,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>-963,8</b>	<b>-1133,1</b>	<b>-46,0</b>	<b>-153,6</b>
- Netto betalt utbytte	87,8	90,4	105,4	998,8	1906,1	-3198,2
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>190,1</b>	<b>-105,2</b>	<b>-1069,2</b>	<b>-2131,9</b>	<b>-1952,1</b>	<b>3044,6</b>

Tabell 5-19: Omgruppert resultatregnskap for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

Omgruppert balanse (MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	7960,5	7962,4	6735,9	6595,9	6716,8	7439,6
Driftsrelatert arbeidskapital	745,2	555,6	75,6	-926,4	-822,4	-597,3
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>8705,7</b>	<b>8518,0</b>	<b>6811,5</b>	<b>5669,5</b>	<b>5894,4</b>	<b>6842,2</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
Netto finansiell gjeld	3254,2	3171,7	2534,1	3524,0	5700,7	3603,1
<b>Netto driftskapital</b>	<b>8705,7</b>	<b>8518,0</b>	<b>6811,5</b>	<b>5669,5</b>	<b>5894,4</b>	<b>6842,3</b>

Tabell 5-20: Omgruppert balanse for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

Tilsvarende omgruppering av resultatregnskap og balanseoppstilling er utført for de komparative virksomhetene. Dette for å sikre konsistens i regnskapstallene for videre analyser.

## **5.5 Analyse og justering av målefeil**

Finansregnskapet utarbeides på basis av grunnleggende regnskapsprinsipper innenfor et konseptuelt rammeverk for regnskapsføring, eksempelvis Norsk God Regnskapsskikk (NGRS) eller International Financial Reporting Standards (IFRS). Ved utarbeidelsen kan det forekomme avvik mellom virkelige og rapporterte forhold som vil svekke representasjonen av selskapets underliggende økonomiske forhold (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Avvikene betegnes som målefeil, og kan deles inn i tre ulike typer (Knivsflå K. H., 2017f).

Målefeil av type 1 uttrykker den strategisk fordelene, og skyldes avvik mellom regnskapsføring etter historisk kost og virkelig verdi (Knivsflå K. H., 2017f). Målefeil av type 2 skyldes dårlig måling i samsvar med enten NGRS eller IFRS, særlig regler tilknyttet balanseføring og periodisering. Målefeil av type 3 bunner i kreativ regnskapsføring, der selskapet bevisst velger å ikke rapportere etter gitte standarder. I og med at EVRY undergår grundig revisjon utelukkes målefeil av type 3. Fokuset ligger derfor på målefeil av type 1 og 2.

Justeringer av målefeil er et tema gjenstand for kritikk. På den positive siden kan det justerte regnskapet bedre reflektere underliggende økonomiske forhold i et selskap. På den negative siden besitter eksterne analytikere liten grad av intern informasjon, slik at justeringer kan virke mot sin hensikt og i stedet skape mer støy. I tillegg mener kritikere at ulike målefeil vil utligne hverandre for veletablerte selskap, og at justeringer dermed blir meningsløse. Hvorvidt justeringer bør foretas må vurderes ut fra gevinsten ved å få frem virkelige forhold kontra støyen som målefeilene medfører (Knivsflå K. H., 2017f). I prinsippet er det mange justeringer som kan være aktuelle, men det er vanlig å justere for de forholdene som anses som mest sentrale. I IT-bransjen gjelder dette særlig forskning og utvikling, samt operasjonell leasing.

### **5.5.1 Forskning og utvikling (FoU)**

I følge IAS 38 er det pålagt med direkte kostnadsføring av utgifter tilknyttet forskning. Utgifter tilknyttet utvikling kan derimot balanseføres dersom det tilfredsstillende enkelte krav. Manglende balanseføring innebærer at finansregnskapet utelater intern verdiskaping, noe som kan gi et mindre rettvise bilde på selskapets underliggende lønnsomhet. Direkte kostnadsføring medfører følgelig støy i rentabilitetsmålingen og dermed i målt strategisk fordel (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Flere IT-leverandører utvikler egne programvarer og

kundesystemer som gir opphav til store kostnader. Av denne årsak vil det være relevant å justere for FoU-kostnader. EVRY har dog ikke kostnadsført vesentlig forskning og utvikling, men aktivert utgifter tilknyttet egenutviklet software. Da det videre ikke eksisterer detaljert informasjon vedrørende de komparative virksomhetene, vil vi ikke justere for FoU.

### 5.5.2 Operasjonelle leieavtaler

IAS 17 skiller mellom finansielle og operasjonelle leieavtaler, der kun førstnevnte innregnes i balansen (IASPlus, 2018). IFRS 16 vil fra regnskapsåret 2019 erstatte IAS 17 (PwC, 2016). Den nye standarden pålegger leietakere å balanseføre eiendeler og gjeld for de fleste leieavtaler. I dag er leiekostnader tilknyttet operasjonelle leieavtaler kostnadsført som ordinære driftskostnader. Under IFRS 16 vil leiekostnaden i stedet presenteres som avskrivninger og rente, tilsvarende som for dagens finansielle leieavtaler. Dette innebærer at selskapets driftskostnader blir lavere, den samlede balansesummen vil øke, og nøkkeltall som EBITDA og gjeldsgrad forverres. I dag foreligger det insentiver til å kostnadsføre leieavtaler for å forhindre at gjeldsgraden øker (Palepu, Healy, & Peek, 2013). EVRY har operasjonelle leieavtaler tilknyttet kontorer, software, IT-utstyr, biler og nettkapasitet. På bakgrunn av IAS 17 er disse kostnadsført, og manglende balanseføring kan dermed neglisjere intern verdiskaping. Av denne årsak er det ønskelig å justere for operasjonelle leieavtaler.

For å finne kapitalen som skal balanseføres, tas det utgangspunkt i gjennomsnittet av de årlige operasjonelle leiekostnadene multiplisert med en kapitaliseringsfaktor, som gitt i formel 5-2.

$$\text{Bokført verdi} = \text{Gjennomsnittlig leiekostnad} \times \left( \frac{1}{r} - \frac{1}{r \times (1+r)^T} \right)$$

Formel 5-2: Bokført verdi av leiekapital

EVRY har en gjennomsnittlig operasjonell leiekostnad på 1.462 MNOK og en gjennomsnittlig rente på 6,44%, som vist i tabell 5-21.

Leiekomponenter (MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Operasjonell leie	1177,4	1193,7	2067,0	2270,7	1305,0	756,9
<b>Gjennomsnittlige utgifter til operasjonell leie</b>	<b>1461,8</b>					
Rente på finansiell gjeld (før skatt)	0,041	0,041	0,044	0,088	0,089	0,081
<b>Gjennomsnittlig rente</b>	<b>6,44%</b>					

Tabell 5-21: Gjennomsnittlige utgifter til operasjonell leie og gjennomsnittlig rente

Vi forutsetter at leiekapitalen har en mellomlang levetid på 6 år, da vi ikke har detaljert informasjon om dette tilgjengelig. Dette gir en gjennomsnittlig leiekapital på 7.309 MNOK.

Virkningene av justeringen på EVRYs resultat og balanse vises i tabell 5-22 og 5-23.

Driftsresultatet øker som følge av at rentekostnaden på leiekrevet flyttes fra driftskostnader til finanskostnader, mens nettoeffekten på det fullstendige nettoresultatet er null.

Balansesummen øker betraktelig, både gjennom netto driftseiendeler og finansiell gjeld.

Effekten på egenkapitalen er null, slik at egenkapitalandelen reduseres og gjeldsgraden øker som følge av leiejusteringen.

<b>Effekt av leiejustering på balansen</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	Driftseiendeler	7308,9	7308,9	7308,9	7308,9	7308,9	7308,9
-	Utsatt skatt	2027,1	2027,1	2027,1	2027,1	2027,1	2027,1
=	<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>
	<b>Egenkapital</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
	Kortsiktig netto finansiell gjeld	631,9	643,6	1258,9	1174,1	470,6	117,2
+	Langsiktig netto finansiell gjeld	4649,9	4638,3	4022,9	4107,7	4811,2	5164,7
=	<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>	<b>5281,9</b>

Tabell 5-22: Effekt av leiejustering i balansen

<b>Effekt av leiejustering i resultatet</b>		<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
	Netto driftsresultat	303,0	303,2	324,9	645,9	653,7	594,8
-	Utsatt skatt	84,0	84,1	90,1	179,1	181,3	165,0
=	<b>Fullstendig netto driftsresultat</b>	<b>218,9</b>	<b>219,1</b>	<b>234,8</b>	<b>466,8</b>	<b>472,4</b>	<b>429,8</b>
-	Netto finanskostnad	218,9	219,1	234,8	466,8	472,4	429,8
=	<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Tabell 5-23: Effekt av leiejustering i resultatet

### 5.5.3 Omgruppert og justert resultat og balanse

Avslutningsvis presenteres EVRYs omgrupperte og justerte resultat, balanse og fri kontantstrøm. Tilsvarende for bransjen er gitt i vedlegg 1.

<i>Justert resultatregnskap</i>		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Driftsinntekter	12713,6	12748,3	12752,6	12847,4	12232,0	12581,0
-	Driftskostnader	11891,0	11818,1	11696,1	11567,2	10276,1	10437,2
=	<b>Driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>822,6</b>	<b>930,1</b>	<b>1056,5</b>	<b>1280,2</b>	<b>1955,9</b>	<b>2143,8</b>
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	228,1	257,9	293,0	355,0	542,4	594,5
=	<b>Netto driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>594,5</b>	<b>672,2</b>	<b>763,5</b>	<b>925,3</b>	<b>1413,6</b>	<b>1549,4</b>
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	17,2	12,8	20,6	12,1	14,4	15,0
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>611,7</b>	<b>684,9</b>	<b>784,1</b>	<b>937,4</b>	<b>1428,0</b>	<b>1564,4</b>
+	Netto finansinntekt	6,8	8,8	30,1	15,1	12,6	15,9
=	<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>618,5</b>	<b>693,7</b>	<b>814,2</b>	<b>952,5</b>	<b>1440,6</b>	<b>1580,2</b>
-	Netto finanskostnad	335,6	335,8	357,6	674,3	796,2	852,6
-	Netto minoritetsresultat	1,4	0,0	0,3	0,0	0,5	0,0
=	<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>281,5</b>	<b>357,9</b>	<b>456,3</b>	<b>278,2</b>	<b>643,9</b>	<b>727,6</b>
+	Unormalt netto driftsresultat	22,0	-358,3	-1413,9	-1388,5	-609,7	-767,2
+	Unormalt netto finansresultat	-25,6	-14,4	-6,2	-22,7	-80,2	-114,0
-	Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>277,9</b>	<b>-14,8</b>	<b>-963,8</b>	<b>-1133,1</b>	<b>-46,0</b>	<b>-153,6</b>
-	Netto betalt utbytte	87,8	90,4	105,4	998,8	1906,1	-3198,2
=	<b>Endring i egenkapital</b>	<b>190,1</b>	<b>-105,2</b>	<b>-1069,2</b>	<b>-2131,9</b>	<b>-1952,1</b>	<b>3044,6</b>

Tabell 5-24: Justert resultatregnskap for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.).

<b>Justert totalbalanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Driftsrelatert anlegg i egen virksomhet	15638,6	15509,7	14331,7	14468,6	14394,0	14854,8
Investering i driftstilknyttet og felleskontrollert virksomhet	1,3	61,5	67,5	54,0	60,9	179,7
<b>Driftsrelatert anleggsmidler</b>	<b>15639,9</b>	<b>15571,2</b>	<b>14399,2</b>	<b>14522,6</b>	<b>14454,9</b>	<b>15034,5</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	3128,5	3124,1	2931,9	2563,5	2180,2	2606,7
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>18768,4</b>	<b>18695,3</b>	<b>17331,1</b>	<b>17086,1</b>	<b>16635,1</b>	<b>17641,1</b>
Finansielle anleggsmidler	35,8	8,1	16,1	220,8	34,4	35,4
Finansielle omløpsmidler	618,2	601,4	664,4	1079,4	1100,0	1014,5
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>654,0</b>	<b>609,5</b>	<b>680,5</b>	<b>1300,2</b>	<b>1134,4</b>	<b>1049,9</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>19422,42</b>	<b>19304,8</b>	<b>18011,6</b>	<b>18386,3</b>	<b>17769,5</b>	<b>18691,1</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2397,6	2327,0	2381,5	2644,9	2456,3	2313,1
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2383,3	2568,5	2856,3	3489,9	3002,6	3204,0
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>4780,9</b>	<b>4895,5</b>	<b>5237,8</b>	<b>6134,8</b>	<b>5458,9</b>	<b>5517,1</b>
Langsiktig finansiell gjeld	8183,3	8159,0	7204,2	8887,3	11619,3	9787,7
Kortsiktig finansiell gjeld	1006,7	904,1	1292,2	1218,7	497,6	147,2
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>9190,1</b>	<b>9063,1</b>	<b>8496,5</b>	<b>10106,1</b>	<b>12117,0</b>	<b>9934,9</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>19422,4</b>	<b>19304,8</b>	<b>18011,6</b>	<b>18386,3</b>	<b>17769,5</b>	<b>18691,1</b>

Tabell 5-25: Justert totalbalanse for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

<b>SSK balanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsrelaterede anleggsmidler	13242,4	13244,3	12017,8	11877,8	11998,7	12721,4
Driftsrelatert arbeidskapital	745,2	555,6	75,6	-926,4	-822,4	-597,3
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>13987,6</b>	<b>13799,9</b>	<b>12093,4</b>	<b>10951,4</b>	<b>11176,3</b>	<b>12124,1</b>
Finansielle eiendeler	654,0	609,5	680,5	1300,2	1134,4	1049,9
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>14641,6</b>	<b>14409,4</b>	<b>12773,9</b>	<b>12251,6</b>	<b>12310,7</b>	<b>13174,0</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
Finansiell gjeld	9190,1	9063,1	8496,5	10106,1	12117,0	9934,9
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>14641,6</b>	<b>14409,4</b>	<b>12773,9</b>	<b>12251,6</b>	<b>12310,7</b>	<b>13174,1</b>

Tabell 5-26: Justert sysselsatt kapital balanse for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

<b>NDK balanse</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	13242,4	13244,3	12017,8	11877,8	11998,7	12721,4
Driftsrelatert arbeidskapital	745,2	555,6	75,6	-926,4	-822,4	-597,3
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>13987,6</b>	<b>13799,9</b>	<b>12093,4</b>	<b>10951,4</b>	<b>11176,3</b>	<b>12124,1</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277,1</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,1</b>	<b>3237,7</b>
Minoritetsinteresser	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	1,5
Netto finansiell gjeld	8536,1	8453,6	7816,0	8805,9	10982,6	8884,9
<b>Netto driftskapital</b>	<b>13987,6</b>	<b>13799,9</b>	<b>12093,4</b>	<b>10951,4</b>	<b>11176,3</b>	<b>12124,1</b>

Tabell 5-27: Justert netto driftskapital balanse for EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Netto driftsresultat	684,9	784,1	937,4	1428,0	1564,4
+ Unormalt netto driftsresultat	-358,3	-1413,9	-1388,5	-609,7	-767,2
- Endring i netto driftseiendeler	-187,7	-1706,5	-1142,0	224,9	947,8
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>514,4</b>	<b>1076,7</b>	<b>690,8</b>	<b>593,4</b>	<b>-150,7</b>
+ Netto finansinntekt	8,8	30,1	15,1	12,6	15,9
+ Unormal netto finansinntekt	-14,4	-6,2	-22,7	-80,2	-114,0
- Endring i finansielle eiendeler	-44,5	71,0	619,7	-165,8	-84,5
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>553,2</b>	<b>1029,6</b>	<b>63,5</b>	<b>691,6</b>	<b>-164,3</b>
- Netto finanskostnad	335,8	357,6	674,3	796,2	852,6
+ Endring i finansiell gjeld	-127,0	-566,6	1609,6	2010,9	-2182,1
- Netto minoritetsresultat	0,0	0,3	0,0	0,5	0,0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0,0	0,0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0,0	0,3	0,0	0,3	0,9
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>90,4</b>	<b>105,4</b>	<b>998,8</b>	<b>1906,1</b>	<b>-3198,2</b>

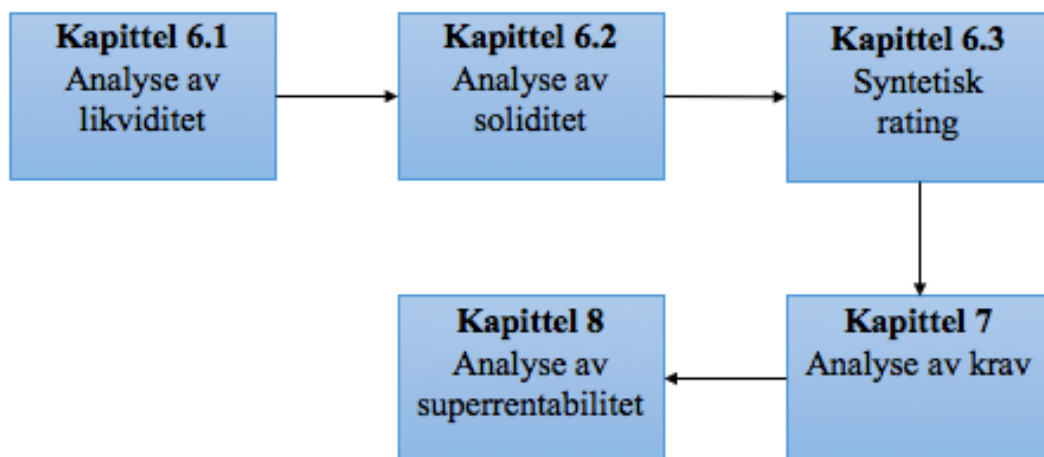
Tabell 5-28: Justert fri kontantstrøm til EVRY i perioden 2012-2017. Tall oppgitt i NOK (mill.)

## 5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte og justerte regnskapet til EVRY og bransjen danner grunnlaget for forholdstallsanalysen, der formålet er å få innsikt i risiko og rentabilitet (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Rammeverket for analysen illustreres i figur 5-3. I kapittel 6 foretas en analyse av risiko gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse, med den hensikt å vurdere kortsiktig og langsiktig kredittrisiko. Risikoanalysen resulterer i et anslag på EVRYs syntetiske kredittrating. I kapittel 7 fastsettes avkastningskravet, som vil benyttes som målestokk for lønnsomhet i analysen av superrentabilitet i kapittel 8. I sistnevnte kapittel dekomponeres superrentabiliteten for å avdekke underliggende kilder til eventuell lønnsomhet. Ved beregning av forholdstall og superrentabilitet benyttes tidsvektede tall gjennom analyseperioden. Da det er en høy endrings- og innovasjonstakt i IT-bransjen, anses de seneste årene som mest aktuelle. Hovedtyngden av vekten legges derfor på årene 2015, 2016 og 2017.

År	2013	2014	2015	2016	2017
Vekting	10%	15%	20%	25%	30%

Tabell 5-29: Tidsvektning for analyseperioden



Figur 5-3: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå K. H., 2017h).



## **Kapittel 6 - Analyse av risiko**

I dette kapitlet analyseres kredittrisikoen til EVRY og de komparative virksomhetene. Dette utføres gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse, hvor hovedformålet er å bestemme EVRYs kreditrisikopremie. Kreditrisiko defineres som *“risikoen for at låntakere ikke klarer å betale renter og avdrag på sine lån”* (Store Norske Leksikon, 2018c).

Totalrisikoen til en virksomhet kan splittes i systematisk og usystematisk risiko (Berk & DeMarzo, 2013). Usystematisk risiko er selskapsspesifikk risiko som kan diversifiseres vekk av investorer, mens systematisk risiko er generell markedsrisiko som ikke kan diversifiseres vekk. Dermed er analyse av selskapsspesifikk risiko irrelevant for veldiversifiserte investorer. For kreditorer er kredittrisikoen den relevante risikoen. Kreditrisiko representerer faren for tap og er således en ensidig risiko da det ikke eksisterer gevinstmuligheter. Av denne årsak anses risikoen som systematisk. I delkapittel 6.1 analyseres kortsiktig kreditrisiko gjennom en likviditetsanalyse, og langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse i delkapittel 6.2. Disse delkapittelene, sammen med den strategiske analysen fra fjerde kapittel, danner grunnlaget for den syntetiske ratingen som fastsettes i delkapittel 6.3.

### **6.1 Likviditetsanalyse**

Hensikten med likviditetsanalyse er å vurdere virksomhetens evne til å betjene dens løpende kortsiktige gjeldsforpliktelser (Damodaran, 2012). Likviditetsanalysen kartlegger om virksomheten har nok likvide midler til å dekke krav etterhvert som de forfaller til betaling. Likviditetsrisikoen indikerer dermed faren for at virksomheten går konkurs på kort sikt (Penman, 2013). Analysen undersøker EVRYs gjeldsdekning i både balanse, resultat og kontantstrøm, samt i fremtiden. Gjeldsdekning i balansen avdekkes gjennom likviditetsgrad 1 og 2, samt finansiell gjeldsdekningsgrad. Gjeldsdekning gjennom resultat og fri kontantstrøm vurderes gjennom rentedekningsgrad og kontantstrømanalyse, mens fremtidig gjeldsdekning analyseres avslutningsvis.

### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og uttrykker virksomhetens kortsiktige betalingsevne.

$$LG1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

*Formel 6-1: Likviditetsgrad 1*

En likviditetsgrad under 1 indikerer at virksomheten har mer forpliktelse som forfaller innen ett år enn eiendeler som kan konverteres til likvide midler, hvilket indikerer en likviditetsrisiko (Damodaran, 2012). Ifølge en tommelfingerregel bør likviditeten være minimum 2, fordi enkelte omløpsmidler kan være vanskelig å likvidere, dette til tross for at full dekning i prinsippet oppnås ved 1 (Palepu, Healy, & Peek, 2013). På en annen side vil det være en avveining mellom likviditetsrisiko og å binde opp arbeidskapital, slik at en svært høy likviditetsgrad også kan være et faresignal (Damodaran, 2012).

Hva som er tilstrekkelig likviditetsgrad vil avhenge av bransjespesifikke forhold (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Kapitalintensive bedrifter som leverer fysiske goder har ofte en høyere likviditetsgrad, da varelager og kundefordringer overstiger kortsiktig gjeld. Dette er i motsetning til mindre kapitalintensive bedrifter som i stedet leverer tjenester. IT-bransjen vil falle i midtsjiktet, hvilket er viktig å ha i bakhånd i vurderingene. Tabell 6-1 viser beregnede likviditetsgrader for EVRY og bransjen for årene 2013-2017, samt tidsvektet snitt.

Likviditetsgrad 1	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
EVRY	1,07	0,87	0,77	0,94	1,08	0,95
Bransjen	1,10	0,99	0,92	0,94	0,92	0,95

*Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for EVRY og bransjen*

EVRYs tidsvektede likviditetsgrad er 0,95. Den avtok fra 2013 til 2015, hvilket henføres en større økning i kortsiktig gjeld relativ til omløpsmidlene. Frem til 2017 økte likviditetsgraden forårsaket av lavere kortsiktig finansiell gjeld. Lignende trend er synlig for bransjen, med et tilsvarende tidsvektet snitt som EVRY. Selv om tallene for bransjen historisk har vært noe høyere, har EVRY en mer positiv utvikling de siste årene og en likviditetsgrad høyere enn bransjen i 2017. Både EVRY og bransjens tidsvektede snitt ligger under tommelfingerregelen

på 2, og marginalt under full teoretisk dekning på 1. Med tanke på bransjespesifikke forhold er dette normalt, og likviditetsrisikoen anses derfor ikke som urovekkende.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene, her finansielle omløpsmidler, og kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012).

$$LG2 = \frac{FOM}{KG} = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

*Formel 6-2: Likviditetsgrad 2*

Dette er i motsetning til den tradisjonelle definisjonen, der likvide omløpsmidler anses som alle omløpsmidler fratrukket varelageret. Tommelfingerregelen tilsier at forholdstallet bør være minimum 1, men grunnet bruk av utradisjonell formel benyttes bransjegjennomsnittet som målestokk. Både EVRY og bransjen har en lav grad av finansielle omløpsmidler, der bankinnskudd utgjør den største posten. Likviditetsgraden er generelt lav, med tidsvektede snitt for EVRY og bransjen på hhv. 0,26 og 0,18. EVRY presterer med dette bedre enn bransjen, og har opplevd en stigende trend. Med tanke på at kortsiktig finansiell gjeld utgjør en marginal andel av EVRYs kortsiktige samlede gjeld, anser vi den kortsiktige likviditetsrisikoen som lav.

Likviditetsgrad 2	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
EVRY	0,17	0,16	0,23	0,31	0,30	0,26
Bransjen	0,19	0,19	0,19	0,17	0,17	0,18

*Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for EVRY og bransjen*

### 6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad uttrykker forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld på lang sikt.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FE}{FG}$$

*Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad*

Dersom forholdstallet er over 1 betyr det at virksomheten har nok finansielle eiendeler til å betjene den finansielle gjelden. Dess mindre finansielle eiendeler, desto større er risikoen for en likviditetskrise (Knivsflå K. H., 2017h). Fra likviditetsgrad 2 vet vi at bransjen, inkludert EVRY, generelt har lav andel av finansielle eiendeler og i stedet investerer i drift av kjernevirksomheten. Av tabell 6-3 nedenfor fremkommer det at EVRY har en svært lav gjeldsdekningsgrad i forhold til bransjen, hvilket kan være et faresignal. Både EVRY og bransjen genererer positiv kontantstrøm til egenkapitalen, og store andeler av dette utbetales som utbytte til eiere. I og med at kontantstrømmen kan justeres i forhold til nivået på finansiell gjeld, anser vi langsiktig finansiell gjeldsdekning som moderat.

Gjeldsdekningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
EVRY	0,067	0,080	0,129	0,094	0,106	0,100
Bransjen	0,183	0,218	0,227	0,160	0,208	0,199

Tabell 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad for EVRY og bransjen

#### 6.1.4 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrad viser virksomhetens evne til å betjene rentekostnader gjennom nettoresultat fra sysselsatt kapital. Det viser hvor mange ganger inntjeningen fra driften kan dekke renten på den finansielle gjelden (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

$$RDG = \frac{NRS}{FK} = \frac{NDR + NFI}{NFK}$$

Formel 6-4: Rentedeckningsgrad

Høy rentedeckningsgrad tilsvarer god likviditet og muligheten til å påta tyngre gjeldsforpliktelser. Tømmelfingerregelen er at den bør overstige 3. Det fremkommer at EVRY og bransjen har en rentedeckningsgrad over 1, hvilket betyr at de genererer et resultat som kan dekke rentekostnadene. Bransjen har en relativ god rentedeckningsgrad, som fra 2014 oppfyller tommelfingerregelen. Forholdstallet er en del lavere for EVRY, og det ble naturligvis forverret i 2015 som følge av det lånefinansierte oppkjøpet og påfølgende refinansiering av selskapet. Likevel viser selskapet til en stigende trend i rentedeckningsgraden fra 2015.

Rentedeckningsgrad	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
EVRY	2,07	2,28	1,41	1,81	1,85	1,84
Bransjen	2,39	4,14	3,00	3,35	3,61	3,38

Tabell 6-4: Rentedeckningsgrad for EVRY og bransjen

### 6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning kan analyseres ved å undersøke forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansielle långivere (Knivsflå K. H., 2017h). Det uttrykker virksomhetens evne til å generere kontanter for dekning av de løpende gjeldsforpliktelsene. Forholdstallet er kun meningsfylt i perioder der virksomheten nedbetaler gjeld, altså når  $NFK - \Delta FG > 0$ . EVRY nedbetaler gjeld i 2013, 2014 og 2017, men påtar seg mer gjeld i 2015 og 2016. Av denne årsak vil vi ikke analysere gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.

Kontantstrømanalyse inneholder likevel verdifull informasjon, da det viser virksomhetens genererte kontanter fra drift og sysselsatt kapital og hvordan dette fordeles på investeringer i kjernevirksomheten, kreditorer og eiere.

Fri kontantstrøm	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	685,0	783,7	937,1	1428,2	1564,6
Unormalt netto driftsresultat	-358,4	-1414,2	-1388,8	-609,9	-767,9
Endring i netto driftseiendeler	-187,9	-1706,6	-1142,0	225,0	947,6
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>514,6</b>	<b>1076,1</b>	<b>690,3</b>	<b>593,3</b>	<b>-150,9</b>
Netto finansinntekt	8,8	30,1	15,1	12,6	15,9
Unormal netto finansinntekt	-14,4	-6,3	-22,7	-80,2	-114,0
Endring i finansielle eiendeler	-44,5	71,0	619,7	-165,8	-84,5
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>553,4</b>	<b>1028,9</b>	<b>63,0</b>	<b>691,5</b>	<b>-164,5</b>
Netto finanskostnad	335,8	357,6	674,3	796,2	852,6
Endring i finansiell gjeld	-127,0	-566,6	1609,6	2010,9	-2182,1
Netto minoritetsresultat	0,0	0,3	0,0	0,5	0,0
Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endring i minoritetsinteresser	0,0	0,3	0,0	0,3	0,4
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>90,6</b>	<b>104,8</b>	<b>998,3</b>	<b>1906,0</b>	<b>-3198,9</b>

Tabell 6-5: Justert fri kontantstrøm til EVRY

Fri kontantstrøm fra drift viser at EVRY genererer kontanter gjennom drift i hele analyseperioden med unntak av 2017. Det har vært en nettolikvidering av driftseiendeler fra 2013 til 2015, og nettoinvestering de to seneste årene. Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital er positiv i alle år utenom 2017, hvilket betyr at de genererer kontanter som kan utdeles til finansielle långivere. EVRY betaler renter på gjeld i hele perioden, og avdrag i 2013, 2014 og 2017. I forbindelse med det lånefinansierte oppkjøpet, økte gjelden i 2015 og 2016. I 2017

refinansierte de låneporteføljen og all ekstern langsiktig gjeld ble nedbetalt, og nytt terminlån på over 4 millioner ble trukket opp. Fri kontantstrøm til egenkapitalen tilsvarer netto betalt utbytte, som består av det betalte utbytte fratrukket innskutt kapital. EVRY har betalt utbytte i 2013 til 2016. I forbindelse med børsnoteringen i 2017 ble det tilført over 3 mrd. i ny egenkapital som ledd i planlagt refinansiering.

### 6.1.6 Fremtidig gjeldsdekning

For å avdekke risikoen for en likviditetskrise i fremtiden, analyseres rente- og avdragsdekning ett år frem i tid ved bruk av finansielle eiendeler og fremtidig fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital. I verst tenkelig scenario settes fri kontantstrøm lik 0.

$$\text{Rente - og avdragsdekning i } t + 1 = \frac{FE_t + FKS_{t+1}}{NFK_{t+1} + AVD_{t+1}}$$

*Formel 6-5: Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid*

EVRYs fremtidige gjeldsdekning beregnes til 1,94, hvilket innebærer at de har mer enn nok finansielle eiendeler til å dekke fremtidige rentekostnader og avdrag. Således anses fremtidig likviditetsrisiko på kort sikt som lav. Likviditetsrisikoen kan derimot øke dersom virksomheten bryter med lånevilkår, såkalte covenants. Brudd på covenants innebærer at langsiktig gjeld vil forfalle til betaling. I mars 2015 inngikk EVRY en finansieringsavtale med et syndikat av banker, der lånevilkårene er basert på gjeldsgrad. Konsernet oppgir i årsrapporten at de har overholdt sine lånevilkår, og at de tar løpende vurderinger av forsvarlig gjeldsgrad.

## 6.2 Soliditetsanalyse

Hensikten med en soliditetsanalyse er å kartlegge hvorvidt virksomheten har tilstrekkelige økonomiske ressurser til å tåle fremtidige tap. Soliditetsrisiko representerer dermed faren for at virksomheten ikke har finansiell evne til å stå imot en lengre periode med tap. Ettersom tap føres mot egenkapitalen, utgjør egenkapitalen en buffer mot fremtidige tap og konkurs (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Soliditetsanalysen baseres på tre forhold; egenkapitalprosent, lønnsomhet gjennom netto driftsrentabilitet, og kapitalstruktur.

## 6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten består av egenkapital fra majoritet og minoritet over total kapital. Generelt vil lav egenkapitalandel og tilsvarende høy gjeldsgrad indikere at virksomheten har en liten kapitalbuffer for uforutsette hendelser, og følgelig en høy langsiktig likviditetsrisiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK + MI}{TK}$$

*Formel 6-6: Egenkapitalprosent*

I forbindelse med at Lyngen Bidco AS ervervet 88 % av aksjene i EVRY i 2015, ble det besluttet i ekstraordinær generalforsamling i 2015 og 2016 et ekstraordinært utbytte, tilsvarende NOK 1.004 millioner og NOK 1.906 millioner. Dette vises i tabell 6-7 over endring i egenkapital. Dette forklarer den ekstremt lave egenkapitalprosenten på 1,09 % i 2016. I 2015 var egenkapitalprosenten på 11,67 %, både på grunn av et kraftig negativt årsresultat og betalt utbytte. Egenkapitalen normaliseres delvis igjen i 2017 til 17,33 % i forbindelse med børsnoteringen og innhenting av ny kapital. For å få et mer rettviseende bilde av virksomhetens egenkapitalprosent, er 2015 og 2016 er vektet med 10 % i beregningen av det tidsvektede snittet. 2013 er vektet med 20 %, 2014 er vektet med 25 % og 2017 er vektet med 35 %. Da EVRYs situasjon også har effekt på bransjegjennomsnittet, er det brukt samme vektning for bransjen. Bransjen har en moderat egenkapitalprosent og lav soliditetsrisiko gjennom analyseperioden. EVRY har et lavere tidsvektet gjennomsnitt, men egenkapitalprosenten kan likevel anses som forsvarlig. Justeringer av målefeil medførte økt total kapital som følge av balanseføring av leiekostnader. Vi påpeker derfor at egenkapitalprosenten er høyere dersom leiejusteringen ignoreres.

Egenkapitalprosent	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
<b>EVRY</b>	27,69%	23,75%	11,67%	1,09%	17,33%	18,82%
<b>Bransjen</b>	30,68%	27,98%	22,65%	18,36%	23,80%	25,56%

*Tabell 6-6: Egenkapitalprosent for EVRY og bransjen*

Endring i egenkapital (MNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital per 01.01	5261,4	5451,5	5346,3	4277,1	2145,2	193,6
Kjøp/Salg egne aksjer	5,5	2,9	1,3	4,8	0,0	3180,0
Aksjebaserte opsjoner ansatte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0
Utbytte	-93,3	-93,3	-106,8	-1003,6	-1906,1	0,0
Øvrige resultatelementer	120,0	62,8	-92,7	277,6	-346,1	108,0
Årsresultat	157,9	-77,6	-871,1	-1410,7	300,6	-262,0
<b>Egenkapital per 31.12</b>	<b>5451,5</b>	<b>5346,3</b>	<b>4277</b>	<b>2145,2</b>	<b>193,6</b>	<b>3237,6</b>

Tabell 6-7: Endring i egenkapital for EVRY i perioden 2012 -2017. Tall oppgitt i MNOK.

### 6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet måler avkastningen fra netto driftseiendeler, og er således et mål på lønnsomheten til selskapets drift (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Netto driftsrentabilitet fremkommer av netto driftsresultat over gjennomsnittlig kapital, hvor vi velger å justere for opptjent kapital i inneværende år.

$$ndr = \frac{NDR}{NDK} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

Formel 6-7: Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
<b>EVRY</b>	5,05%	6,24%	8,48%	13,80%	14,40%	10,90%
<b>Bransjen</b>	11,75%	10,25%	11,81%	14,67%	16,09%	13,57%

Tabell 6-8: Netto driftsrentabilitet for EVRY og bransjen

Historisk har EVRY hatt en lavere netto driftsrentabilitet sammenlignet med bransjen, der tidsvektet snitt er hhv. 10,9 % mot 13,6 %. Det innebærer at EVRY i gjennomsnittet generer et resultat på 10,9 % pr. krone investert i driften. EVRYs rentabilitet viser til en stigende trend gjennom hele analyseperioden hvor de nærmer seg bransjesnittet. Samlet sett vil netto driftsrentabilitet utgjøre kun en moderat risikofaktor for selskapet.

### 6.2.3 Kapitalstruktur

Et selskaps kapitalstruktur avdekker hvilke finansieringskilder som benyttes til ulike eiendeler. En solid kapitalstruktur innebærer en god balanse mellom egenkapital, langsiktig og kortsiktig finansiering, som videre skal tilsvare eiendelenes art og risikoprofil (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). I analysen er eiendelene rangert etter illikviditet og kapitalene



er rangert etter langsiktighet. Finansiering med egenkapital anses som minst risikabel, mens kortsiktig gjeldsfinansiering anses som mest risikabel.

Driftsrelaterte anleggsmidler genererer i hovedsak kontantstrømmer over mange år, dermed er langsiktig finansiering med forutsigbare nedbetalingsplaner et fornuftig valg. Dette i motsetning til kortsiktig finansiering som kan gjøre virksomheten sårbar i situasjoner der lånemarkedet blir illikvid og kreditorer skremmes vekk. Omløpsmidler varierer i størrelse i løpet av året, og en 100 % langsiktig finansiering vil dermed redusere virksomhetens fleksibilitet til å nedbetale gjeld når de har mye omløpsmidler (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Av denne årsak er det fornuftig med størst andel av kortsiktig finansiering av omløpsmidler. Nedenfor vises finansieringsmatrisen i absolutte tall og prosent for EVRY og bransjen.

### **EVRY**

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	3237,9	1,0	2312,0	9483,1	0,0	0,0	15034,0
<b>FAM</b>	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0	0,0	35,0
<b>DOM</b>	0,0	0,0	0,0	270,9	2336,1	0,0	2607,0
<b>FOM</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	867,9	147,0	1015,0
<b>TK</b>	<b>3237,9</b>	<b>1,0</b>	<b>2312,0</b>	<b>9789,0</b>	<b>3204,0</b>	<b>147,0</b>	<b>18692,0</b>

Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	21,54%	0,01%	15,38%	63,08%	0,00%	0,00%	80,43%
<b>FAM</b>	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,19%
<b>DOM</b>	0,00%	0,00%	0,00%	10,39%	89,61%	0,00%	13,95%
<b>FOM</b>	0	0	0	0	85,52%	14,48%	5,43%
<b>TK</b>	<b>17,32%</b>	<b>0,01%</b>	<b>12,37%</b>	<b>52,37%</b>	<b>17,14%</b>	<b>0,79%</b>	<b>100,00%</b>

Tabell 6-9: Statisk finansieringsmatrise for EVRY, i absolutte tall og prosent

### **Bransjen**

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	12226,0	17,0	4397,0	13891,0	1679,0	0,0	32211,0
<b>FAM</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	44,0	0,0	44,0
<b>DOM</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	15673,0	0,0	15673,0
<b>FOM</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	236,0	3288,0	3524,0
<b>TK</b>	<b>12226,0</b>	<b>17,0</b>	<b>4397,0</b>	<b>13891,0</b>	<b>17633,0</b>	<b>3288,0</b>	<b>51452,0</b>

Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	37,96%	0,05%	13,65%	43,12%	5,21%	0,00%	62,60%
<b>FAM</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,09%
<b>DOM</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	30,46%
<b>FOM</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,70%	93,30%	6,85%
<b>TK</b>	<b>23,76%</b>	<b>0,03%</b>	<b>8,55%</b>	<b>27,00%</b>	<b>34,27%</b>	<b>6,39%</b>	<b>100,00%</b>

Tabell 6-10: Statisk finansieringsmatrise for bransjen, i absolutte tall og prosent

Totalkapitalen til EVRY og bransjen har en egenkapitalfinansiering på hhv. 17,3% og 23,8%. EVRYs driftsrelaterte anleggsmidler er finansiert gjennom egenkapital og langsiktig gjeld. Samme mønster er synlig i bransjen, men 5,2% er finansiert med kortsiktig driftsrelatert gjeld, hvilket utgjør en soliditetsrisiko. Videre er de finansielle anleggsmidlene til EVRY 100% finansiert gjennom langsiktig finansiell gjeld, i motsetning til bransjen hvor disse finansieres gjennom kortsiktig driftsrelatert gjeld. EVRY skiller seg altså positivt ut fra bransjen ved å ikke finansiere noen av anleggsmidlene med kortsiktig gjeld. EVRY finansierer 10,4% av de driftsrelaterte omløpsmidlene med langsiktig finansiell gjeld, og de resterende med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dette er til fordel for EVRY over bransjen, som finansierer 100% av driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig driftsrelatert gjeld. Den mest risikable kapitalen, den kortsiktige gjelden, er hele 22 % lavere for EVRY enn gjennomsnittet i bransjen. Samlet sett knyttes det lav risiko til EVRYs kapitalstruktur, og en noe større risiko for bransjen.

### 6.3 Syntetisk rating

Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko vil avslutningsvis oppsummeres gjennom en karakter på risiko, kalt syntetisk rating. Kredittratingen anslår virksomhetens konkurssansynlighet og evne til å tilbakebetale lån, og den vil brukes i beregningen av EVRYs avkastningskrav i kapittel 7. Kredittrating utføres normalt av selvstendige kredittvurderingsbyråer, som for eksempel Standard & Poor's og Moody's & Fitch (Knivsflå K. H., 2017h). Moody's har pr. 11.02.15 vurdert EVRYs rating til B1, men denne ble satt passiv i 2017 i påvente av informasjon om børsnoteringen. Det er pr. i dag ikke foretatt en ny kredittvurdering, men Moody's har indikert at kredittratingen kan oppgraderes dersom EBITA marginen øker og gjeldsgraden reduseres (Moody's, 2018). Skyggerating er offentlig rating i regi av selskaper som ikke har autorisasjon til å drive med organisert rating. Proff Forvalt har i 2016 vurdert EVRYs rating til B3 på kort og mellomlang sikt, hvilket innebærer at selskapet med tilstrekkelig sikkerhet og informasjon klarer å betjene kreditt. På

lang sikt er kredittratingen oppgradert til B2 og tilsvarende konkurssansynlighet ligger i intervallet 1,5-3 % (Proff Forvalt, u.d.).

På bakgrunn av forholdstallsanalysen vil det utføres en syntetisk rating av EVRY og bransjen. Fire forholdstall vil gi en indikasjon på hvilken kredittrating som legges til grunn; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Syntetisk rating baseres på formatet utarbeidet av Knivsflå (2017h) se tabell 6-11, der AAA er beste karakter og D er dårligste karakter.

Rating	Likviditetsgrad 1 (lg1)	Rentedekningsgrad etter skatt (rdg)	Egenkapitalprosent (ekp)	Netto driftsrentabilitet (ndr)	Konkurs-sansynlighet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002
	4,600	4,835	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,04	0,0493
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,2796
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,72	0,8554

Tabell 6-11: Syntetisk rating (Knivsflå K. H., 2017h)

Syntetisk rating, EVRY	2013	2014	2015	2016	2017	Vektet
Likviditetsgrad 1	BB	B	B	B	B	B
Rentedekningsgrad	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	BB	B	CCC	C	B	B
Netto driftsrentabilitet	B	BB	BBB	A	A	BBB
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>

Tabell 6-12: Syntetisk rating for EVRY

Syntetisk rating, bransjen	2013	2014	2015	2016	2017	Vektet
Likviditetsgrad 1	BB	B	B	B	B	<b>B</b>
Rentedekningsgrad	BBB	A	A	A	A	<b>A</b>
Egenkapitalprosent	BB	BB	B	B	B	<b>B</b>
Netto driftsrentabilitet	BBB	BBB	BBB	BBB	A	<b>BBB</b>
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>BB/BBB</b>	<b>BB/BBB</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB/BBB</b>	<b>BB+</b>

Tabell 6-13: Syntetisk rating for bransjen

Den vanligste kredittratingen er BBB (Knivsflå K. H., 2017h). De fire forholdstallene indikerer at EVRYs kredittrating er BB, hvilket anses som relativ god. Bransjens kredittrating vurderes til BB+, hvilket tilsier at EVRY og bransjen har en tilnærmet lik likviditets- og soliditetsrisiko.

I det justerte regnskapet er leiekostnaden balanseført og tilknyttet rente er omgjort fra driftskostnad til finanskostnad. Det har medført en kraftig økning i netto finanskostnader og i totalkapitalen. Da dette kan medføre endringer i forholdstallene har vi gjennomført en analyse for å avdekke syntetisk rating basert på det ujusterte regnskapet, se tabell 6-14. På grunnlag av ujustert regnskap øker EVRYs syntetiske rating fra BB til BBB-, hvilket henføres en høyere rentedekningsgrad og egenkapitalprosent. Bransjens syntetiske rating øker fra BB+ til BBB. Det skyldes til dels samme utvikling som EVRY, men i tillegg får bransjen en kraftig økning i netto driftsrentabilitet. Totalt sett er syntetisk rating blitt løftet ett nivå, samtidig som EVRYs rating er marginalt lavere enn bransjen. IFRS 16 vil erstatte IAS 17 fra og med 2019 i hht. delkapittel 5.5.2. Før standarden implementeres har virksomheter insentiver til å klassifisere finansielle leieforpliktelser som operasjonelle leieforpliktelser, da dette gir en lavere total balansesum, høyere egenkapitalprosent og høyere EBITA-margin. Kredittvurderingsbyrået Standard & Poor's kapitaliserer operasjonelle leieforpliktelser i sine kredittvurderinger (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Vi velger derfor å beholde den syntetiske ratingen basert på det justerte regnskapet.

Syntetisk rating basert på ujusterte tall, EVRY	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt	Rating
Likviditetsgrad 1	1,320	1,240	1,030	1,080	1,120	1,13	BB
Rentedekningsgrad	4,07	4,72	2,34	2,99	2,72	3,15	AA
Egenkapitalprosent	44,57%	39,97%	19,37%	1,85%	28,46%	30,99%	BB
Netto driftsrentabilitet	5,56%	7,43%	7,83%	18,02%	19,56%	12,40%	BBB
<b>Syntetisk rating basert på ujusterte tall, EVRY</b>							<b>BBB-</b>

Tabell 6-14: Syntetisk rating basert på ujusterte tall, EVRY

Syntetisk rating basert på ujusterte tall, bransje	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt	Rating
Likviditetsgrad 1	1,150	1,118	1,014	0,999	0,952	1,02	B
Rentedekningsgrad	7,70	9,29	6,97	6,51	6,35	7,09	AA
Egenkapitalprosent	41,14%	37,63%	30,05%	24,51%	31,09%	33,97%	BB
Netto driftsrentabilitet	11,38%	13,27%	14,41%	19,29%	21,71%	17,34%	AA
<b>Syntetisk rating basert på ujusterte tall, bransje</b>							<b>BBB</b>

Tabell 6-15: Syntetisk rating basert på ujusterte tall, bransje

Den endelige ratingen baseres på en samlet risikoanalyse. Fra likviditetsanalysen fremkommer det at EVRYs likviditetsgrader er marginalt sterkere enn bransjen. Selskapets gjeldsdekning er derimot betraktelig svakere grunnet nivået på finansielle eiendeler, men dette må sees i sammenheng med positive kontantstrømmer til egenkapitalen som kan justeres i forhold til gjeldsnivå. Generelt anses EVRYs og bransjens kortsiktige likviditetsrisiko som lav. Soliditetsanalysen viser til en volatil egenkapitalprosent for både EVRY og bransjen. Etter ekstraordinære utbytter i 2015 og 2016, ser det ut til at egenkapitalen i EVRY er på vei til å normaliseres i 2017, og vi forventer en høyere egenkapitalprosent fremover. Et moderat risikoelement er EVRYs lave netto driftsrentabilitet, men vi er vitne til en stigende trend i hele analyseperioden. Kapitalstrukturen avslører at EVRY er solid finansiert og har til dels en lavere risiko enn bransjen. I henhold til SWOT-analysen i delkapittel 4.4.4, ble IT-bransjen vurdert som en lønnsom bransje med gode vekstutsikter. Outsourcing til lavkostland og sterkere global konkurranse er derimot risikoelementer som på sikt kan svekke bransjens lønnsomhet og medføre økt kredittrisiko. EVRY befinner seg midt i en restruktureringsfase. Kannibalisering av inntekter som følge av ny strategi, krav til effektiv utnyttelse av ressurser og evnen til å vokse i tråd med konkurrentene, er alle risikoelementer som kan skade selskapets lønnsomhet. Lånefinansiert oppkjøp og ekstraordinære utbytter har medført en mer risikofylt kapitalstruktur i årene 2015 til 2017. Av denne årsak mener vi at en syntetisk rating på CCC+ reflekterer EVRYs kredittrisiko i de tre seneste årene. I 2013 og 2014 settes en syntetisk rating på BB, hvilket er i samsvar med tidligere funn. Tidsvektet rating beregnes følgelig til B-.

## Kapittel 7 - Historiske avkastningskrav

For å tiltrekke seg investorer må et selskap generere en avkastning på kapitalen som er skutt inn (Kaldestad & Møller, 2011). Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. I dette kapitlet beregnes historiske avkastningskrav relatert til egenkapital, minoritetsinteresser, netto finansiell gjeld, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Kravene vil benyttes som målestokk for rentabilitet i rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

### 7.1 Teori for avkastningskrav

Det finnes flere metoder for estimering av avkastningskrav. Oppgaven vil ta utgangspunkt i de to mest kjente metodene; vektet kapitalavkastningskrav (WACC) og kapitalverdimodellen (CAPM). I tillegg presenteres teori for beregning av finansielt gjeldskrav og -beta.

#### 7.1.1 Vektet kapitalavkastningskrav (WACC)

Avkastningskravet til total kapitalen er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2011). Ved at selskapet er finansiert gjennom ulike finansieringskilder som bærer ulik risiko og dermed ulik forventet avkastning, må avkastningen til de forskjellige finansieringskildene måles mot alternative investeringer med samme risiko.

Total kapitalavkastningskravet, heretter netto driftskrav, estimeres gjennom vekting av de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning.

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

*Formel 7-1: Netto driftskrav (WACC)*

I likhet med netto driftskrav og netto driftsbeta, vil finansielt eiendelskrav og -beta, samt netto finansielt gjeldskrav og -beta beregnes ved hjelp av vekting. For å sikre konsistens med rentabilitetsmå i kapittel 8, vektet kravene basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital inneværende år. Avkastningskravene blir dermed å regne som etterskuddskrav, som i neste kapittel sammenlignes med etterskuddsrentabiliteter.

#### 7.1.2 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest kjente metoden for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen på investeringer med tilsvarende risiko (Penman, 2013). CAPM sier at ved å

holde en veldiversifisert portefølje, vil investorer kun betale for risiko som ikke kan diversifiseres bort, dvs. systematisk risiko målt ved beta ( $\beta$ ) (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Markedsrisikoen, målt i beta, er den eneste faktoren i modellen som påvirker avkastningskravet for individuelle investeringer. Dette gjennom at kravet skaleres i samsvar med hvor sensitiv beta er for markedsavkastningen (Berk & DeMarzo, 2013).

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

*Formel 7-2: Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM) bestående av risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie.*

Modellen har lenge vært gjenstand for kritikk. Forutsetningen om full diversifisering er ikke nødvendigvis realistisk, da kapitalmarkedene bærer preg av markedssvikt (Knivsflå K. H., 2017i). Det innebærer at investorer nødvendigvis ikke oppnår full pris for aksjen, og dermed krever en ekstra risikopremie. Av denne årsak tillegges en likviditetspremie som en systematisk risikofaktor i beregningen av avkastningskravet. Denne kompenserer investor for innlåsningsrisikoen som oppstår ved en illikvid plassering (Kaldestad & Møller, 2011).

$$ekk = r_f \times (1 - s) + \beta_{EK} \times mrp + ilp_{EK}$$

*Formel 7-3: Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM) bestående av risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie, samt illikviditetspremie.*

### 7.1.3 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav reflekterer selskapets kostnad tilknyttet låneopptak og således avkastningen som långiverne krever fra selskapet. Kravet består av risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie.

$$fgk = r_f \times (1 - s) + krp$$

*Formel 7-4: Finansielt gjeldskrav bestående av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremie*

Risikofri rente viser hvor mye en investor kan tjene uten å pådra seg noen form for risiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Videre utsettes kreditorer for risiko ved at lån kan bli misligholdt. Det gir opphav til en systematisk kostnad i form av kredittrisiko, som følgelig må legges inn i lånerenten for å oppnå kostnadsdekning. Kreditorer vil derfor kreve en ekstra premie avhengig av sannsynligheten for konkurs og tapsprosent, justert for skatt.

Kredittrisikopremien fastsettes med utgangspunkt i syntetisk rating fra delkapittel 6.3 og Knivsflås (2017h) estimater på langsiktig kredittrisiko etter skatt.

Finansiell gjeldsbeta måler kreditorens systematiske risiko.

$$\beta_{FG} = \frac{krp \times mrd}{mrp}$$

*Formel 7-5: Finansiell gjeldsbeta*

Finansiell gjeldsbeta er lik kredittrisikopremien i forhold til markedspremien, multiplisert med markedsrisikodelen. Markedspremien representerer meravkastningen investorer forventer å få utover den risikofrie renten, og vil presenteres i delkapittel 7.2.2 (Kaldestad & Møller, 2011). Markedsrisikodelen er konkursrisikoen som stammer fra økonomien generelt, altså den delen av kredittrisikopremien som ikke er selskapsspesifikk. Markedsrisikodelen ligger i intervallet 0 og 1, og er vanligvis relativt lav.

## **7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav**

I dette delkapittelet estimeres egenkapitalkrav og minoritetskrav basert på kapitalverdimodellen (CAPM) presentert i delkapittel 7.1.2.

### **7.2.1 Risikofri rente**

Risikofri rente representerer hvor mye en investor kan tjene uten å pådra seg noen form for risiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2011).

Statsobligasjoner vil i praksis være det nærmeste målet på risikofri rente.

$$r_f \times (1 - s)$$

*Formel 7-6: Risikofri rente etter skatt, der s er selskapsskattesatsen.*

Som mål på den risikofrie renten etter skatt benyttes vanligvis 3-måneders NIBOR-rente eller en norsk statsobligasjonsrente etter skatt. NIBOR-renten er basert på en kortsiktig 3-måneders effektiv lånerente banker imellom, med fradrag for skatt. I tillegg er den basert på gjennomsnittlig bankrating, da bankene naturligvis har kredittrisiko. Den norske



statsobligasjonsrenten er basert på en langsiktig rente med fradrag for skatt og en risikopremie basert på den norske stat, som er AAA. Vi velger å ta utgangspunkt i en 3-måneders effektiv NIBOR-rente. Vi forutsetter gjennomsnittlig bankrating tilsvarende AA, og bruker Knivsflå (2017i) sitt estimat på kort kredittrisikopremie tilsvarende 0,4% etter skatt. Siden avkastningskravet skal brukes til å vurdere rentabiliteter etter skatt, beregnes risikofri rente etter skatt. Jf. tabell 7-1 er tidsvektet risikofri rente etter skatt omlag 0,6%. Til sammenligning er renten for 10-årige statsobligasjoner fra Norges Bank omtrentlig 1,1% (Norges Bank, 2018c).

Risikofri rente	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Selskapsskattesats	0,280	0,270	0,270	0,250	0,240	0,257
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR-rente (3mnd)	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,013
Kredittrisikopremie	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,011	0,011	0,009	0,007	0,006	0,008
Skatt	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,002
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,008</b>	<b>0,008</b>	<b>0,006</b>	<b>0,005</b>	<b>0,004</b>	<b>0,006</b>

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt

## 7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie representerer meravkastningen investorer forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, 2011). Den kan tolkes som en kompensasjon for å bære systematisk risiko.

$$mrp = r_m - r_f \times (1 - s)$$

Formel 7-7: Markedsrisikopremien

Det finnes flere metoder for å estimere markedets risikopremie, hvorav Kaldestad & Møller (2011) presenterer tre metoder; historisk premie, implisitt premie og spørreundersøkelse. Vi vil hovedsakelig basere estimatet på historisk realisert meravkastning i aksjemarkedet utover risikofri rente, da dette er en utbredt metode i praksis. Estimateret suppleres med informasjon fra diverse spørreundersøkelser blant finansanalytikere.

Knivsflå (2018) har utarbeidet et estimat på den nominelle markedsrisikopremien etter skatt ved å vekte årlig risikopremie fra Oslo Børs på kort og lang sikt, som fremgår av tabell 7-2. På kort sikt, for analyseperioden 2013-2017, er gjennomsnittlig risikopremie 4,2%. På lengre

sikt, 1958-2017, er gjennomsnittlig risikopremie 6,9%. Endelig risikopremie vektet  $\frac{2}{3}$  for det kortsiktige perspektivet og  $\frac{1}{3}$  for det langsiktige perspektivet. Dette resulterer i en tidsvektet risikopremie på 5,0%.

Markedsrisikopremie	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Årlig risikopremie 1995-t	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,042
Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
Årlig risikopremie 1958-t	0,067	0,066	0,066	0,067	0,069	0,067
Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
<b>Markedsrisikopremie</b>	<b>0,050</b>	<b>0,049</b>	<b>0,050</b>	<b>0,050</b>	<b>0,051</b>	<b>0,050</b>

Tabell 7-2: Markedsrisikopremie

PwC (2018) utarbeider årlig en undersøkelse om risikopremien i det norske markedet. Funnene viser en markedsrisikopremie på 5 % for 2017, som er uendret fra tidligere år. Ifølge NHH-professor Thore Johnsen er 4,0-5,0 % et rimelig estimat (Knivsfå K. H., 2017j). Dette tatt i betraktning vurderer vi 5,0 % til å være et rimelig estimat på markedsrisikopremien.

### 7.2.3 Egenkapitalbeta

Beta måler en aksjes risiko relativt til markedsporteføljen, og egenkapitalbetaen utgjør dermed et mål på selskapets systematiske risiko (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). En aksjes beta viser prosentvis endring i aksjens avkastning gitt én prosent endring i avkastningen til markedsporteføljen (Berk & DeMarzo, 2013). Markedsporteføljen har i gjennomsnitt en beta lik 1, slik at en aksje med egenkapitalbeta lik 1 vil ha samme systematiske risiko og svinge i takt med markedet. En beta på 0 tilsvarer en risikofri investering. Egenkapitalbetaen beregnes ved å dividere kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen på markedsporteføljens varians (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho \times \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

Formel 7-8: Egenkapitalbeta

For børsnoterte virksomheter kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av historiske kursdata (Damodaran, 2012). Dette viser seg å være problematisk for EVRY, da selskapet har vært avnotert i to år. For ikke-børsnoterte virksomheter kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av betaen til børsnoterte virksomheter i samme eller lignende bransje (Damodaran, 2012).

Ved en slik børskopiering må betaestimater justeres for ulikheter i kapitalstruktur. Vi velger dermed å estimere EVRYs egenkapitalbeta med utgangspunkt i betaen til de komparative virksomhetene. Sistnevnte fastsettes gjennom regresjonsanalyser ved å studere forholdet mellom hver enkelt aksje og deres respektive markedsindekser. Egenkapitalbetaene for Atea, Tieto og Knowit utarbeides på grunnlag av månedlige historiske kursdata hentet fra Datastream, hvorav de respektive børsenes hovedindeks benyttes som markedsindeks, hhv. OSEBX, OMX Helsinki, og OMX Stockholm. Analyseperioden strekker seg fra 31.01.2013-30.12.2017, tilsvarende 60 observasjoner.

Regresjonsanalysene gir anslag på historiske egenkapitalbetaer for Atea, Tieto og Knowit på hhv. 0,051, 0,695 og 0,970, se vedlegg 2. I utgangspunktet er beta lik 1. For å normalisere betaene foretas en justering, gitt formel 7-9.

$$\beta^* = \frac{2}{3} \times \beta + \frac{1}{3} \times 1,0$$

*Formel 7-9: Justert egenkapitalbeta*

Justert egenkapitalbeta blir dermed 0,367 for Atea, 0,797 for Tieto, og 0,980 for Knowit. Disse benyttes til å utlede beta til netto driftskapital, gitt formel 7-10.

$$\beta_{NDK} = \frac{EK + MI}{NDK} \times \beta_{EK} + \frac{NFG}{NDK} \times \beta_{NFG}$$

*Formel 7-10: Justert netto driftsbeta*

Netto driftsbeta er 0,289 for Atea, 0,474 for Tieto, og 0,579 for Knowit. Vektet snitt av disse utgjør bransjebetaen, hhv. 0,421. Ved å multiplisere bransjebetaen med forholdet mellom netto driftskapital over egenkapital og minoritetsinteresser, avdekkes EVRYs egenkapitalbeta.

$$\beta_{EK_i} = \beta_B \times \frac{NDK_i}{EK_i + MI_i}$$

*Formel 7-11: Egenkapitalbeta*

Denne metoden er problematisk å bruke i praksis. I 2016 spesielt har selskapet en lav egenkapitalgrad, hvilket resulterer i ekstreme egenkapitalbetaer i hhv. 2016 og 2017. Kapitalstrukturen skyldes utbetaling av ekstraordinært utbytte, og det vil dermed kunne argumenteres for at selskapet ikke har like høy finansiell risiko som tallene tilsier. Av denne årsak velger vi å sette et tak på 2 for den årlige egenkapitalbetaen i 2016 og 2017, dette for å unngå en overvurdering av den samlede egenkapitalbetaen. Dette gir en tilhørende justering i kapitalstrukturen (NDK/EK+MI). For konsise resultater vil den justerte kapitalstrukturen benyttes i rentabilitetsmålingen i kapittel 8.

Gjennom selskapets egenkapitalbeta fastsettes netto driftsbeta. Ifølge Miller & Modigliani er verdien av en virksomhet uavhengig av finansieringen (Berk & DeMarzo, 2013). Dette medfører at netto driftsbeta vil være konstant over analyseperioden, med mindre det eksisterer finansielle krisekostnader. For EVRY antar vi at dette ikke vil holde, da vi i risikoanalysen i kapittel 6 konkluderte med en relativt høy kredittrisiko i 2015-2017. Vi forutsetter en netto driftsbeta tilsvarende bransjebetaen på 0,421 i 2013 og 2014, dette på grunn av lik risiko tilknyttet driften. For 2015-2017 antar vi videre at netto driftsbeta vil være 10% høyere grunnet potensielle finansielle krisekostnader, hvilket tilsier en netto driftsbeta på 0,463. Dette gir en gjennomsnittlig tidsvektet egenkapitalbeta for EVRY på 1,649.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) \times \frac{NFG}{EK + MI}$$

Formel 7-12: Årlig egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
NDK-beta	0,421	0,421	0,463	0,463	0,463	0,453
bNDK-bNFG	0,393	0,392	0,405	0,402	0,395	0,398
NFG/(EK+MI)	1,596	1,739	2,598	3,747	3,747	3,001
<b>EK-beta</b>	<b>1,049</b>	<b>1,104</b>	<b>1,516</b>	<b>1,971</b>	<b>1,943</b>	<b>1,649</b>

Tabell 7-3: Årlig egenkapitalbeta for EVRY

Det følger av Miller & Modiglianis andre proposisjon at avkastningskravet på egenkapitalen øker med selskapets gjeldsgrad (Kaldestad & Møller, 2011). Det innebærer at selskapets finansielle gearing påvirker egenkapitalbetaen, da gjeldsgraden ikke er konstant og dermed påvirker finansiell risiko. Vi har likevel valgt å sette et tak på 2 for egenkapitalbetaen, da vi mener den finansielle risikoen er delvis overvurdert og for å unngå en overvurdering av

egenkapitalbetaen. Til sammenligning ville den gjennomsnittlige tidsvektede egenkapitalbetaen tilsvare 2,891 dersom vi ikke benyttet et tak på 2 og en justert kapitalstruktur. Dette ville følgelig resultere i et høyere egenkapitalkrav og desto høyere egenkapitalrentabilitet, hvilket gir et skjevt bilde på selskapets lønnsomhet i tråd med rentabilitetsanalysen. Av denne årsak anser vi det som fornuftig å nedjustere egenkapitalbetaen til 2 i 2016 og 2017.

#### **7.2.4 Illikviditetspremie**

EVERYs annualiserte omløpshastighet på aksjen er i overkant av 8 %, hvilket er lavt sammenlignet med andre virksomheter notert på Oslo Børs (Oslo Børs, 2018). EVERY er ikke inkludert i OBX, aksjeindeksen med de 25 mest omsatte aksjene. Dette indikerer en høy illikviditetspremie, da innlåsningsrisikoen i aksjen avhenger av graden på aksjens omsetning. Selskapets eierstruktur har endret seg over analyseperioden, der Telenor og Posten til sammen eide 70 % i 2013 og 2014. Lyngen Bidco eide 88 % i perioden EVERY var av børsen, hhv. i 2015 og 2016. Etter børsnoteringen i 2017 solgte de seg ned til 54,32 %. De 20 største aksjonærene eier totalt nærmere 83 %. Dette, i kombinasjon med lav omsetningshastighet, resulterer i at vi tillegger en likviditetspremie til majoriteten på 1 % i 2013, 2014 og 2017, og 1,5 % i 2015 og 2016. Minoritetsinteresser har en høyere innlåsningsrisiko i aksjen enn majoriteten, og tillegges derfor en skjønnsbasert illikviditetspremie på 3 %. De komparative virksomhetene viser til en høyere omsetningshastighet på aksjen, samt en mindre konsentrert eierstruktur. Bransjens majoritet får en samlet illikviditetspremie på 0,5 %, og minoritetsinteressene får 3 % pga. høyere innlåsningsrisiko i aksjen.

#### **7.2.5 Egenkapital- og minoritetskrav**

På bakgrunn av de ulike komponentene i CAPM, presentert i delkapittel 7.1.2, estimeres EVERYs og bransjens egenkapital- og minoritetskrav for hvert enkelt år. Kravene vil benyttes som målestokk for egenkapitalrentabilitet og i beregningen av strategisk fordel i kapittel 8. EVERYs egenkapitalkrav viser en stigende trend, der størst risiko preger de seneste årene. Risikoen knyttes opp mot høy beta som følge av ustabil og mer risikofylt kapitalstruktur, og høy illikviditetspremie grunnet konsentrert eierstruktur og lav omløpshastighet på aksjen. Vårt estimat på EVERYs gjennomsnittlige egenkapitalkrav til majoriteten er 10,1 %, jf. tabell 7-4.

Egenkapitalkrav	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Nibor-rente, 3 mnd.	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,013
Kreditrisikopremie i bank	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,011</b>	<b>0,011</b>	<b>0,009</b>	<b>0,007</b>	<b>0,006</b>	<b>0,008</b>
Skatt	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,002
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,008</b>	<b>0,008</b>	<b>0,006</b>	<b>0,005</b>	<b>0,004</b>	<b>0,006</b>
Justert beta	1,049	1,104	1,516	1,971	1,943	1,649
Risikopremie etter skatt	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,050
<b>Egenkapitalkrav - CAPM</b>	<b>0,061</b>	<b>0,062</b>	<b>0,082</b>	<b>0,103</b>	<b>0,103</b>	<b>0,089</b>
Illikviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,015	0,015	0,010	0,012
<b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>0,071</b>	<b>0,072</b>	<b>0,097</b>	<b>0,118</b>	<b>0,113</b>	<b>0,101</b>

Tabell 7-4: Egenkapitalkrav etter skatt for EVRY i perioden 2013 til 2017

Minoritetskrav	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
<b>Egenkapitalkrav - CAPM</b>	<b>0,061</b>	<b>0,062</b>	<b>0,082</b>	<b>0,103</b>	<b>0,103</b>	<b>0,089</b>
Illikviditetspremie - minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
<b>Minoritetskrav etter skatt</b>	<b>0,091</b>	<b>0,092</b>	<b>0,112</b>	<b>0,133</b>	<b>0,133</b>	<b>0,119</b>

Tabell 7-5: Minoritetsinteressekrav etter skatt for EVRY i perioden 2013 til 2017

## 7.3 Finansielle krav

I påfølgende avsnitt estimeres kravet til netto finansiell gjeld gjennom vekting av kravene til finansiell gjeld og eiendeler, jf. delkapittel 7.1.1.

### 7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Som presentert under delkapittel 7.1.3 består det finansielle gjeldskravet av risikofri rente etter skatt, samt en kredittrisikopremie basert på syntetisk rating fastsatt i delkapittel 6.3. Fra tabell 7-6 fremkommer det at finansielt gjeldskrav øker betraktelig de seneste årene grunnet en høy kredittrisikopremie, dette til tross for lavere risikofri rente.

Finansielt gjeldskrav etter skatt	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Syntetisk rating	BB	BB	CCC+	CCC+	CCC+	
Risikofri rente etter skatt	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006
Kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,073	0,073	0,073	0,063
<b>Finansielt gjeldskrav etter skatt</b>	<b>0,039</b>	<b>0,039</b>	<b>0,079</b>	<b>0,078</b>	<b>0,078</b>	<b>0,068</b>

Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav

### Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta består av kredittrisikopremien i forhold til markedspremien, multiplisert med markedsrisikodelen. Som estimat på markedsrisikodelen benyttes gjennomsnittlig  $r^2$  fra regresjonen til de komparative virksomhetene, som videre justeres med en skjønnsmessig faktor på  $\frac{1}{3}$ . Som følge av en høy syntetisk rating i 2015-2017 blir finansiell gjeldsbeta høyere disse årene, hvilket gjenspeiler en høyere risiko knyttet til den finansielle gjelden.

Finansiell gjeldsbeta	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Rating	BB	BB	CCC+	CCC+	CCC+	
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,073	0,073	0,073	0,063
Markedspremie	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,050
<b>Finansiell gjeldsbeta når mrd=1</b>	<b>0,616</b>	<b>0,628</b>	<b>1,465</b>	<b>1,475</b>	<b>1,436</b>	<b>1,248</b>
Markedsrisikodel EK	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130	0,130
Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
Markedsrisikodel FG	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,063</b>	<b>0,064</b>	<b>0,062</b>	<b>0,054</b>

Tabell 7-7: Finansielt gjeldsbeta

### 7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav reflekterer avkastningen selskapet må ha på sine finansielle eiendeler, inndelt i kontanter, fordringer og investeringer. Kravet beregnes gjennom vekting av kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet.

$$f_{ek} = r_f \times (1 - s) \times \frac{KON}{FE} + (r_f \times (1 - s) + krp) \times \frac{FOR}{FE} + (r_f \times (1 - s) + \beta_{INV} \times mrp + ilp) \times \frac{INV}{FE}$$

Formel 7-13: Finansielt eiendelskrav

Først settes en rekke forutsetninger. Kontanter anses som risikofrie midler og kontantkravet settes dermed lik risikofri rente etter skatt. Fordringene er mer risikoutsatt og tillegges en kort kredittrisikopremie på 2,7 % tilsvarende en syntetisk rating på BB. Investeringene tillegges markedsrisikopremien som skal kompensere for alternativkostnaden til den investerte kapitalen. Det forutsettes at investeringenes illikviditetspremie er lik 0. Tabell 7-8 nedenfor viser beregningen av det finansielle eiendelskravet.

Finansielt eiendelskrav etter skatt	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Kontantkrav	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006
Kontantvekt	0,889	0,919	0,767	0,778	0,859	0,832
Fordringskrav	0,035	0,035	0,033	0,032	0,031	0,033
Fordringsvekt	0,109	0,078	0,131	0,140	0,138	0,125
Investeringskrav	0,059	0,057	0,056	0,055	0,055	0,056
Investeringsvekt	0,002	0,002	0,101	0,082	0,003	0,042
<b>Finansielt eiendelskrav etter skatt</b>	<b>0,011</b>	<b>0,010</b>	<b>0,015</b>	<b>0,013</b>	<b>0,008</b>	<b>0,011</b>

Tabell 7-8: Finansielt eiendelskrav etter skatt

### Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta er den vektete betaen mellom kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta. Forutsetningene benyttet i beregningen av kravet til finansielle eiendeler vil benyttes her. Kontantbeta settes lik 0 da kontanter anses som risikofrie midler. Fordringsbeta er forholdet mellom den korte kredittrisikopremien og markedsrisikopremien, multiplisert med markedsrisikodelen. Investeringsbeta settes lik 1.

Finansiell eiendelsbeta	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Rating fordringer=gj.sn. rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
<b>Kort kredittrisikopremie</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>
Markedsrisikopremie	0,050	0,049	0,050	0,050	0,051	0,050
<b>Fordringsbeta når mrd=1</b>	<b>0,536</b>	<b>0,547</b>	<b>0,540</b>	<b>0,544</b>	<b>0,529</b>	<b>0,538</b>
Markedsrisikodel	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
<b>Fordringsbeta</b>	<b>0,023</b>	<b>0,024</b>	<b>0,023</b>	<b>0,024</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,889	0,919	0,767	0,778	0,859	0,832
Fordringsbeta	0,023	0,024	0,023	0,024	0,023	0,023
Fordringsvekt	0,109	0,078	0,131	0,140	0,138	0,125
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,002	0,002	0,101	0,082	0,003	0,042
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,005</b>	<b>0,004</b>	<b>0,104</b>	<b>0,086</b>	<b>0,006</b>	<b>0,045</b>

Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta

### 7.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er det vektete kravet av finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Vektingene er utført på basis av gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital inneværende år.



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

Formel 7-14: Netto finansielt gjeldskrav

Av tabell 7-10 fremkommer det at nettokravet varierer i tråd med selskapets kapitalstruktur og kredittrisiko, herav størst i 2015 og 2016. Kravet faller dog i 2017, til dels på grunn av lavere risikofri rente og at selskapet har nedbetalt noe gjeld.

Krav til netto finansiell gjeld	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Krav til finansiell gjeld (fgk)	0,039	0,039	0,079	0,078	0,078	0,068
FG/NFG	1,075	1,079	1,123	1,127	1,114	1,110
Krav til finansielle eiendeler (fek)	0,011	0,010	0,015	0,013	0,008	0,011
FE/NFG	0,075	0,079	0,123	0,127	0,114	0,110
<b>Krav til netto finansiell gjeld</b>	<b>0,041</b>	<b>0,041</b>	<b>0,087</b>	<b>0,087</b>	<b>0,086</b>	<b>0,075</b>

Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav

### Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta er den vektete betaen mellom finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta. Denne er nødvendig for senere å kunne anslå EVRYs netto driftsbeta.

Netto finansiell gjeldsbeta	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,027	0,027	0,063	0,064	0,062	0,054
Finansiell gjeldsvekt	1,075	1,079	1,123	1,127	1,114	1,110
Finansiell eiendelsbeta	0,005	0,004	0,104	0,086	0,006	0,045
Finansiell eiendelsvekt	0,075	0,079	0,123	0,127	0,114	0,110
<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,028</b>	<b>0,029</b>	<b>0,058</b>	<b>0,061</b>	<b>0,069</b>	<b>0,055</b>

Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta

## 7.4 Netto driftskrav (WACC)

EVRYs selskapskrav baseres på netto driftskapital, og er et vektet avkastningskrav jf. delkapittel 7.1.1. Vektingen av estimerte krav for egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld baseres på balanseførte verdier, dvs. gjennomsnittlig kapital i løpet av året justert for opptjent kapital. Gjennomsnittlig netto driftskrav beregnes til 8,2 % i tabell 7-12. Netto driftskrav benyttes videre som målestokk for netto driftsrentabilitet og strategisk fordel fra drift i kapittel 8.

Netto driftskrav	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
<b>Egenkapitalkrav</b>	0,071	0,072	0,097	0,118	0,113	0,101
EK/NDK	0,385	0,365	0,278	0,213	0,213	0,266
<b>Minoritetskrav</b>	0,091	0,092	0,112	0,133	0,133	0,119
MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Netto finansiell gjeldskrav</b>	0,041	0,041	0,087	0,087	0,086	0,075
NFG/NDK	0,615	0,635	0,722	0,787	0,787	0,734
<b>Netto driftskrav</b>	<b>0,053</b>	<b>0,052</b>	<b>0,090</b>	<b>0,093</b>	<b>0,091</b>	<b>0,082</b>

Tabell 7-12: Netto driftskrav (WACC)

### Netto driftsbeta

Netto driftsbeta er den vektete betaen mellom egenkapitalbetaen og netto finansiell gjeldsbeta. Den ble benyttet i beregningen av EVRYs årlige egenkapitalbeta. Som nevnt i delkapittel 7.2.3 holdes ikke netto driftsbeta konstant over analyseperioden, men økes de tre siste årene grunnet høyere kredittrisiko og potensiale for finansielle krisekostnader.

Netto driftsbeta	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
EK-beta	1,049	1,104	1,516	1,971	1,943	1,649
(EK+MI)/NDK	0,385	0,365	0,278	0,211	0,211	0,265
NFG-beta	0,028	0,029	0,058	0,061	0,069	0,055
NFG/NDK	0,615	0,635	0,722	0,789	0,789	0,735
<b>Netto driftsbeta</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,463</b>	<b>0,463</b>	<b>0,463</b>	<b>0,453</b>

Tabell 7-13: Netto driftsbeta

## 7.5 Bransjens avkastningskrav

Nedenfor følger en oppsummering av beregnede krav og betaer for bransjen.

Bransjens avkastningskrav	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,030	0,030	0,032	0,031	0,026	0,030
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,011	0,011	0,011	0,010	0,009	0,010
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,034	0,034	0,038	0,036	0,030	0,034
Finansiell gjeldsbeta	0,019	0,019	0,023	0,023	0,019	0,021
Finansiell eiendelsbeta	-0,008	0,008	0,037	0,039	0,009	0,020
Netto finansiell gjeldsbeta	0,024	0,022	0,018	0,019	0,021	0,020
Netto driftsbeta	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421
Egenkapitalkrav (ekk)	0,052	0,052	0,054	0,056	0,058	0,055
Minoritetskrav (mik)	0,082	0,082	0,084	0,086	0,088	0,085
<b>Netto driftskrav (ndk)</b>	<b>0,044</b>	<b>0,043</b>	<b>0,046</b>	<b>0,045</b>	<b>0,042</b>	<b>0,044</b>

Tabell 7-14: Bransjens avkastningskrav

## 7.6 Oppsummering av historiske avkastningskrav

Historiske avkastningskrav for EVRY og bransjen oppsummeres i tabell 7-15 nedenfor.

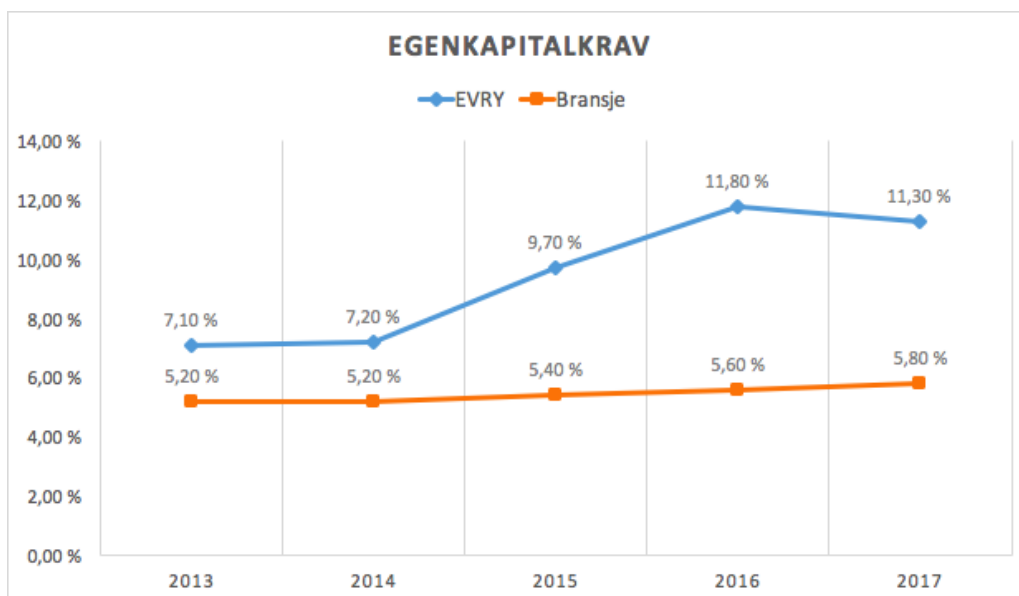
Avslutningsvis studeres trendutviklingen til kravene over analyseperioden, og det vil gis en forklaring på avviket mellom selskapets og bransjens krav.

Historiske avkastningskrav	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav EVRY	0,071	0,072	0,097	0,118	0,113	0,101
Egenkapitalkrav Bransjen	0,052	0,052	0,054	0,056	0,058	0,055
Minoritetskrav EVRY	0,091	0,092	0,112	0,133	0,133	0,120
Minoritetskrav Bransjen	0,082	0,082	0,084	0,086	0,088	0,085
Netto finansielt gjeldskrav EVRY	0,041	0,041	0,087	0,087	0,086	0,075
Netto finansielt gjeldskrav Bransjen	0,034	0,034	0,038	0,036	0,030	0,034
Netto driftskrav EVRY	0,053	0,052	0,090	0,093	0,091	0,082
Netto driftskrav Bransjen	0,044	0,043	0,046	0,045	0,042	0,044

Tabell 7-15: Historiske avkastningskrav for EVRY og bransjen

### 7.6.1 Egenkapitalkrav

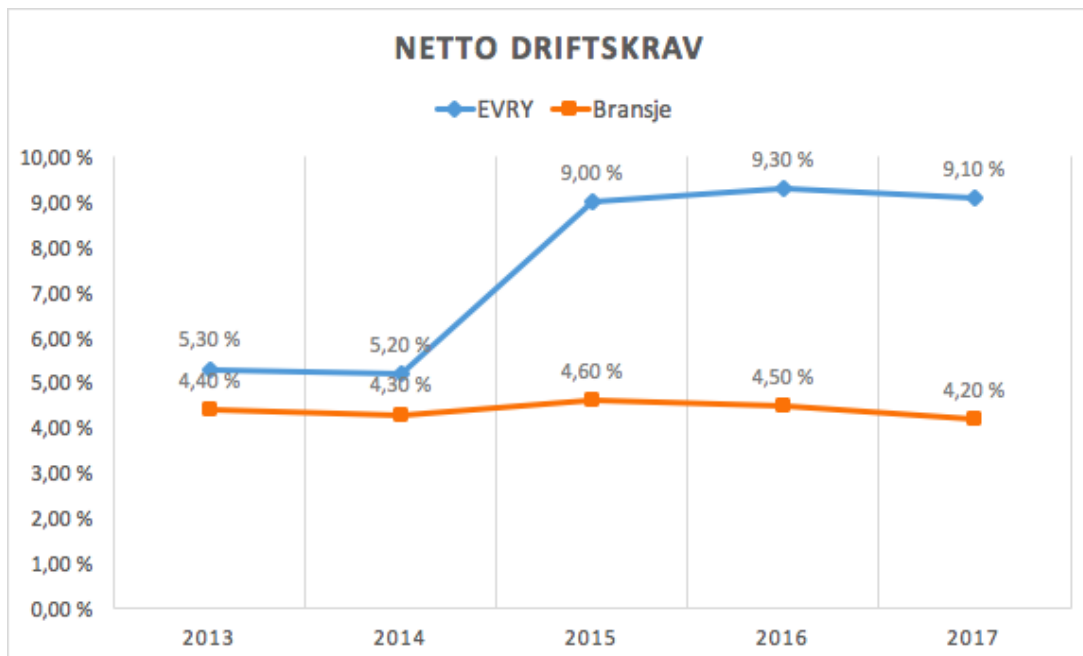
Figur 7-1 viser den historiske utviklingen for egenkapitalkravet for EVRY og bransjen. Bransjens egenkapitalkrav har steget marginalt over analyseperioden, sammenlignet med EVRY der kravet økte kraftig fra 2014 til 2016. Det er hovedsakelig forårsaket av en økt beta, som følge av høyere gjeldsgrad. Gjeldsgraden i 2016 og 2017 er delvis korrigert gjennom en justering av beta. Vårt estimat for tidsvektet egenkapitalkrav til majoriteten er 10,1% for EVRY, sammenlignet med bransjens krav på 5,5%. Det store avviket skyldes først og fremst en høyere egenkapitalbeta for EVRY enn for bransjen, samt en større illikviditetspremie.



Figur 7-1: Historisk utvikling i egenkapitalkrav for EVRY og bransjen over analyseperioden.

## 7.6.2 Netto driftskrav

Vårt estimat på EVRYs tidsvektede netto driftskrav er 8,2 %, sammenlignet med bransjens krav på 4,4 %. I tråd med diskusjonen av egenkapitalkravet i delavsnitt 7.6.1, økte også netto driftskravet i 2015 og 2016. En reduksjon er dog synlig i 2017, jf. figur 7-2. Over hele analyseperioden har EVRY hatt et høyere netto driftskrav enn bransjen, og avviket forsterkes kraftig i 2015 til 2017. I utgangspunktet forventes avviket å være minimalt ut fra Miller og Modigliani, da alle selskapene i sammenligningsgrunnlaget har tilnærmet lik driftsrisiko (Damodaran, 2012). Ved dekomponering av netto driftskravet er det synlig at større egenkapitalkrav og netto finansiell gjeldskrav bidrar til at EVRYs netto driftskrav naturligvis overstiger bransjens.



Figur 7-2: Historisk utvikling i netto driftskrav for EVRY og bransjen over analyseperioden.

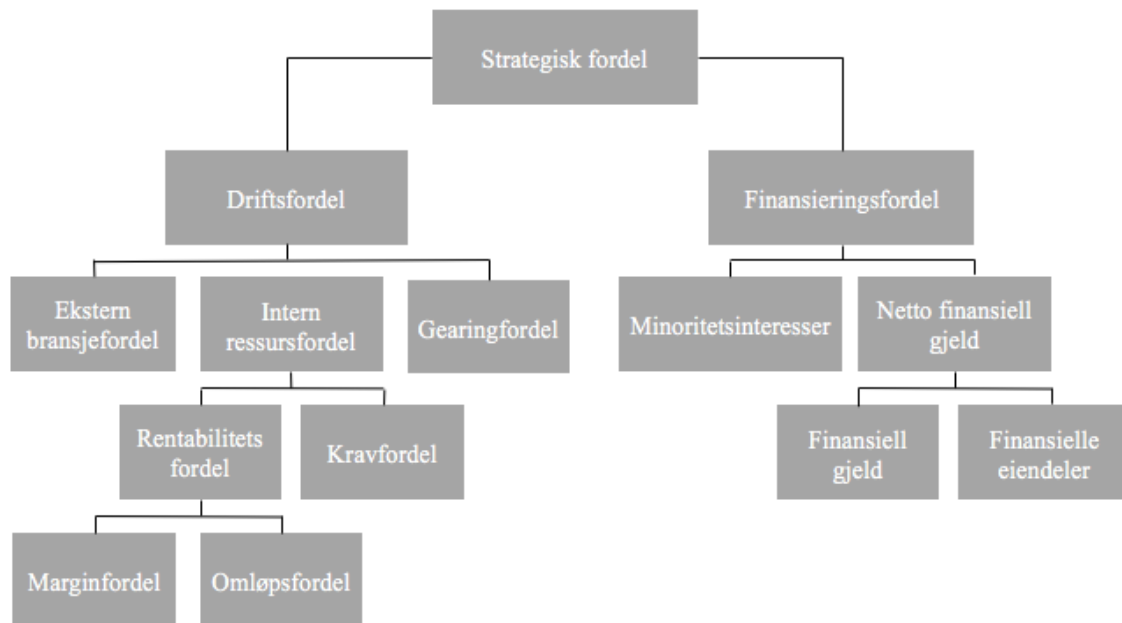
## Kapittel 8 - Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

I følgende kapittel foretas en strategisk rentabilitetsanalyse av EVRY. Analysen er strategisk da den skjer relativt til en målestokk, i dette tilfellet måles rentabilitet mot avkastningskrav (Knivsflå K. H., 2017k). Det vil utredes om EVRY er i besittelse av en strategisk fordel, også kalt superrentabilitet, hvilket innebærer at egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet. For å få innsikt i kildene til en eventuell strategisk fordel foretas en dekomponering, jf. formel 8-1 og figur 8-1.

$$ekr - ekk = \overbrace{(ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig)}^{\text{Driftsfordel}} + \overbrace{[(nfgk - nfgg) * nfgg + (mik - mir) * mig]}^{\text{Finansieringsfordel}}$$

*Formel 8-1: Strategisk fordel*

Strategisk fordel dekomponeres først i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Videre dekomponeres driftsfordelen i en bransje-, ressurs- og gearingfordel. Ressursfordelen splittes videre i en margin-, omløp-, og kravfordel. Dekomponeringen av driftsfordelen gjør det mulig å sammenligne resultatene med eksternt bransjeorientert- og intern ressursbasert strategisk fordel fra kapittel 4. Finansieringsfordelen dekomponeres i finansieringsfordel fra minoritetsinteresser og fra netto finansiell gjeld, hvorav sistnevnte henføres finansiell gjeld og finansielle eiendeler. For å være konsistente i rentabilitetsanalysen baseres beregningene på det samme tallmaterialet som kravene er beregnet ut ifra. Vi vil derfor benytte den justerte kapitalstrukturen fra kapittel 7, samt de samme tidsvektene for analyseperioden som presentert i delkapittel 5.6.



Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel

## 8.1 Strategisk fordel

Strategisk fordel for eierne, også kalt superrentabilitet, er gitt som differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og egenkapitalkravet, og er et mål på selskapets lønnsomhet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Et selskap innehar en strategisk fordel dersom egenkapitalrentabiliteten (ekr) overstiger egenkapitalkravet (ekk), og en strategisk ulempe ved motsatt utfall. Egenkapitalrentabiliteten viser eiernes avkastning på egenkapitalen som de har tilført selskapet. Til informasjon er rentabiliteten normalisert og justert til en etterskuddsrente ved å regne på gjennomsnittlig kapital og trekke fra opptjent kapital, med det formål å skape konsistente beregninger mellom rentabiliteten og kravet. Målestokken til egenkapitalrentabiliteten er egenkapitalkravet funnet i kapittel 7.

Tabell 8-1 og 8-2 viser superrentabiliteten til EVRY og bransjen. Det er verdt å merke seg at EVRY genererer en superrentabilitet i tre av fem år, men at nivået varierer relativt mye over analyseperioden. Det er tydelig at bransjen innehar en markant større superrentabilitet enn EVRY fra 2013 til 2015, men avviket minimeres dog i 2016 og 2017. EVRYs tidsvektede snitt er 10,8 %, til sammenligning med bransjens snitt på 17,3 %. Fellestrekk for selskapet og bransjen er det kraftige hoppet i egenkapitalrentabiliteten fra 2015 til 2016. Dette skyldes en positiv utvikling i nettoresultatet til egenkapitalen, samt økende grad av gjeldsfinansiering og

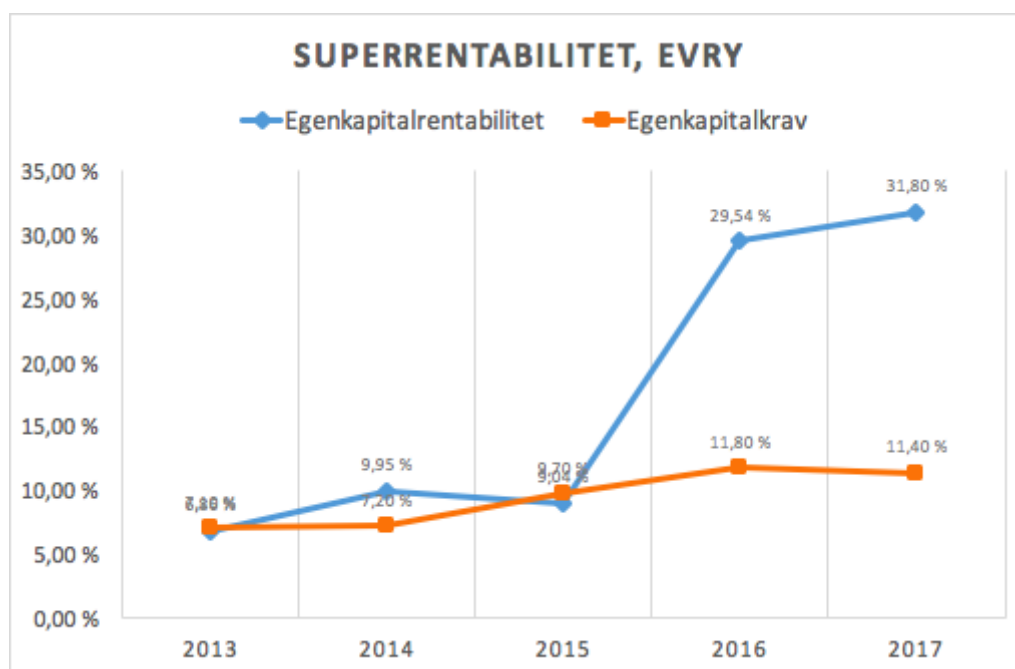
tilsvarende reduksjon i egenkapitalen. EVRYs ekstreme kapitalstruktur er allerede delvis hensyntatt, slik at det ikke får for stor innvirkning på rentabiliteten. Til sammenligning er tidsvektet egenkapitalrentabilitet på Oslo Børs ca. 10,4 % i perioden 1999-2015, samt i underkant av 10 % i IKT-bransjen. EVRY presterer følgelig marginalt bedre enn vektet snitt på Oslo Børs og IKT-bransjen.

Superrentabilitet, EVRY	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,0686	0,0995	0,0904	0,2954	0,3180	0,2091
Egenkapitalkrav	0,0710	0,0720	0,0970	0,1180	0,1140	0,1009
<b>Superrentabilitet</b>	<b>-0,0024</b>	<b>0,0275</b>	<b>-0,0066</b>	<b>0,1774</b>	<b>0,2040</b>	<b>0,1081</b>

Tabell 8-1: Superrentabilitet, EVRY

Superrentabilitet, bransjen	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,1314	0,1544	0,1672	0,274	0,2989	0,2279
Egenkapitalkrav	0,0518	0,0518	0,054	0,056	0,0576	0,055
<b>Superrentabilitet</b>	<b>0,0795</b>	<b>0,1026</b>	<b>0,1131</b>	<b>0,2179</b>	<b>0,2413</b>	<b>0,1729</b>

Tabell 8-2: Superrentabilitet, bransjen



Figur 8-2: Utviklingen i EVRYs egenkapitalkrav og egenkapitalrentabilitet

## 8.2 Driftsfordel

Driftsfordelen anses som den viktigste kilden til strategisk fordel, da finansieringsfordelen er ventet å være liten (Knivsflå K. H., 2017k). Samlet driftsfordel består av bransjefordel, ressursfordel, og gearingfordel, se formel 8-2.

$$SFD = \overbrace{(ndrB - ndkB)}^{\text{Bransjefordel}} + \overbrace{(ndr - ndrB) + (ndkB - ndk)}^{\text{Ressursfordel}} + \overbrace{(ndr - ndk) * (nfgg + mig)}^{\text{Gearingfordel}}$$

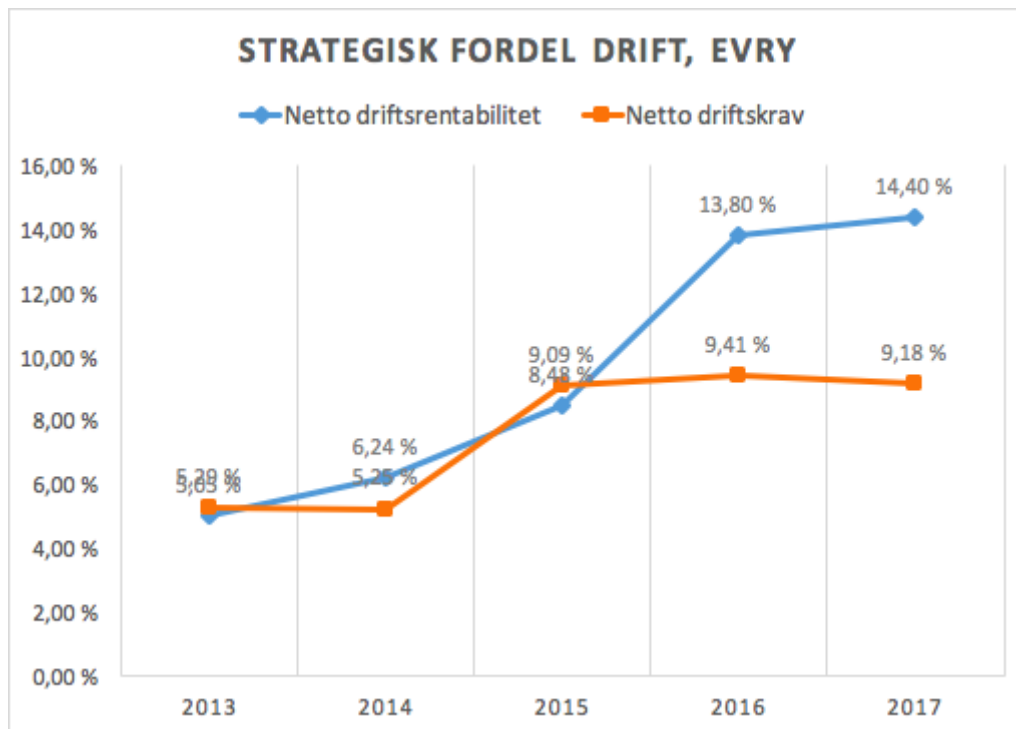
Formel 8-2: Dekomponering av strategisk fordel i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel

Bransjefordelen og ressursfordelen utgjør den strategiske driftsfordelen, også kalt ren driftsfordel, og den reflekterer hvorvidt netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. EVRY har en tidsvektet ren driftsfordel på 2,66 %, jf. tabell 8-3. Med unntak av 2013 og 2015 innehar selskapet en strategisk driftsfordel over analyseperioden. Det er tydelig at netto driftsrentabilitet viser til en stigende trend gjennom hele perioden. Etter avnoteringen har selskapet gjennomgått en stor restrukturering, hvor ett av målene var å forbedre kostnadsnivået og den komplekse organisasjonsstrukturen. EVRY har evnet å redusere sine kostnader relativt til driftsinntektene, og dermed oppnådd et høyere driftsresultat. I tillegg ble færre investeringer foretatt, hvilket har gitt et moderat nivå på netto driftseiendelene. Netto driftskrav har steget på grunn av høyere risiko, fra om lag 5% i 2013-2014 til i overkant av 9% de siste tre årene. Til tross for dette viser selskapet til en positiv strategisk fordel fra driften i 2016 og 2017, grunnet den sterke økningen i rentabiliteten.

Strategisk fordel drift	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,0505	0,0624	0,0848	0,1380	0,1440	0,1090
Netto driftskrav	0,0529	0,0525	0,0909	0,0941	0,0918	0,0824
<b>Strategisk fordel drift</b>	<b>-0,0024</b>	<b>0,0099</b>	<b>-0,0061</b>	<b>0,0439</b>	<b>0,0522</b>	<b>0,0266</b>

Tabell 8-3: Strategisk fordel drift (ren driftsfordel), EVRY





Figur 8-3: Utviklingen i EVRYs netto driftsrentabilitet og netto driftskrav

For å avdekke kildene til driftsfordelen vil den i de kommende delkapitlene dekomponeres i en bransje-, ressurs-, og gearingfordel, jf. formel 8-3. Ressursfordel splittes videre i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Gearingfordelen skiller seg ut ved at det ikke er en kilde til driftsfordelen i seg selv, men kun en skalering, hvilket utdypes videre i delkapittel 8.2.3.

$$DF = \overbrace{(ndr_B - ndk_B)}^{BF} + \overbrace{(ndr - ndr_B)}^{RFD} + \overbrace{(ndk_B - ndk)}^{GFD} + (ndr - ndk) \times (nfgg + mig)$$

Formel 8-3: Dekomponering av driftsfordel i bransje-, ressurs-, og gearingfordel

### 8.2.1 Bransjefordel

Bransjen innehar en driftsrelatert bransjefordel dersom netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav. Tabell 8-4 viser til en stigende trend og en tidsvektet bransjefordel på 9,17 %, hvilket indikerer en lønnsom bransje. Dette kan forklares gjennom bransje- og makroforhold jf. strategisk analyse i kapittel 4. PESTEL-analysen avdekket et økende behov etter bransjens tjenester som følge av den digitale transformasjonen i samfunnet og fremvoksende teknologier. Videre avdekket Porters femkraftsmodell moderat rivalisering i bransjen, der

lønnsomheten historisk sett har blitt skjermet av høye etableringsbarrierer. Vi anser dermed en bransjefordel på 9,17 % som et rettferdig estimat.

<b>Bransjefordel</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Tidsvektet snitt</b>
Netto driftsrentabilitet, bransje	0,1175	0,1025	0,1181	0,1467	0,1609	0,1357
Netto driftskrav, bransje	0,0435	0,0434	0,0460	0,0449	0,0422	0,0440
<b>Bransjefordel</b>	<b>0,0740</b>	<b>0,0590</b>	<b>0,0722</b>	<b>0,1018</b>	<b>0,1187</b>	<b>0,0917</b>

Tabell 8-4: Bransjefordel

## 8.2.2 Ressursfordel

Ressursfordel fra drift deles inn i en rentabilitetsfordel og en kravfordel, jf. formel 8-3. Et selskap er i besittelse av en rentabilitetsfordel dersom deres rentabilitet overstiger bransjens. I et slikt tilfelle vil selskapet ha et større antall eller mer verdifulle ressurser, som stammer fra den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4.3. En kravfordel innebærer at selskapets netto driftskrav er lavere enn bransjens. EVRYs ressursfordel over analyseperioden er gitt i tabell 8-5.

<b>Ressursfordel, drift</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Tidsvektet snitt</b>
Rentabilitetsfordel (ndr-ndrB)	-0,0670	-0,0401	-0,0333	-0,0087	-0,0169	-0,0266
Kravfordel (ndkB-ndk)	-0,0094	-0,0090	-0,0450	-0,0492	-0,0496	-0,0385
<b>Ressursfordel, drift</b>	<b>-0,0764</b>	<b>-0,0491</b>	<b>-0,0783</b>	<b>-0,0579</b>	<b>-0,0665</b>	<b>-0,0651</b>

Tabell 8-5: Ressursfordel drift

Analysen gir en tidsvektet ressursulempe for EVRY sammenlignet med bransjen på 6,51 %. Dersom kravulempen ignoreres, er den tidsvektede ressursulempen 2,66 %. Det fremkommer at EVRY har en rentabilitetsulempe over hele analyseperioden, hvilket antyder at selskapets interne ressurser genererer en lavere lønnsomhet enn bransjen. Dette samsvarer med funnene fra den strategiske analysen i delkapittel 4.3. Det er tydelig at EVRY har essensielle ressurser uttrykt gjennom en stor kundebase, tilgang til ny teknologi, en solid ordresreserve og kunder søkende etter samarbeid, men dette blir ikke utnyttet på en effektiv måte. Dette kan henføres utnyttelsen av deres markedsposisjon, der en utdatert forretningsmodell, rigid kostnadsbase og lav inntektsvekst historisk har medført lav lønnsomhet relativ til nivået i bransjen. I analyseperioden har rentabilitetsulempen avtatt hvert år, hvilket tyder på en positiv trend. På bakgrunn av funnene i den strategiske analysen, er det dermed grunn til å tro at ressursulempen vil minimeres i fremtiden. For å kartlegge rentabilitetsulempen dekomponeres

den ytterligere i en marginfordel og en omløpsfordel i hhv. delkapittel 8.2.2.1 og 8.2.2.2. Tabell 8-5 viser i tillegg et markant høyere netto driftskrav for EVRY enn for bransjen, hvilket resulterer i en kravulempen. Kravulempen vil bli diskutert i delkapittel 8.2.2.3.

$$ndr - ndrB = \overbrace{(ndm - ndmB) * onde}^{\text{Marginfordel}} + \overbrace{(onde - ondeB) * ndmB}^{\text{Omløpsfordel}}$$

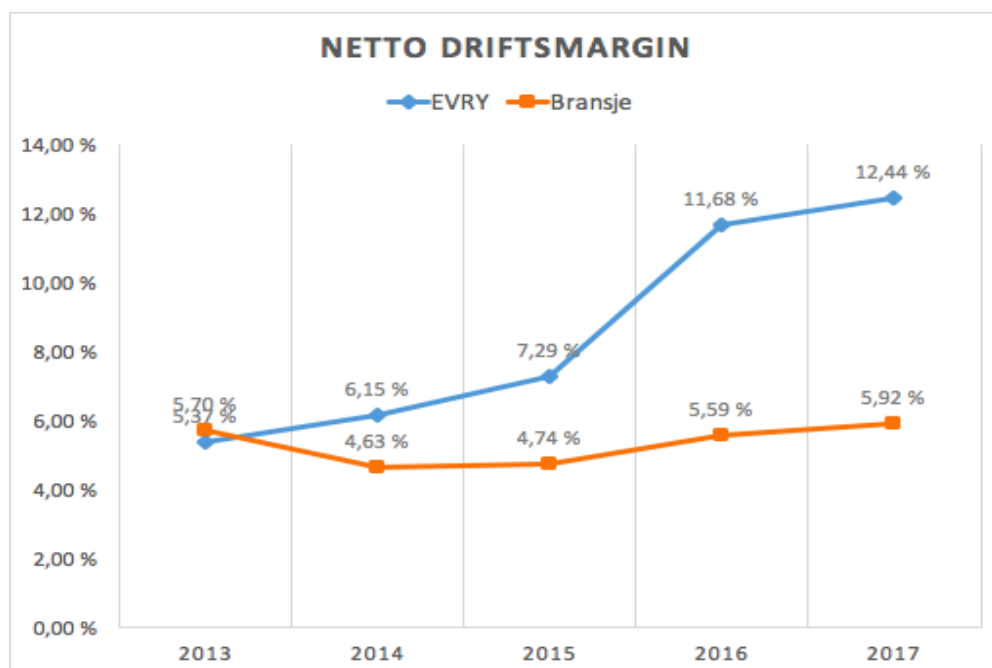
Formel 8-4: Dekomponering av ressursfordel i marginfordel og omløpsfordel

### 8.2.2.1 Marginfordel

Et selskap innehar en marginfordel dersom de har lavere driftskostnader pr. krone driftsinntekt enn bransjen, derav en høyere netto driftsmargin. Netto driftsmargin er et mål på lønnsomhet, da det måler evnen til å skape netto driftsresultat pr. krone driftsinntekt. Virksomheter med høy driftsmargin har typisk høy kapitalbinding og således lav omløpshastighet på kapitalen, og vice versa (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Marginfordel	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsmargin	0,0537	0,0615	0,0729	0,1168	0,1244	0,0957
Netto driftsmargin i bransjen	0,057	0,0463	0,0474	0,0559	0,0592	0,054
Marginfordel - uvektet	-0,0033	0,0151	0,0256	0,0609	0,0651	0,0418
Omløpet til netto driftskapital	0,9407	1,0156	1,1621	1,1817	1,1576	1,161
<b>Marginfordel</b>	<b>-0,0031</b>	<b>0,0154</b>	<b>0,0297</b>	<b>0,0719</b>	<b>0,0754</b>	<b>0,0485</b>

Tabell 8-6: Marginfordel, EVRY



Figur 8-4: Utviklingen i EVRYs og bransjens netto driftsmargin

I henhold til tabell 8-6, har EVRY en tidsvektet marginfordel på 4,85 %. Det er verdt å bemerke at marginfordelen har steget gjennom hele analyseperioden. For å få en dypere innsikt i kildene til marginfordelen, vil den dekomponeres gjennom et “Common size”-resultatregnskap (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det innebærer at alle postene i resultatregnskapet uttrykkes i prosent av driftsinntekter. Det blir dermed mulig å analysere avvik i de ulike kostnadspostene mellom EVRY og bransjen.

"Common size"	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt	Tidsvektet snitt, bransje
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Varekostnad	0,298	0,277	0,318	0,317	0,340	0,316	0,506
Lønnskostnad	0,479	0,502	0,522	0,454	0,424	0,468	0,349
Annen driftskostnad	0,111	0,099	0,022	0,047	0,044	0,055	0,056
Avskrivning	0,039	0,040	0,038	0,022	0,020	0,029	0,023
<b>EBIT-margin / Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>0,073</b>	<b>0,083</b>	<b>0,100</b>	<b>0,161</b>	<b>0,171</b>	<b>0,131</b>	<b>0,064</b>
Driftsrelatert skattekostnad	0,020	0,023	0,028	0,044	0,047	0,036	0,019
<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>0,053</b>	<b>0,060</b>	<b>0,072</b>	<b>0,117</b>	<b>0,124</b>	<b>0,095</b>	<b>0,045</b>
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,001	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>0,054</b>	<b>0,061</b>	<b>0,073</b>	<b>0,118</b>	<b>0,125</b>	<b>0,096</b>	<b>0,046</b>

Tabell 8-7: “Common size” resultat for EVRY og bransjen

Selskapets justerte og normaliserte EBIT-margin over analyseperioden er nevneverdig, der en stigende trend og en klar økning fra 2015 har vært realitet som følge av et intensivt kostnadsfokus. Fra 7 % i 2013 til over 17 % i 2017 anses som en sterk forbedring. EVRY oppgir en normalisert EBIT-margin noen prosentpoeng lavere enn våre estimater, hvor avviket i vårt tilfelle skyldes justering av leiekapital som har bidratt til å forsterke driftsresultatet markant de siste årene.

Tabell 8-7 avslører at EVRYs marginfordel primært henføres lav andel varekostnader sammenlignet med bransjen. Varekostnaden innebærer kostnader direkte tilknyttet vareleveranser, vedlikehold og operasjonell leasing av hardware og software, samt konsulenttjenester og innleide konsulenter som har en direkte tilknytning til varekretsløpet. Nivået på varekostnaden varierer mellom selskapene i bransjeutvalget, avhengig av forretningsmodell. Et selskap som selger hardware i tillegg til konsulenttjenester vil typisk ha en større varekostnad sammenlignet med et selskap som primært leverer tjenester. Common

size-analysen indikerer at EVERY har en kostnadseffektiv produksjon av IT-tjenester, hvilket kan knyttes opp mot god utnyttelse av kompetanse og lønnsomme partnerskap, jf. SVIMA-analysen i kapittel 4.3.

EVERY har høyere lønnskostnader og avskrivninger enn bransjen, mens andre driftskostnader holdes på nærliggende samme nivå. Inngåelsen av IBM-avtalen i 2015 bidro til lavere andel av andre driftskostnader sammenlignet med tidligere år. Selskapet outsourcet en del av sine infrastruktur-tjenester til IBM, hvilket medførte en mer fleksibel kostnadsstruktur og et litt høyere nivå av varekostnader. Det er ikke en entydig årsak bak nivået på selskapets lønnskostnad, men det kan antas at lønnsnivået i Norge er høyere enn lønnsnivået i Finland og Sverige der to av de komparative virksomhetene har sin primære drift. Det kan tenkes at bransjen har større grad av outsourcing til lavkostland sammenlignet med EVERY, hvilket bidrar til å holde lønnskostnaden nede. Det kan videre tenkes av EVERY betaler sine medarbeidere godt grunnet deres kompetansenivå. Dette er i tråd med den interne analysen av kompetanseressursen i delkapittel 4.3.5, hvorav kompetanse anses som viktig og følgelig må betales for, men at verdien av kompetansen delvis kapres av de ansatte. Det kan bemerkes at EVERYs lønnskostnad er blitt redusert fra 2015 til 2017, hvilket også kan knyttes opp mot IBM-avtalen. Selv sier selskapet at optimalisering av kostnadsstrukturen har vært et grunnleggende element de siste årene. Det er gjennomført målrettede og tydelige tiltak for å forenkle organisasjonsstrukturen, ta ned administrative kostnader og redusere faste kostnader knyttet til infrastrukturvirksomheten (EVERY, 2017a).

Tabell 8-8 oppsummerer EVERYs marginfordel ved at det er beregnet et kostnadsavvik for de ulike postene i selskapet og bransjen. Marginfordelen er til slutt vektet med et implisitt snitt av omløpet til netto driftseiendeler.

Common Size	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt	Implisitt onde	Vektet fordel
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,161	0,000
Varekostnad	-0,163	-0,194	-0,177	-0,209	-0,181	-0,188	1,161	-0,218
Lønnskostnad	0,107	0,139	0,158	0,122	0,094	0,122	1,161	0,141
Annen driftskostnad	0,051	0,021	-0,030	0,003	-0,003	0,002	1,161	0,002
Avskrivning	0,008	0,012	0,012	0,002	0,001	0,006	1,161	0,007
<b>Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>-0,002</b>	<b>0,022</b>	<b>0,037</b>	<b>0,083</b>	<b>0,089</b>	<b>0,059</b>	<b>1,161</b>	<b>0,068</b>
Driftsrelatert skattekostnad	0,000	0,007	0,011	0,024	0,026	0,017	1,161	0,020
<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,015</b>	<b>0,026</b>	<b>0,060</b>	<b>0,064</b>	<b>0,042</b>	<b>1,161</b>	<b>0,048</b>
Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,161	0,000
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>-0,003</b>	<b>0,015</b>	<b>0,026</b>	<b>0,060</b>	<b>0,064</b>	<b>0,042</b>	<b>1,161</b>	<b>0,049</b>

Tabell 8-8: Oppsummering av marginfordel gjennom å se på differansen mellom EVRY og bransjen. Tidsvektet snitt er multiplisert med implisitt onde for å finne vektet marginfordel.

### 8.2.2.2 Omløpsfordel

Et selskap er i besittelse av en omløpsfordel dersom det har evne til å generere høyere driftsinntekt pr. krone investert enn bransjen. Det betyr at selskapet trenger mindre ressurser for hver investerte krone. Omløpsfordel anses derfor som et mål på effektivitet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Omløpsfordel	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Omløpet til netto driftskapital	0,9410	1,0160	1,1620	1,1820	1,1580	1,1220
Omløpet i bransjen	2,0610	2,2120	2,4940	2,6260	2,7160	2,5080
Omløpsfordel - uvektet	-1,1200	-1,1960	-1,3320	-1,4440	-1,5580	-1,3860
Netto driftsmargin i bransjen	0,0570	0,0460	0,0470	0,0560	0,0590	0,0540
<b>Omløpsfordel</b>	<b>-0,0640</b>	<b>-0,0550</b>	<b>-0,0630</b>	<b>-0,0810</b>	<b>-0,0920</b>	<b>-0,0750</b>

Tabell 8-9: Omløpsfordel

Tabell 8-9 viser en tidsvektet omløpsulempe for EVRY på 7,5 %. Dette skyldes enten at EVRY generer mindre driftsinntekter pr. krone investert enn bransjen, eller at de besitter en stor andel kapital som er mindre lønnsom. Både omløpet til EVRY og bransjen viser dog en stigende trend. Jf. tabell 5-24 er det tydelig at veksten i EVRYs driftsinntekter er på et lavt nivå, hhv. under 1 % fra 2013 til 2015 og en negativ vekst i 2016. Driftsinntektene økte derimot med nærmere 3 % i 2017. Driftsinntekter skapes delvis av merkevare ved å ha makt til å kapre de mest lukrative kontraktene. EVRY har historisk sett levert til store bedrifter som DNB og Posten, og en overvekt av store kunder vil medføre en kraftig negativ effekt på

driftsinntektene ved et kundetap. Jf. Porters femkraftsmodell i delkapittel 4.2.2, taler dette for at kundene har relativt høy forhandlingsmakt, hvilket kan resultere i lav vekst i driftsinntektene. Minner om at EVERYs fokusområde fremover vil være SME-segmentet, og økt driftsinntektsvekst er dermed forventet i fremtiden.

I henhold til strategisk analyse i kapittel 4, er selskapets produktmiks endret som følge av restruktureringen. Fokuset er flyttet fra infrastruktur tjenester til digitale- og applikasjonstjenester. Tradisjonell IT-infrastruktur betraktes som mer kapitalintensiv, og følgelig har selskapet en del kapital bundet opp i det gamle forretningsområdet som nå investeres i mindre kapitalintensive satsningsområder. EVERY opplever delvis en kannibalisering av sine driftsinntekter, der en reduksjon i inntekter fra infrastrukturområdet hemmer veksten i inntekter fra digitale- og applikasjonstjenester. Dette gjenspeiler EVERYs ineffektive utnyttelse av deres markedsposisjon, dog disse tiltakene må anses som nødvendig for fremtidig vekst og for å unngå å henge etter konkurrentene. Driftsinntektsveksten på 3 % i 2017 viser at de høster resultater fra restruktureringen.

Det ville vært interessant å dekomponere omløpsfordelen ytterligere for å få dypere innsikt i de underliggende kildene. Det er hovedsakelig to hensiktsmessige måter å splitte opp en omløpsfordel; (1) splitting i underomløp, dvs. omløp til netto driftskapital pr. forretningsområde, eller alternativ (2) en “per unit”-analyse, dvs. finne driftsinntekt pr. enhet (ARPU) over netto driftskapital pr. enhet.

For EVERY viser likevel begge metodene seg å være problematiske. EVERYs driftsinntekter er kun inndelt etter forretningsområdene Norge, Sverige og Financial Services, med unntak av 2017 hvor inntektene ble inndelt etter tjenesteområder. Bransjeutvalget har ikke en tilsvarende inndeling for sine driftsinntekter, slik at førstnevnte metode ikke lar seg gjennomføre. Hva gjelder alternativ (2), er det først nødvendig å definere hva en enhet tilsier, da det ikke er et entydig svar på dette innen IT-bransjen. Alternative mål på ARPU kan eksempelvis være driftsinntekt pr. kundekontrakt eller driftsinntekt pr. konsulenttime. EVERY spesifiserer svært lite rundt driftsinntektene, og oppgir verken omfanget av kundekontrakter eller konsulenttimer, eller lignende enhetsmål. Det har vist seg vanskelig å finne en sammenlignbar enhetsdefinisjon som oppgis som offentlig informasjon på tvers av selskapene i bransjen, hvilket vanskeliggjør denne metoden. På bakgrunn av dette velger vi å ikke dekomponere omløpsulempen videre.

### 8.2.2.3 Kravfordel

Ifølge Miller & Modiglianis proposisjoner skal kravfordelen være tilnærmet lik 0 (Berk & DeMarzo, 2013). Det vil si at netto driftskravet til bransjen skal tilsvare netto driftskravet til selskapet, da de i prinsippet skal være utsatt for samme risiko.

Kravfordel	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftskrav bransje	0,0435	0,0434	0,0460	0,0449	0,0422	0,0440
Netto driftskrav EVRY	0,0529	0,0525	0,0909	0,0941	0,0918	0,0824
<b>Kravfordel</b>	<b>-0,0094</b>	<b>-0,0090</b>	<b>-0,0450</b>	<b>-0,0492</b>	<b>-0,0496</b>	<b>-0,0385</b>

Tabell 8-10: Kravfordel

EVRY har en tidsvektet kravulempe på -3,85 %, jf. tabell 8-10. Utregningen av netto driftskrav i kapittel 7 viser at både egenkapitalkravet og netto finansielt gjeldskrav til EVRY er betydelig høyere enn for bransjen, slik at netto driftskravet naturligvis blir høyere. EVRYs høye krav stammer som nevnt fra at EVRY har en betydelig høyere gjeldsgrad enn bransjen, og risikoanalysen fra kapittel 6 gir et potensiale for finansielle krisekostnader i årene 2015-2017. Tabell 8-10 viser kun en marginal kravulempe i årene 2013 og 2014, hvilket reflekterer at EVRY og bransjen i disse årene er utsatt for tilnærmet lik risiko, slik teorien sier. Dette er konsistent med vår analyse om at det ikke eksisterer høy kredittrisiko og følgelig finansielle krisekostnader i 2013 og 2014.

### 8.2.3 Gearingfordel

Gearingfordelen fra drift er som nevnt kun en skalering av den strategiske driftsfordelen. Det er dermed fordelaktig med økende låneopptak når driften er lønnsom.

Gearingfordel drift	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	0,0505	0,0624	0,0848	0,1380	0,1440	0,1090
Netto driftskrav	0,0529	0,0525	0,0909	0,0941	0,0918	0,0824
Netto finansiell gjeldsgrad	1,5960	1,7390	2,5980	3,7480	3,7490	0,0266
Minoritetsgrad	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0010	0,0000
<b>Gearingfordel drift</b>	<b>-0,0039</b>	<b>0,0173</b>	<b>-0,0159</b>	<b>0,1645</b>	<b>0,1956</b>	<b>0,0988</b>

Tabell 8-11: Gearingfordel drift

Det foreligger en tidsvektet gearingfordel for EVRY på 9,88%, jf. tabell 8-11. I 2013 og 2015 hadde selskapet en svak gearingulempe grunnet negativ superrentabilitet. De to siste årene har gearingfordelen vært usedvanlig stor grunnet positiv lønnsomhet som skaleres med en høy



gjeldsgrad, selv etter justering av kapitalstruktur foretatt i kapittel 7. I følge Miller & Modigliani vil en gearingfordel trolig ikke skape verdi for eierne, da det gir opphav til en større egenkapitalbeta og tilhørende egenkapitalkrav. Det er dermed rimelig å anta at den samlede virkningen på egenkapitalverdien er lik null.

### 8.2.4 Oppsummering driftsfordel

EVRY har en samlet tidsvektet driftsfordel på 12,55 % for analyseperioden, hvorav den rene driftsfordelen utgjør 2,66 %, jf. tabell 8-12. Dette samsvarer med konklusjonene i den strategiske analysen i kapittel 4. Den rene driftsfordelen styrkes av forhold felles for bransjen, hvor en solid bransjefordel på 9,17% driver driftsfordelen. Likevel svekkes driftsfordelen av en ulempe blant EVRYs ressurser på 6,51 %. Den positive lønnsomheten skaleres kraftig opp på grunn av høy gjeldsgrad, hvor gearingfordelen utgjør 9,88 %. En bør være oppmerksom på at den høye driftsfordelen hovedsakelig skyldes en sensitiv gearingfordel, som trolig ikke skaper verdi for eierne av selskapet.

Driftsfordel	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,0740	0,0590	0,0722	0,1018	0,1187	0,0917
Ressursfordel drift	-0,0764	-0,0491	-0,0783	-0,0579	-0,0665	-0,0651
Ren driftsfordel	-0,0024	0,0099	-0,0061	0,0439	0,0522	0,0266
Gearingfordel drift	-0,0039	0,0173	-0,0159	0,1645	0,1956	0,0988
<b>Samlet driftsfordel</b>	<b>-0,0063</b>	<b>0,0272</b>	<b>-0,0221</b>	<b>0,2084</b>	<b>0,2478</b>	<b>0,1255</b>

Tabell 8-12: Oppsummering av samlet driftsfordel for EVRY i perioden 2013-2017

### 8.3 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel er den andre hovedkomponenten i strategisk fordel. Denne dekomponeres i to kilder, hhv. finansieringsfordel fra netto finansiell gjeld og finansieringsfordel fra minoritetsinteresser.

$$FF = (nfgk - nfggr) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Formel 8-5: Dekomponering av finansieringsfordel

Til informasjon vil ikke finansieringsfordelen dekomponeres i en bransje- og en ressursfordel. Innen finansmarkedene er det forventet lav avkastning, slik at nullhypotesen er  $nfgk - nfggr \gg 0$ . I stedet for bransjetall benyttes de finansielle kravene som målestokk.

### 8.3.1 Netto finansiell gjeld

Fordelen fra netto finansiell gjeld finnes som differansen mellom fordelene fra finansiell gjeld og fordelene fra finansielle eiendeler. Disse komponentene blir beregnet i de to neste avsnittene.

$$FFNFG = (fgk - fgr) * fgg + (fer - fek) * feg$$

Formel 8-6: Dekomponering av netto finansiell gjeldsfordel

### 8.3.2 Finansiell gjeld

For eierne i selskapet er det fordelaktig å betale en rente lavere enn kravet (Penman, 2013). Finansieringsfordelen avhenger i tillegg av den relative mengden med gjeldsfinansiering, der høy gearing bidrar til en større endring i fordelene.

$$FFFG = (fgk - fgr) * fgg$$

Formel 8-7: Finansiell gjeldsfordel

EVERY innehar en moderat finansieringsulempe i 2016 og 2017, og får en tidsvektet finansieringsulempe på 2,12 %. Dette bunner i at de betaler en høyere rente enn det kravet tilsier. Trenden er stigende, hvilket samsvarer med det lånefinansierte oppkjøpet av selskapet som bidrar til høy gjeldsgrad. Årsrapporten 2015 viser til at selskapets finanskostnader har økt som følge av en ny finansieringsavtale med økt gjeldsgrad og økte rentemarginer. Effekten i 2015 svekkes på grunn av beregning på gjennomsnittlig kapital. Videre viser årsrapporten fra 2017 at selskapets finanskostnader har økt ytterligere som følge av refinansieringen av konsernets låneportefølje i forbindelse med børsnoteringen. Den ekstreme kapitalstrukturen er som nevnt delvis justert for de siste årene, jf. kapittel 7, men gjeldsgraden er fremdeles noe høyere sammenlignet med årene før. Ved dyr gjeldsfinansiering er det fornuftig å redusere gjeldsgraden, dog i EVERYs tilfelle har refinansiering vært nødvendig for å kunne posisjoneres mot fremtidig vekst.

Finansieringsfordel FG	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Finansielt gjeldskrav	0,0390	0,0390	0,0790	0,0780	0,0780	0,0680
Finansiell gjeldsrente	0,0375	0,0416	0,0752	0,0864	0,0892	0,0730
Finansiell gjeldsdel	1,7160	1,8770	2,9180	4,2250	4,1760	4,2860
<b>Finansieringsfordel FG</b>	<b>0,0026</b>	<b>-0,0048</b>	<b>0,0110</b>	<b>-0,0356</b>	<b>0,0469</b>	<b>-0,0212</b>

Tabell 8-13: Finansieringsfordel finansiell gjeld

### 8.3.3 Finansielle eiendeler

Det eksisterer en finansieringsfordel ved de finansielle eiendelene dersom disse har en rentabilitet større enn kravet.

$$FFFE = (f_{er} - f_{ek}) * f_{eg}$$

Formel 8-8: Finansiell eiendelsfordel

Finansieringsfordel FE	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,0140	0,0478	0,0154	0,0121	0,0162	0,0200
Finansielt eiendelskrav	0,0080	0,0080	0,0060	0,0050	0,0040	0,0060
Finansiell eiendelsdel	0,1200	0,1400	0,3200	0,4800	0,4300	0,2800
<b>Finansieringsfordel FE</b>	<b>0,0007</b>	<b>0,0055</b>	<b>0,0030</b>	<b>0,0034</b>	<b>0,0052</b>	<b>0,0040</b>

Tabell 8-14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

EVRY har en tidsvektet finansieringsfordel på sine finansielle eiendeler på 0,4%. Vi har benyttet et implisitt tidsvektet snitt for finansiell gjeldsgrad. Fordelen viser til en stigende trend de siste tre årene, men er jevnt over beskjeden. Med tanke på at det foreligger en viss estimeringsusikkerhet er det heller ingen sikkerhet for at fordelene kan anses som signifikant. Dette gjenspeiler antakelsen om utfordringen av å oppnå unormal avkastning i finansmarkedet.

### 8.3.4 Minoritetsinteresser

For majoritetseierne i selskapet er det en fordel å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten, da økonomiske tap kan deles med datterselskap. Til motsetning vil ikke majoritetseiere ta del i verdiskapingen som minoritetsinteressene genererer til seg selv (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

$$FFMI = (m_{ik} - m_{ir}) * m_{ig}$$

Formel 8-9: Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Det er rimelig å anta at mer- eller mindrentabiliteten på minoritetsinteressene er omkring null, da majoriteten kan skvise minoriteten for dette. I EVRY er graden av minoritetsinteresser nærliggende 0, slik at det verken eksisterer en fordel eller ulempe.

Finansieringsfordel MI	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Minoritetskrav	0,0910	0,0920	0,1102	0,1330	0,1304	0,1150
Minoritetsrentabilitet	0,0000	0,0000	0,0000	0,9800	0,0000	0,2400
Minoritetsgrad	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000
<b>Finansieringsfordel MI</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,0000</b>

Tabell 8-15: Finansieringsfordel minoritetsinteresser

### 8.3.5 Oppsummering finansieringsfordel

EVRY har hatt en moderat finansieringsulempe de siste tre årene, hvilket resulterer i en tidsvektet ulempe på 1,73 %. Dette henføres primært finansieringsulempen fra finansiell gjeld de to seneste årene, som følge av EVRYs gjeldsgrad og økte rentemarginer som diskutert i avsnitt 8.3.2.

Finansieringsfordel	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Finansieringsfordel FG	0,0026	-0,0048	0,0110	-0,0356	-0,0469	-0,0212
Finansieringsfordel FE	0,0007	0,0055	0,0030	0,0034	0,0052	0,0040
Finansieringsfordel NFG	0,0033	0,0006	0,0140	-0,0323	-0,0416	-0,0173
Finansieringsfordel MI	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<b>Finansieringsfordel</b>	<b>0,0033</b>	<b>0,0006</b>	<b>0,0141</b>	<b>-0,0324</b>	<b>-0,0416</b>	<b>-0,0173</b>

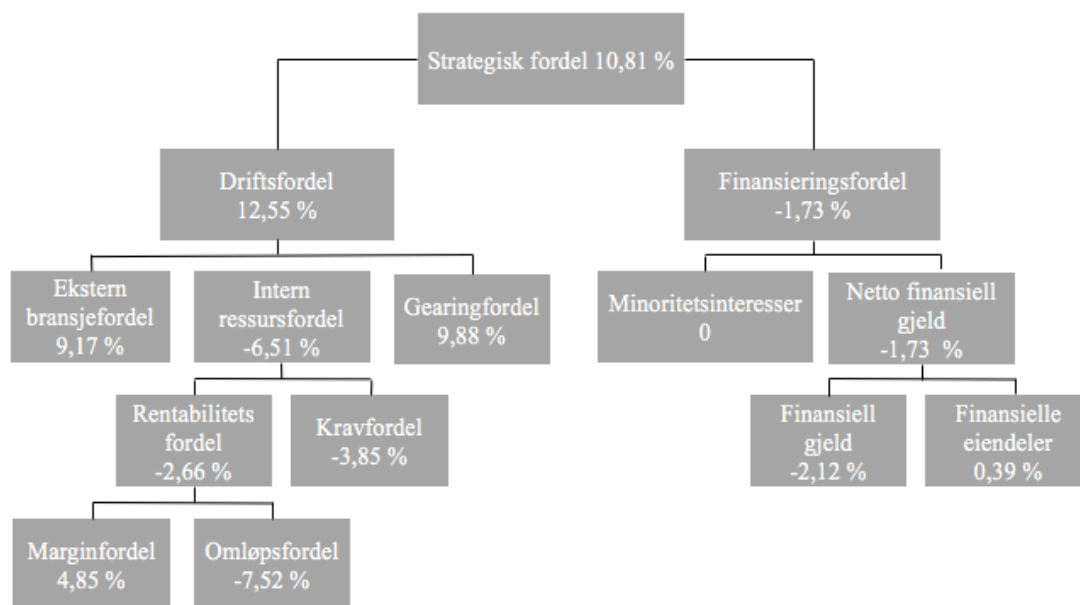
Tabell 8-16: Oppsummering av finansieringsfordel

## 8.4 Oppsummering strategisk fordel

Figur 8-5 oppsummerer kildene til strategisk fordel. Analysen viser at EVRY har en tidsvektet strategisk fordel på 10,8 %, hvilket reflekterer en høy lønnsomhet. Den rene driftsfordelen er beregnet til 2,66 %, der en sterk bransjefordel på 9,17 % er den primære driveren. Fra strategisk analyse i kapittel 4 konkluderes det at bransjen innehar en strategisk fordel grunnet sterk etterspørsel etter deres tjenester som følge av den digitale transformasjonen i næringslivet og fremvoksende teknologier, samt begrenset konkurranse som følge av høye etableringsbarrierer. Den rene driftsfordelen nedjusteres på grunn av selskapets ressursulempe på 6,51 %, som bunner i at de interne ressursene diskutert i strategisk analyse ikke blir effektivt utnyttet. Ressursulempen dekomponeres i en rentabilitetsulempe på 2,66 % og en kravulempe på 3,85 %. Videre består rentabilitetsulempen av en sterk marginfordel på 4,85 % og en omløpsulempe på 7,52 %. Marginfordelen skyldes primært lavere varekostnader sammenlignet med bransjen, og et generelt intensivt kostnadsfokus. Omløpsulempen kan forklares ut fra selskapets lave vekst i driftsinntekter og høy kapitalbinding i

infrastruktursegmentet. Kravulempen på 3,85 % skyldes at EVRY har et høyere avkastningskrav enn bransjen, primært drevet av høyere gjeldsgrad. Videre har EVRY en svært positiv gearingfordel på hele 9,88 %, som følge av at den positive driftsfordelen blir skalert opp av gjeldsgraden, da det er fordelaktig å finansiere lønnsom drift med gjeld. Likevel vil trolig ikke gearingfordelen skape verdi for eierne, da høy gearing vil reflekteres i egenkapitalbetaen og -kravet.

EVRY har en tidsvektet finansieringsulempe på 1,7 %, som stammer hovedsakelig fra finansiell gjeld. Dette tilsier at selskapet betaler en høyere rente enn kravet på sin finansielle gjeld. Finansieringsfordelen fra finansielle eiendeler er svært beskjeden, og finansieringseffekten av minoritetsinteresser er tilnærmet lik null. På bakgrunn av rentabilitetsanalysen kan det konkluderes at EVRY har en strategisk fordel på 10,8 %, der den underliggende kilden er bransjefordelen.



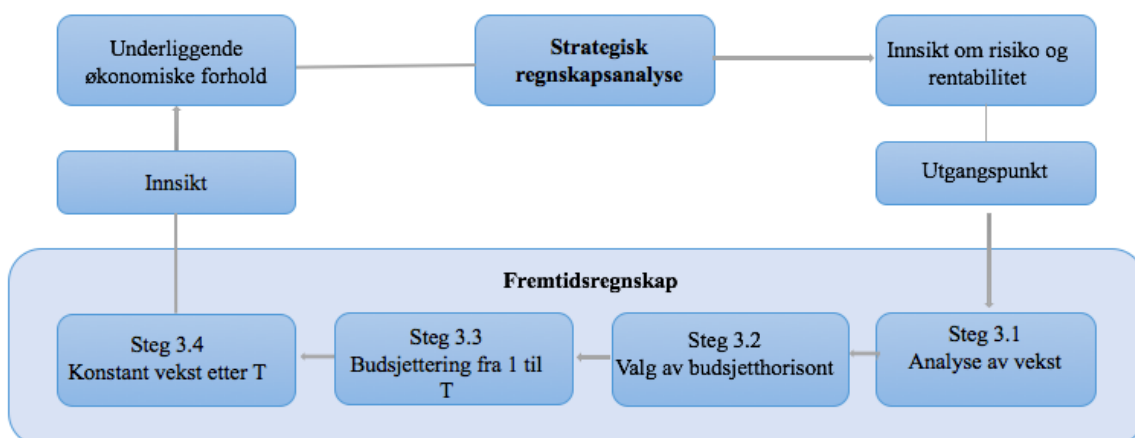
Figur 8-5: Dekomponering av strategisk fordel. Avvik forekommer i summering av strategisk fordel, da fordelene er beregnet basert på gjennomsnitt.

## Kapittel 9 - Fremtidsregnskap

Det følgende kapittelet omhandler utarbeidelsen av EVRYs fremtidsregnskap. Sammen med kapittel 10 vedrørende fremtidskrav, utgjør dette steg 3 i rammeverket for den fundamentale verdsettelsen, jf. delkapittel 3.3. Fremtidsregnskapet og fremtidskravet vil danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11. Innsikt fra strategisk analyse i kapittel 2 og 4, samt regnskapsanalysen i kapittel 5 og 8 er essensiell for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet (Penman, 2013). En viktig skilnad fra tidligere beregninger er at rentabilitet nå vil bli beregnet på inngående kapital, da det forutsettes at kontantstrømmene genereres ved slutten av året pr. 31.12.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for utarbeidelsen av fremtidsregnskap består av fire steg, illustrert i figur 9-1 (Penman, 2013). Det første steget analyserer den historiske veksten i EVRY, med spesielt fokus på veksten i driftsinntekter som den grunnleggende budsjettdriveren. I steg to velges budsjettthorisont  $T$ , hvorav år  $T$  representerer året hvor fremtidsregnskapet går inn i “steady state” med konstante budsjett drivere. I steg tre utføres budsjetteringen av forventet utvikling fra år 0 til år  $T$  basert på syv ulike budsjett drivere. Samtidig fastsettes et anslag på årlig konstant vekst i budsjett driverne fra år  $T+1$  til det uendelige. Til slutt presenteres det endelige fremtidsregnskapet.



Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap (Penman, 2013).

### 9.1.1 Analyse av vekst

Selskapets historiske vekst gir nyttig innsikt for fremtidsutsiktene. Tradisjonelt eksisterer det to typer vekstanalyse, hhv. resultatvekst og kapitalvekst. Sammen med kostnadsutt anses driftsinntektsveksten som den grunnleggende budsjettdriveren, da dette er den fremste årsaken til vekst i resultatet. Driftsinntektsveksten kan derimot opptre som en ustabil kilde til vekst, og det vil dermed være hensiktsmessig å analysere egenkapitalveksten i tillegg.

Fra tabell 9-1 fremkommer det at EVRY har hatt en lav driftsinntektsvekst over analyseperioden, herav under 1 % til og med 2015. Selskapet uttaler selv at deres primære fokus de seneste årene har vært kostnadsreduksjon og effektivisering av driften i motsetning til inntektsvekst. Omsetningsnedgangen i 2016 skyldtes i hovedsak tap av en DNB-kontrakt (EVRY, 2017a), og justert for dette var omsetningsnedgangen i realiteten kun 0,9 %. Driftsinntektene økte betraktelig i 2017, primært drevet av økte inntekter innen tjenestemrådene Digital og Application Services. Bransjen har derimot hatt en betraktelig større inntektsvekst over analyseperioden, med et tidsvektet snitt på 5,5 %.

EVRY	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	12713,6	12748,3	12752,6	12847,4	12232,0	12581,0	
Vekst		0,27%	0,03%	0,74%	-4,79%	2,85%	-0,16%

Tabell 9-1: Historisk driftsinntektsvekst, EVRY

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	48679,4	50222,0	53091,6	57191,0	59338,1	62966,2	
Vekst		3,17%	5,71%	7,72%	3,75%	6,11%	5,49%

Tabell 9-2: Historisk driftsinntektsvekst, bransjen

Egenkapitalveksten avhenger av to forhold. Dersom selskapet tilfører ny kapital gjennom innskudd eller velger å ikke betale ut utbytte, vil veksten øke. Tilsvarende gjelder dersom egenkapitalrentabiliteten er høy. Dette betyr at kapitalvekst kan være tilført eller egengenerert.

$$ekv = (1 - eku) \times ekr$$

Formel 9-1: Egenkapitalvekst

Tabell 9-3 synliggjør en særs volatil egenkapitalvekst i EVRY. Da selskapet var av børsen i 2015 og 2016 ble det foretatt ekstraordinære utbytter. Dette oversteg nettoresultatet til

egenkapitalen, og følgelig resulterte det i negativ egenkapitalvekst. I forbindelse med børsnoteringen i 2017 ble ny kapital tilført selskapet og ingen utbytte ble utbetalt, hvilket følgelig resulterte i en positiv egenkapitalvekst. I likhet med EVRY har bransjen også en ustabil egenkapitalvekst, der lignende trender er synlig i de siste tre årene. Dette kan delvis skyldes at EVRY drar ned gjennomsnittet.

EVRY	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	6,86%	9,95%	9,04%	29,21%	31,44%	20,72%
Tilbakeholdsgrad (1-eku)	74,75%	76,86%	-259,48%	-195,93%	539,38%	79,94%
<b>Egenkapitalvekst (ekv)</b>	<b>5,13%</b>	<b>7,64%</b>	<b>-23,46%</b>	<b>-57,22%</b>	<b>169,58%</b>	<b>16,56%</b>

Tabell 9-3: Historisk egenkapitalvekst, EVRY

Bransjen	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	13,14%	15,44%	16,72%	23,68%	27,02%	21,00%
Tilbakeholdsgrad (1-eku)	11,90%	35,60%	-41,34%	-47,72%	157,12%	33,47%
<b>Egenkapitalvekst (ekv)</b>	<b>1,56%</b>	<b>5,50%</b>	<b>-6,91%</b>	<b>-11,30%</b>	<b>42,46%</b>	<b>7,03%</b>

Tabell 9-4: Historisk egenkapitalvekst, bransjen

### 9.1.2 Valg av budsjetthorisont T

Budsjetthorisonten (T) er året hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkel fremskrivning ved at samtlige budsjett drivere antas konstante, hvilket tilsier at selskapet er i en “steady state” (Koller, Goedhart, Wessels, & Cichello, 2015). Det er to forhold som er spesielt avgjørende for valg av budsjetthorisont; (1) tid til steady state og (2) kvaliteten på regnskapsføringen. Førstnevnte forhold vil avhenge av virksomhetens og bransjens vekstpotensiale, som blant annet reflekteres gjennom hvor i livssyklusen de befinner seg. For virksomheter som opererer innen stabile og modne bransjer kan det være rimelig å sette  $T=0$ , da det kan argumenteres for at veksten ikke forventes å endres på lang sikt. Tilsvarende vil en vekstbransje tilsi en lang budsjetthorisont, da veksten kan endres drastisk i lang tid fremover. Kvaliteten på regnskapsføringen påvirker valg av budsjetthorisont gjennom graden av verdibasert regnskapsføring. Desto mer verdibasert regnskapsføring, desto kortere budsjetthorisont er nødvendig for å fange opp verdiene.

Koller, Goedhart og Wessels (2015) foreslår en budsjetteringshorisont på mellom 10 og 15 år. Begrunnelsen for dette er at en kortere budsjetteringsperiode typisk vil resultere i en



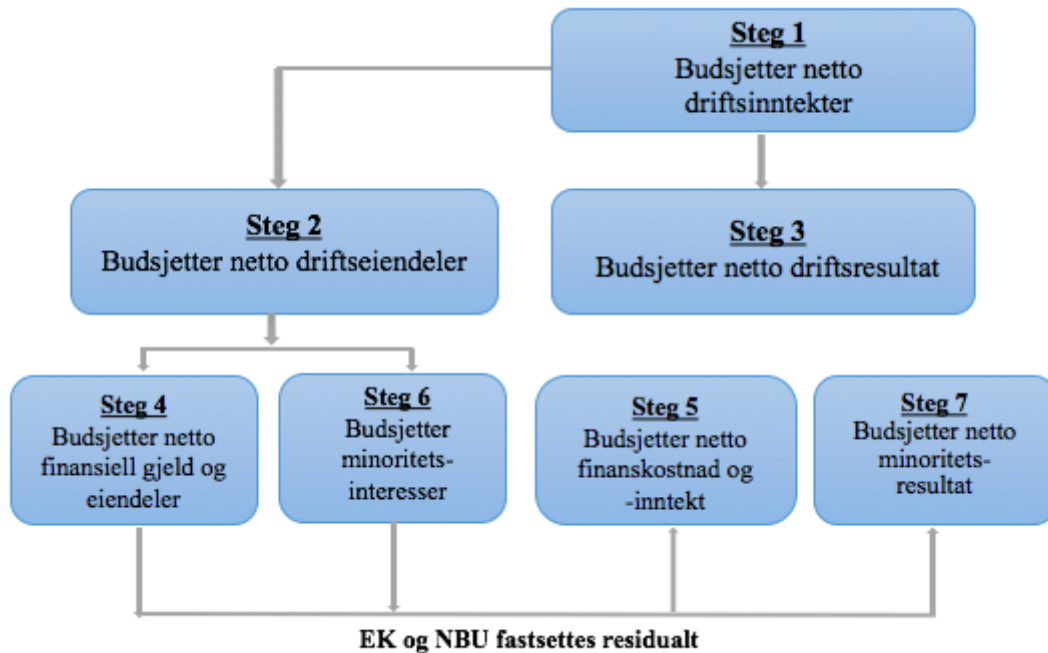
undervurdering av selskapets verdi, mens en lengre periode vil medføre vanskeligheter med å predikere individuelle elementer uten at det oppstår stor usikkerhet rundt estimatene.

I delkapitlene 2.2 og 3.2, samt i PESTEL-analysen, ble det argumentert for at IT-bransjen er relativt moden, men at det eksisterer et høyt vekstpotensial fremover. Dette tilsier bruk av en lengre budsjettperiode. Samtidig har bransjen opplevd en relativt høy og volatil vekst i driftsinntektene, hvor det i foregående delkapittel 9.1.1 vises til en tidsvektet driftsinntektsvekst på 5,49 %. EVRY på sin side har derimot hatt en svært lav driftsinntektsvekst, men med store svingninger de siste årene. Driftsinntektsveksten tyder følgelig på at en lengre budsjettthorisont er hensiktsmessig, da dette indikerer at steady state ikke oppnås i nærmeste fremtid. Dette kan også underbygges ved en ustabil egenkapitalvekst i både bransjen og EVRY. På den annen side benytter EVRY regnskapspråket IFRS, hvilket medfører måling til både historisk kost og virkelig verdi. Dette tilsier en kortere budsjettthorisont da en stor del av regnskapsføringen er verdibasert. Samlet sett finnes det argumenter for både en kortere og en lengre budsjettthorisont, slik at en mellomlang periode vil være formålstjenlig. Vi konkluderer dermed med en budsjettperiode på 12 år, hvor 2018 representerer  $t=1$  og 2029 representerer budsjettthorisonten  $T$ . 2030 tilsvarer  $T+1$ , hvor budsjettdriverne går over i konstant vekst.

## 9.2 Budsjettering fra 0 til T

I dette delkapitlet beregnes 7 ulike budsjett drivere gjennom 5 steg, illustrert i figur 9-2 (Knivsflå K. H., 2017). Den historiske utviklingen til budsjett driverne vil i tillegg til kvalitativ innsikt fra strategisk analyse danne grunnlaget for budsjetteringen.

Minoritetsinteresser og netto minoritetsresultat er nærliggende lik 0 i EVRY, og vil dermed ikke budsjetteres i fremtidsregnskapet.



Figur 9-2: Budsjettmodellen. Merk at steg 6: minoritetsinteresser og steg 7: minoritetsresultat ikke budsjetteres

### 9.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntekter anses som den viktigste driveren til resultatvekst, da virksomheter sjeldent overlever uten kunder og salg. Pris og kvantum utgjør driftsinntektene, og forhold som blant annet priselastisitet, produktsubstitusjon og konkurranseintensitet er av betydning for fremskriving av driftsinntekter (Penman, 2013).

$$DI_t = (1 + div_t) \times DI_{t-1}$$

Formel 9-2: Budsjettering av driftsinntekter

Med en historisk driftsinntektsvekst på nærmere 1 %, kan det vurderes som tvilsomt at driftsinntektsveksten er den primære driveren til EVRYs resultatvekst. I 2017 høstet selskapet

resultater av den store restruktureringen som har pågått de siste to årene, hvilket har bidratt til å gjenskape lønnsom vekst. Konsernet rapporterer på tre segmenter; EVRY Financial Services, EVRY Norge og EVRY Sverige. Financial Services hadde en omsetningsøkning på 2,9 % i 2017, sammenlignet med 1 % i EVRY Norge og EVRY Sverige. Konsernets inntekter er i årsrapporten for 2017 delt inn i ulike tjenesteområder definert ut fra hvilke type tjenester som tilbys, herav Digital Services, Application Services, Infrastructure Services og Fulfillment Services. Den positive inntektsveksten i 2017 på 2,85 % var i hovedsak drevet av økte inntekter innen tjenesteområdene Digital og Application Services, mens det har vært en nedgang innen tjenesteområdet Infrastructure Services. Veksten innen Application Services var i stor grad innenfor Financial Services, spesielt innen det nordiske kortmarkedet. Dette gjenspeiler viktigheten av tilstedeværelsen innen bank- og finansnæringen som diskutert i den strategiske analysen i kapittel 4. Veksten innen Digital Services henføres en bedre utnyttelse av konsulenttjenester i Norden. Selskapet anser dette som en vedvarende trend på kort og mellomlang sikt. Det foreligger dog et risikomoment ved at inntektsreduksjonen innen infrastruktur kannibaliserer for inntektsøkningen i de andre tjenesteområdene.

Driftsinntektsveksten, div, blir i det første året fastsatt indirekte gjennom framskrivning av omløpet til netto driftskapital, da omløpet anses mer stabilt.

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 \times NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

*Formel 9-3: Driftsinntektsvekst i 2018*

I neste delkapittel fastsettes omløpet i 2018 til 1,064. Driftsinntektsveksten i 2018 blir beregnet til 2,15 %, hvilket tilsvarer en liten reduksjon fra fjorårets vekst. På bakgrunn av selskapets restrukturering og bransjens vekstpotensial er det grunn til å tro at utviklingstrekkene fra 2017 vil fortsette i fremtiden. På kort sikt forventer vi dog kun en marginal inntektsøkning på henholdsvis 2,2 % i 2019 og 2,4 % i 2020, da inntekter fra infrastruktur tjenester gradvis avtar. Denne kannibaliseringen vil som nevnt i delkapittel 4.3 på et tidspunkt stabiliseres, og vi forventer en inntektsøkning på 3,5 % i 2026 med utgangspunkt i lineær budsjettering. Utviklingstrekket underbygges av selskapets fokus på applikasjonsforvaltning og digitale tjenester, særlig innen finansbransjen hvor selskapet innehar en sterk posisjon. Det er tydelig at EVRY Financial Services er segmentet som

genererer mest inntekter. Reguleringene GDPR og PSD2, og trendene innen finansbransjen vil trolig ha en spesielt positivt innvirkning på EVRYs fremtidige inntektsvekst. Videre forventes kundenes betalingsvilje å øke ettersom IT-tjenester blir mer komplekse og skreddersydde, dette særlig gjeldende i SME-segmentet hvor EVRY skal øke sin satsning. Hvis mangel på arbeidskraft og kompetanse innen IT-bransjen vedvarer på kort og mellomlang sikt, kan timeprisen på konsulenttenester potensielt drives oppover og følgelig bidrar dette til inntektsvekst.

I teorien vil den langsiktige veksten være tilbakevendende til gjennomsnittet. Virksomheter kan ha midlertidige fortrinn, men konkurransekraftene vil redusere disse på sikt (Penman, 2013). Dette innebærer at ingen virksomheter kan vokse raskere enn den generelle økonomien. Knivsflå (2017m) foreslår at forventet realvekst i verdensøkonomien med tillegg til forventet global inflasjon, vil være et godt estimat for grenseverdien på lang sikt. IMF, International Monetary Fund, forventer en realvekst på gjennomsnittlig 3,3 %. Relativt til Norges Banks inflasjonsmål, forventes en inflasjon på 2,1 %. Til sammen utgjør dette en grenseverdi på nærmere 5,5 %, hvilket tilsvarer bransjens historiske inntektsvekst. Svakheter knyttet til EVRYs markedsposisjon som følge av kundenes høye forhandlingsmakt, samt mangelen på globale leveranser vil likevel svekke selskapets evne til å generere driftsinntekter på høyde med bransjen, jf. delkapittel 4.3.4. Til tross for restruktureringen av selskapet og investeringen i nye forretningsområder, tilsier altså den historiske inntektsveksten at det innen vår budsjettperiode vil være utfordrende for EVRY å komme seg helt opp på bransjens nivå. I hht. ressursanalysen i kapittel 4, benyttes dermed en konstant vekst på 4,5 % i steady state, hvilket er 1 % lavere enn grenseverdien. Inntektene budsjetteres lineært mellom 2026 og 2029.

Driftsinntekter	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI t-1	12581	12851	13134	13436	13777	14158	14583	15054	15576	16152	16793	17504	18292	19115
1 + div t	1,0215	1,0220	1,0230	1,0253	1,0277	1,0300	1,0323	1,0347	1,0370	1,0397	1,0423	1,0450	1,0450	1,0450
<b>DI t</b>	<b>12851</b>	<b>13134</b>	<b>13436</b>	<b>13777</b>	<b>14158</b>	<b>14583</b>	<b>15054</b>	<b>15576</b>	<b>16152</b>	<b>16793</b>	<b>17504</b>	<b>18292</b>	<b>19115</b>	<b>19975</b>

Tabell 9-5: Budsjettering av driftsinntekter

EVRY forventer en inntektsvekst på 2 % i 2018, hvilket er marginalt mer konservativt enn vårt estimat på 2,15 %. Sammenlignet med konsensusestimater i Dagens Næringsliv per 25.05.2018, forventes en inntektsvekst på hhv. 1,59 % og 2,34 % i 2018 og 2019. Vårt estimat i 2018 er mer optimistisk, da vi legger til grunn fjorårets kraftige inntektsvekst. Utviklingen

for 2019 er marginalt mer konservativt, hvilket kan skyldes våre forventninger om inntektskannibalisering på kort sikt. Gjennomsnittlig geometrisk inntektsvekst over budsjettperioden er 3,17 %, hvilket vi synes samsvarer godt med EVRYs potensiale.

### 9.2.2 Netto driftseiendeler

Med årlige prognoser på omløpet til netto driftseiendeler, onde, kan fremtidige netto driftseiendeler budsjetteres.

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

*Formel 9-4: Budsjettering av netto driftseiendeler*

Med en tidsvektet onde på 1,06 gjennom analyseperioden, har EVRY en særdeles lav onde sammenlignet med 2,36 i bransjen. En omløpsulempe ble beregnet til 7,5 %. Jf. analysen i delkapittel 8.2.2.2 skyldes dette at EVRY genererer mindre driftsinntekter pr. krone investert enn bransjen. Store andeler kapital er bundet opp i tjenesteområdet for infrastruktur, som nå investeres i nye og mer lønnsomme satsningsområder, som vil kunne gi en høyere onde.

Gjennom analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler til bransjen og EVRY opplevd en stigende trend, der EVRY oppnådde en onde på 1,12 i 2017. Driftsinntektsveksten i 2018 budsjetteres indirekte gjennom fremskrivning av onde, da onde anses mer stabil. Onde fastsettes til 1,06 i 2018. Dette tilsvarer en reduksjon sammenlignet med onde i 2017, da en høyere onde ville bidratt til en ekstrem driftsinntektsvekst. På sikt forventer vi at omløpet til EVRYs netto driftseiendeler vil stige. Dette gjenspeiler forventningene om at EVRY vil utnytte sin markedsposisjon mer effektivt og generere mer inntekter fra lønnsomme satsningsområder, se forrige delkapittel. Ny kapital må likevel investeres, men det kreves mindre kapital innen applikasjonsutvikling og konsulentarbeid sammenlignet med drift av IT-infrastruktur, jf. ressursanalysen i delkapittel 4.3. Bransjen oppnådde en onde på 2,6 i 2017, hvilket potensielt kan være overvurdert på lengre sikt. Jf. bransjeanalysen i delkapittel 4.4.1, forventes en reduksjon i onde som følge av økt rivalisering på sikt. Vi benytter en skjønsmessig  $onde_B$  på 1,6 i steady state. Videre forventer vi at EVRYs onde vil konvergere i retning av bransjesnittet i steady state. Selv om de nye forretningsområdene er mindre kapitalintensive, knyttes det usikkerhet til hvorvidt EVRY vil evne å generere like mye driftsinntekter pr. krone investert som bransjen. Dette særlig hvis vi hensyntar den historiske

omløpsulempen, og forventninger om lavere driftsinntektsvekst relativt til bransjen som nevnt i delavsnitt 9.2.1. Av denne årsak settes onde for EVRY til 1,2 i steady state, hvor lineær budsjettering benyttes over analyseperioden. Dermed budsjetteres en varig og marginal omløpsulempe på 1,8 % i steady state.

Netto driftseiendeler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI t+1	13134	13436	13777	14158	14583	15054	15576	16152	16793	17504	18292	19115	19975	20874
Onde t+1	1,073	1,085	1,098	1,111	1,124	1,136	1,149	1,162	1,175	1,187	1,200	1,200	1,200	1,200
<b>NDE</b>	<b>12244</b>	<b>12379</b>	<b>12545</b>	<b>12744</b>	<b>12978</b>	<b>13248</b>	<b>13555</b>	<b>13903</b>	<b>14297</b>	<b>14743</b>	<b>15243</b>	<b>15929</b>	<b>16646</b>	<b>17395</b>

Tabell 9-6: Budsjettering av netto driftseiendeler

### 9.2.3. Netto driftsresultat

Med prognoser på årlig netto driftsmargin, kan størrelsen på netto driftsresultat fastsettes i fremtidsregnskapet.

$$NDR_t = ndm_t \times DI_t$$

Formel 9-5: Budsjettering av netto driftsresultat

EVRY oppnådde en tidsvektet netto driftsmargin over analyseperioden lik 9,57 %, hvilket resulterte i en marginfordel lik 4,85 %, vist i kapittel 8.2.2.1. Jf. delkapittel 4.3, kunne dette primært henføres lavere varekostnader relativt til bransjen. Dette gjenspeiler en kostnadseffektiv produksjon av IT-tjenester som følge av kompetansenivå og lønnsomme partnerskap.

I 2017 hadde EVRY en netto driftsmargin lik 12,4 %, sammenlignet med 5,92 % i bransjen. Dette gjenspeiler selskapets sterke kostnadsfokus siden avnoteringen i 2015. Partnerskap, særlig IBM-avtalen, innebærer at flere av selskapets infrastruktur tjenester blir overført til partnere. Dette har medført lavere lønnskostnader og en mer fleksibel kostnadsstruktur, hvilket for nå har veid opp for de økte varekostnadene. Selskapet vil iverksette tiltak for å sikre en vedvarende marginforbedring innenfor digitale tjenester og applikasjonsområdet. Innen infrastruktur er marginene som nevnt under press, og det er ventet at denne trenden vil vedvare (EVRY, 2018a). Samtidig forventes økte marginer innen Financial Services og SME-segmentet, derav sistnevnte typisk har lavere forhandlingsmakt. Av denne årsak forventer vi en stigende netto driftsmargin på hhv. 12,7 % i 2018 og 13 % i 2019.

Det er usikkert hvorvidt besparelsene ved partnerskap vil dekke økte varekostnader på mellomlang sikt. Det er grunn til å forvente et sterkere press på marginene innenfor digitale tjenester og applikasjonsområdet på mellomlang sikt, da dette er attraktive satsningsområder som vil tiltrekke konkurrenter. Vi budsjetterer netto driftsmargin lineært mot 11 % i 2023. Over analyseperioden har EVERY oppnådd en tidsvektet ren driftsfordel på 2,66 %. På budsjetthorisonen vil konkurransekraftene sørge for at driftsfordelen avtar til 2,1 %. Grunnlaget for dette blir beskrevet i delkapittel 10.4. Netto driftsmarginen i steady state fastsettes indirekte ved bruk av onde og netto driftsrentabilitet gjennom netto driftskrav. Netto driftskrav blir beregnet til 6,3 % i kapittel 10. Med en varig ren driftsfordel på 2,1 %, blir netto driftsmargin på budsjetthorisonen lik 7 %. Dette tilsvarer en konvergering mot bransjesnittet lik ca. 6 %, med tillegg av en varig marginfordel lik 1,2 %  $((0,07 - 0,06) \cdot 1,2)$ . Marginfordelen underbygges av forventningene om et effektivt kostnadsfokus og produksjon av IT-tjenester, samt sterke marginer særlig innen Financial Services og SME.

$$ndm_T = \frac{ndr_T}{onde_T}$$

Formel 9-6: Budsjettering av netto driftsmargin i steady state, der  $ndr_t = ndk_t + \text{ren driftsfordel}$

Netto driftsresultat	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI t	12851	13134	13436	13777	14158	14583	15054	15576	16152	16793	17504	18292	19115	19975
ndm t	12,70%	13,00%	12,50%	12,00%	11,50%	11,00%	10,33%	9,67%	9,00%	8,33%	7,67%	7,00%	7,00%	7,00%
NDR t	1632	1707	1680	1653	1628	1604	1556	1506	1454	1399	1342	1280	1338	1398

Tabell 9-7: Budsjettering av netto driftsresultat

## 9.2.4 Netto finansiell gjeld

Budsjetteringen av netto finansiell gjeld vil foregå gjennom en separat budsjettering av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Fremtidig netto finansiell gjeld beregnes dermed som den balansevektede differansen mellom de to komponentene.

### Finansiell gjeld

Finansiell gjeld fremskrives gjennom et anslag på fremtidig gjeldsdel, herav virksomhetens gjeld i andel av netto driftseiendeler.

$$FG_t = fgd_t \times NDE_t$$

Formel 9-7: Budsjettering av finansiell gjeld

Gjennom analyseperioden var EVRYs finansielle gjeldsdel i gjennomsnitt 87,2 %. Det lånefinansierte oppkjøpet av selskapet i 2015 og påfølgende restrukturering resulterte i en endring i kapitalstrukturen. I forbindelse med børsnoteringen i 2017 ble deler av gjelden nedbetalt, hvilket resulterte i en gjeldsdel i underkant av 82 %. Sammenlignet med tidligere år og bransjesnittet på 67,9 %, anses gjeldsdelen som unormalt høy. Vi forventer å se en reduksjon på sikt, hvor gjeldsdelen vil konvergere mot bransjesnittet. En normal gjeldsdel på Oslo Børs er om lag 50 %, men det er tydelig at IT-bransjen er preget av større grad av gjeldsfinansiering. Bransjesnittet anses som overvurdert i forhold til fremtidig utvikling og settes skjønnsmessig til 60 % på budsjetthorisonten. Vi forventer en større nedbetaling i 2018, og budsjetterer med en finansiell gjeldsdel på 75 % dette året. Gradvis nedbetaling av gjeld foregår på mellomlang sikt med utgangspunkt i en lineær reversering til 62 % i 2026, før den til slutt når 60 % på budsjetthorisonten.

### ***Finansielle eiendeler***

Finansielle eiendeler fremskrives gjennom et anslag på fremtidig eiendelsdel, herav virksomhetens finansielle eiendeler relativt til netto driftseiendeler.

$$FE_t = fed_t \times NDE_t$$

*Formel 9-8: Budsjettering av finansielle eiendeler*

Gjennom analyseperioden var EVRYs finansielle eiendelsdel i gjennomsnitt 8,8 %, sammenlignet med 13,4 % i bransjen. Gjennomsnittlig eiendelsdel på Oslo Børs er om lag 20 %. På budsjetthorisonten vurderes dette som for høyt, da optimal selskapsstyring innebærer en begrenset kontantbeholdning som kun benyttes til investeringer i konstant vekst. Vi forventer at EVRYs finansielle eiendeler konvergerer mot bransjesnittet lik 13,5 % på budsjetthorisonten.

### ***Netto finansiell gjeld***

Basert på anslagene av fremtidig finansiell gjeld og finansielle eiendeler, blir netto finansiell gjeld beregnet.



Netto finansiell gjeld	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDE	12244	12379	12545	12744	12978	13248	13555	13903	14297	14743	15243	15929	16646	17395
fgd	0,750	0,734	0,718	0,701	0,685	0,669	0,653	0,636	0,620	0,613	0,607	0,600	0,600	0,600
FG	9183	9083	9001	8937	8890	8859	8845	8846	8864	9042	9247	9557	9987	10437
NDE	12244	12379	12545	12744	12978	13248	13555	13903	14297	14743	15243	15929	16646	17395
fed	0,087	0,092	0,097	0,103	0,108	0,114	0,119	0,125	0,130	0,132	0,133	0,135	0,135	0,135
FE	1060	1139	1223	1311	1406	1507	1615	1732	1859	1941	2032	2150	2247	2348
<b>NFG</b>	<b>8123</b>	<b>7944</b>	<b>7779</b>	<b>7626</b>	<b>7484</b>	<b>7353</b>	<b>7230</b>	<b>7114</b>	<b>7006</b>	<b>7101</b>	<b>7215</b>	<b>7407</b>	<b>7740</b>	<b>8089</b>

Tabell 9-8: Budsjettering av netto finansiell gjeld, dekomponert i finansiell gjeld og finansielle eiendeler

## 9.2.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes gjennom en separat budsjettering av netto finanskostnad og netto finansinntekt, der fremtidig netto finanskostnad finnes som den balansevektede differansen mellom de to komponentene. I kapittel 8 fremkommer det at EVRY innehar en finansieringsulempe på 1,73 %, der 2,12 % henføres finansiell gjeld og en fordel lik 0,4 % henføres finansielle eiendeler. Dette tilsier at selskapet har betalt en høyere rente enn det kravet tilsier. Dette underbygges av økte rentemarginer på den nye finansieringsavtalen i 2015, samt refinansieringen av konsernets låneportefølje i forbindelse med børsnoteringen i 2017. Selskapet uttrykker i siste årsrapport at dagens finansiering er betydelig redusert fra tidligere finansieringsavtale, slik at finanskostnadene forventes å bli vesentlig redusert fra 2017 til 2018. Dersom vi antar effisiente kapitalmarkeder og at netto finansiell gjeld balanseføres til virkelig verdi, kan vi forutsette at renten i fremtiden vil reflektere kravet og at det følgelig ikke eksisterer en finansieringsfordel/ulempe. Vi vil dermed budsjettere med en finansiell gjeldsrente lik gjeldskrav og en finansiell eiendelsrentabilitet lik eiendelskrav.

$$NFK_t = fgr_t \times FG_{t-1}$$

Formel 9-9: Budsjettering av netto finanskostnad

$$NFI_t = fer_t \times FE_{t-1}$$

Formel 9-10: Budsjettering av netto finansinntekt

Netto finanskostnad	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
fgr t = fgk t	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
FG t-1	9935	9183	9083	9001	8937	8890	8859	8845	8846	8864	9042	9247	9557	9987
<b>NFK t</b>	534,0	404,0	330,2	337,2	344,6	352,6	361,2	370,4	384,6	399,7	422,3	446,7	461,7	482,5
fer t = fek t	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03
FE t-1	1050	1060	1139	1223	1311	1406	1507	1615	1732	1859	1941	2032	2150	2247
<b>NFI t</b>	8,6	10,6	15,2	17,8	20,7	24,0	27,6	31,5	36,9	42,8	48,1	53,9	57,0	59,6
<b>NFK t - NFI t</b>	525,4	393,4	315,0	319,4	323,9	328,7	333,6	338,8	347,8	356,9	374,2	392,8	404,7	422,9

Tabell 9-9: Budsjettering av netto finanskostnad

### 9.3 Fremtidsregnskap og fremtidig fri kontantstrøm

I de påfølgende avsnittene presenteres EVRYs fremtidsregnskap for budsjettperioden 2018 - 2029, samt to år inn i steady state. Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm.

#### 9.3.1 Fremtidsresultat

Resultatpostene fra foregående avsnitt utgjør fremtidsresultatet. Netto betalt utbytte (NBU) fastsettes residualt, og opptrer som bindeleddet mellom resultatet og balansen.

$$NBU = FNR - \Delta EK$$

Formel 9-11: Netto betalt utbytte

Unormale resultatposter settes i utgangspunktet lik 0. Vi beregner dog et unormalt driftsresultat på 200 i 2018, som følge av utvidelsen av IBM-avtalen året før. Dette er i tråd med selskapets egne forventninger (EVRY, 2018h).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
DI	12581,0	12851,5	13134,2	13436,3	13776,7	14157,9	14582,6	15054,1	15576,0	16152,3	16793,0	17503,9	18291,6	19114,7	19974,8
NDR	1564,4	1632,1	1707,4	1679,5	1653,2	1628,2	1604,1	1555,6	1505,7	1453,7	1399,4	1342,0	1280,4	1338,0	1398,2
NFI	15,9	8,6	10,6	15,2	17,8	20,7	24,0	27,6	31,5	36,9	42,8	48,1	53,9	57,0	59,6
NRS	1580,3	1640,8	1718,1	1694,7	1671,0	1648,9	1628,0	1583,1	1537,2	1490,6	1442,2	1390,1	1334,3	1395,1	1457,9
NFK	852,6	534,0	404,0	330,2	337,2	344,6	352,6	361,2	370,4	384,6	399,7	422,3	446,7	461,7	482,5
NMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NRE	727,7	1106,8	1314,0	1364,5	1333,8	1304,2	1275,4	1222,0	1166,9	1105,9	1042,5	967,8	887,6	933,4	975,4
UNDR	-767,2	-200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UNFR	-114,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UNMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FNR	-153,6	906,8	1314,0	1364,5	1333,8	1304,2	1275,4	1222,0	1166,9	1105,9	1042,5	967,8	887,6	933,4	975,4
NBU	-3198,2	23,3	1000,4	1032,9	981,9	929,1	874,2	791,3	703,3	603,2	692,4	581,6	393,6	549,9	574,6
ΔEK	3044,6	883,5	313,7	331,6	352,0	375,1	401,3	430,6	463,5	502,7	350,1	386,2	494,0	383,5	400,7

Tabell 9-10: Fremtidsresultat

Fremtidsregnskapet blir analysert gjennom en strategisk rentabilitetsanalyse i delkapittel 10.4.

I dette avsnittet sammenlignes EVRYs fortjeneste per aksje (EPS) mot konsensusestimater.

EPS gir nyttig innsikt i hvorvidt vårt fremtidsregnskap er optimistisk eller pessimistisk i forhold til estimeringer blant andre analytikere. Til sammenligning benyttes estimater fra Dagens Næringsliv, hentet 25.05.18.

$$EPS = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

Formel 9-12: Earnings per share (EPS)

Fortjeneste per aksje	2017	2018	2019
EPS, fremtidsresultat	1,96	2,98	3,54
EPS, DN	2,43	2,99	3,08
<b>Avvik</b>	<b>-23,83%</b>	<b>-0,18%</b>	<b>13,09%</b>

Tabell 9-11: Earnings per share (EPS)

Tabell 9-11 viser at vårt estimat er mer konservativt enn konsensus i 2017, med et avvik på 24 %. I 2018 er DN-estimatet tilnærmet likt vårt estimat. Vårt estimat fra 2019 er derimot høyere enn DN-estimatet, og følgelig har vi en mer optimistisk framtidsbudsjettering. Vi forventer en større inntjening enn konsensus, og det kan spekuleres i hvilke verdier vi ser i EVRY sammenlignet med de andre meglerhusene. Dette kan trolig primært henføres forventningene om høyere marginer på kort og mellomlang sikt, jf. delavsnitt 9.2.3. Det kan være grunn til å

tro at vi forventer en lavere grad av inntektskannibalisering, samt større kostnadsbesparelser knyttet til partnerskap på kort og mellomlang sikt.

### 9.3.2 Fremtidsbalanse

Balansepostene utarbeidet i foregående avsnitt utgjør fremtidsbalansen, her presentert som sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen fastsettes residualt.

$$EK = NDK - NFG - MI$$

$$EK = SSK - FG - MI$$

Formel 9-13: Residual beregning av egenkapital gjennom netto driftskapital og sysselsatt kapital

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>NDE</b>	12243,8	12378,5	12545,0	12744,4	12978,0	13247,6	13555,0	13902,6	14297,4	14742,9	15243,0	15928,9	16645,7	17394,8
FE	1060,3	1139,1	1222,5	1311,1	1405,5	1506,6	1615,1	1731,9	1858,7	1941,2	2032,4	2150,4	2247,2	2348,3
<b>SSE</b>	<b>13304,1</b>	<b>13517,6</b>	<b>13767,5</b>	<b>14055,5</b>	<b>14383,5</b>	<b>14754,2</b>	<b>15170,1</b>	<b>15634,5</b>	<b>16156,1</b>	<b>16684,1</b>	<b>17275,4</b>	<b>18079,3</b>	<b>18892,9</b>	<b>19743,1</b>
EK	4121,2	4434,9	4766,5	5118,5	5493,6	5894,8	6325,5	6789,0	7291,7	7641,8	8028,0	8522,0	8905,5	9306,2
MI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FG	9182,8	9082,7	9001,0	8937,0	8890,0	8859,3	8844,7	8845,5	8864,4	9042,3	9247,4	9557,3	9987,4	10436,9
<b>SSK</b>	<b>13304,1</b>	<b>13517,6</b>	<b>13767,5</b>	<b>14055,5</b>	<b>14383,5</b>	<b>14754,2</b>	<b>15170,1</b>	<b>15634,5</b>	<b>16156,1</b>	<b>16684,1</b>	<b>17275,4</b>	<b>18079,3</b>	<b>18892,9</b>	<b>19743,1</b>

Tabell 9-12: Fremtidsbalanse, sysselsatt kapital

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>NDE</b>	12243,8	12378,5	12545,0	12744,4	12978,0	13247,6	13555,0	13902,6	14297,4	14742,9	15243,0	15928,9	16645,7	17394,8
EK	4121,2	4434,9	4766,5	5118,5	5493,6	5894,8	6325,5	6789,0	7291,7	7641,8	8028,0	8522,0	8905,5	9306,2
MI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NFG	8122,5	7943,6	7778,5	7625,9	7484,4	7352,8	7229,6	7113,6	7005,7	7101,2	7215,0	7406,9	7740,3	8088,6
<b>NDK</b>	<b>12243,8</b>	<b>12378,5</b>	<b>12545,0</b>	<b>12744,4</b>	<b>12978,0</b>	<b>13247,6</b>	<b>13555,0</b>	<b>13902,6</b>	<b>14297,4</b>	<b>14742,9</b>	<b>15243,0</b>	<b>15928,9</b>	<b>16645,7</b>	<b>17394,8</b>

Tabell 9-13: Fremtidsbalanse, netto driftskapital

### 9.3.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i fremtidsresultatet og fremtidsbalansen kan oppstillingen av fremtidig fri kontantstrøm utarbeides. Fri kontantstrøm består av nettoresultatet til kapitalen justert for den årlige endringen i den relevante kapitalstørrelsen. Det forventes at EVRY vil generere en positiv fri kontantstrøm fra drift gjennom hele budsjettperioden, hvilket reflekterer at selskapet har en lønnsom drift. Selskapet nedbetaler gjeld jevnlig, men låneopptak er synlig fra 2025 som følge av finansiell gjeldsgrad relativt til økende grad av netto driftskapital. Fri

kontantstrøm til egenkapitalen er positiv gjennom hele budsjettperioden, hvilket betyr at selskapet betaler ut netto utbytte.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDR	1564,4	1632,1	1707,4	1679,5	1653,2	1628,2	1604,1	1555,6	1505,7	1453,7	1399,4	1342,0	1280,4	1338,0	1398,2
UNDR	-767,2	-200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ΔNDE	947,8	119,7	134,7	166,5	199,4	233,6	269,6	307,4	347,6	394,8	445,5	500,0	685,9	716,8	749,1
<b>FKD</b>	<b>-150,7</b>	<b>1312,4</b>	<b>1572,7</b>	<b>1513,0</b>	<b>1453,8</b>	<b>1394,5</b>	<b>1334,5</b>	<b>1248,2</b>	<b>1158,1</b>	<b>1058,9</b>	<b>953,9</b>	<b>841,9</b>	<b>594,5</b>	<b>621,2</b>	<b>649,2</b>
NFI	15,9	8,6	10,6	15,2	17,8	20,7	24,0	27,6	31,5	36,9	42,8	48,1	53,9	57,0	59,6
UNFI	-114,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ΔFE	-84,5	10,4	78,8	83,4	88,6	94,4	101,1	108,5	116,8	126,8	82,5	91,2	118,0	96,8	101,1
<b>FKS</b>	<b>-164,3</b>	<b>1310,7</b>	<b>1504,5</b>	<b>1444,8</b>	<b>1383,1</b>	<b>1320,8</b>	<b>1257,4</b>	<b>1167,2</b>	<b>1072,8</b>	<b>969,0</b>	<b>914,2</b>	<b>798,8</b>	<b>530,4</b>	<b>581,5</b>	<b>607,7</b>
NFK	852,6	534,0	404,0	330,2	337,2	344,6	352,6	361,2	370,4	384,6	399,7	422,3	446,7	461,7	482,5
ΔFG	-2182,1	-752,0	-100,1	-81,7	-64,0	-47,0	-30,6	-14,7	0,9	18,9	177,9	205,1	309,9	430,1	449,4
NMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
UNMR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ΔMI	0,9	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>FKE</b>	<b>-3198,2</b>	<b>23,3</b>	<b>1000,4</b>	<b>1032,9</b>	<b>981,9</b>	<b>929,1</b>	<b>874,2</b>	<b>791,3</b>	<b>703,3</b>	<b>603,2</b>	<b>692,4</b>	<b>581,6</b>	<b>393,6</b>	<b>549,9</b>	<b>574,6</b>

Tabell 9-14: Fremtidig fri kontantstrøm

## Kapittel 10 - Fremtidskrav og strategisk fordel

I dette kapitlet fastsettes fremtidskrav, herunder egenkapitalkrav, finansielle krav, og selskapskrav gjennom netto driftskapital og sysselsatt kapital. Fremtidskravene vil benyttes som diskonteringsrente ved verdivurderingen i kapittel 11, der formålet er å flytte kontantstrømmene til nåverdi i  $t = 0$ . Teori for beregning av krav henvises til kapittel 7. Vekting vil foregå på inngående balanse, da det forutsettes at alle kontantstrømmer blir realisert i slutten av året. Estimerte verdivekter skal benyttes i fastsettelsen av fremtidskrav, men da disse på beregningstidspunktet er ukjente må første tilnærming utføres med budsjetterte vekter. Dette er dog fordelaktig, da fremtidskravet kan sammenlignes direkte med rentabilitet på investert kapital. I kapittel 11 vil vektene oppdateres sekvensielt gjennom en verdikonvergensprosedyre. Med utgangspunkt i fremtidsregnskap og fremtidskrav vil vi avslutningsvis analysere hvorvidt EVRY innehar en fremtidig strategisk fordel.

### 10.1 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet beregnes gjennom kapitalverdimodellen (CAPM) med tillegg av en illikviditetspremie, som presentert i delkapittel 7.1.2.

$$ekk = r_f \times (1 - s) + \beta_{EK} \times mrp + ilp_{EK}$$

*Formel 10-1: Egenkapitalkrav via CAPM*

#### 10.1.1 Fremtidig risikofri rente

Estimatet på fremtidig risikofri rente tar utgangspunkt i NIBOR-renten. På kort sikt opplever renten en svak økning, men veksttakten øker kraftigere på mellomlang sikt. Dette underbygges gjennom forventningen om at en lav risikofri rente vil reverseres mot en normal rente på budsjettthorisonen. På budsjettthorisonen vil risikofri rente estimeres gjennom to variabler; gjennomsnittlig månedlig NIBOR rente fra 1996-2016 på 3,8 % vektlegges med ( $\frac{2}{3}$ ), og 10-årig statsobligasjonsrente i 2018 på 2,5 % vektlegges med ( $\frac{1}{3}$ ). Dette gir en risikofri rente før skatt på budsjettthorisonen på 3,3 %. Videre forutsettes en gjennomsnittlig bankrating på AA, hvilket gir en kort kredittrisikopremie på 0,5 %. Selskapskattesatsen var 24 % i 2017 og ble deretter nedjustert til 23 % i 2018. Mangel på kilder som tilsier videre reduksjon medfører at vi benytter en sats lik 23 % gjennom hele budsjettperioden, selv om

den i realiteten kan være lavere på budsjetthorisonten. Fratrullet kredittrisikopremie og selskapsskatt blir langsiktig risikofri rente på budsjetthorisonten 2,16 %.

Risikofri rente	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Selskapsskattesats	24,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR-rente (3mnd)	1,10%	1,12%	1,34%	1,75%	1,89%	2,03%	2,18%	2,32%	2,46%	2,67%	2,88%	3,09%	3,30%	3,30%	3,30%
Kredittrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,60%</b>	<b>0,62%</b>	<b>0,84%</b>	<b>1,25%</b>	<b>1,39%</b>	<b>1,53%</b>	<b>1,68%</b>	<b>1,82%</b>	<b>1,96%</b>	<b>2,17%</b>	<b>2,38%</b>	<b>2,59%</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,80%</b>	<b>2,80%</b>
Skatt	0,10%	0,14%	0,19%	0,29%	0,32%	0,35%	0,39%	0,42%	0,45%	0,50%	0,55%	0,60%	0,64%	0,64%	0,64%
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,44%</b>	<b>0,48%</b>	<b>0,65%</b>	<b>0,96%</b>	<b>1,07%</b>	<b>1,18%</b>	<b>1,29%</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,51%</b>	<b>1,67%</b>	<b>1,83%</b>	<b>2,00%</b>	<b>2,16%</b>	<b>2,16%</b>	<b>2,16%</b>

Tabell 10-1: Fremtidig risikofri rente

### 10.1.2 Fremtidig markedsrisikopremie

Tidsvektet markedsrisikopremie gjennom analyseperioden ble beregnet til 5 %. Fremtidig premie er vanskelig å estimere, da det er knyttet stor usikkerhet til fremtidig utvikling. Beste prediksjon vil dermed være å beholde dagens nivå på 5 % gjennom budsjettperioden og på budsjetthorisonten.

### 10.1.3 Fremtidig egenkapitalbeta

Jf. delkapittel 7.2.3 medførte høy kredittrisiko de tre siste årene i analyseperioden at netto driftsbeta ble satt 10 % høyere enn bransjebetaen. Da vi forventer en stor gjeldsnedbetaling i 2018 og en fallende gjeldsgrad fremover, kan vi forutsette en konstant netto driftsbeta lik bransjebetaen på 0,421 over budsjettperioden. Dette er i tråd med Miller og Modiglianis første proposisjon om at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen. Med kjennskap til fremtidig årlig netto finansiell gjeldsbeta fra avsnitt 10.2.1 og budsjetterte vektorer fra fremtidsbalansen, kan årlig egenkapitalbeta beregnes residualt. Tabell 10-2 viser til en fallende egenkapitalbeta. Dette henføres forventningene om en gradvis reduksjon i selskapets gjeldsdel, hvilket bidrar til lavere finansiell risiko. Egenkapitalbetaen estimeres til 0,78 på budsjetthorisonten.

Egenkapitalbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
NDK-beta	0,463	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421	0,421
bNDK-bNFG	0,395	0,401	0,401	0,397	0,397	0,398	0,399	0,399	0,400	0,401	0,402	0,403	0,404	0,404	0,404
NFG/(EK+MI)	3,747	2,744	1,971	1,791	1,632	1,490	1,362	1,247	1,143	1,048	0,961	0,929	0,899	0,869	0,869
<b>EK-beta</b>	<b>1,943</b>	<b>1,521</b>	<b>1,211</b>	<b>1,132</b>	<b>1,070</b>	<b>1,014</b>	<b>0,964</b>	<b>0,919</b>	<b>0,879</b>	<b>0,842</b>	<b>0,808</b>	<b>0,796</b>	<b>0,785</b>	<b>0,773</b>	<b>0,773</b>

Tabell 10-2: Fremtidig egenkapitalbeta

#### 10.1.4 Fremtidig illikviditetspremie

På sikt forventer vi at selskapet vil beholde sin nåværende eierstruktur, og at omløpshastigheten på aksjen kan øke marginalt. Av denne årsak benytter vi en illikviditetspremie for majoritet lik dagens nivå på 1 % gjennom hele budsjettperioden og på budsjettthorisonen. Tilsvarende forutsettes det at minoritetsinteressene vil ha den samme innlåsningsrisikoen i aksjen også i fremtiden, og det benyttes dermed en illikviditetspremie på 3% for minoriteten gjennom budsjettperioden og på budsjettthorisonen.

#### 10.1.5 Fremtidig egenkapitalkrav og minoritetskrav

På bakgrunn av variablene i foregående avsnitt budsjetteres fremtidig egenkapitalkrav. Fra tabell 10-3 er det tydelig at egenkapitalkravet er avtakende gjennom hele budsjettperioden. Dette henføres en gradvis lavere gjeldsgrad og således lavere finansiell risiko uttrykt gjennom egenkapitalbetaen. Økning i risikofri rente tilsier at egenkapitalkravet skal øke, men effekten forsvinner som følge av lavere gjeldsgrad.

Egenkapitalkrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nibor-rente, 3 mnd.	0,011	0,011	0,013	0,017	0,019	0,020	0,022	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033
Kreditrisikopremie i bank	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,006</b>	<b>0,006</b>	<b>0,008</b>	<b>0,012</b>	<b>0,014</b>	<b>0,015</b>	<b>0,017</b>	<b>0,018</b>	<b>0,020</b>	<b>0,022</b>	<b>0,024</b>	<b>0,026</b>	<b>0,028</b>	<b>0,028</b>	<b>0,028</b>
Skatt	0,001	0,001	0,002	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,004</b>	<b>0,005</b>	<b>0,006</b>	<b>0,010</b>	<b>0,011</b>	<b>0,012</b>	<b>0,013</b>	<b>0,014</b>	<b>0,015</b>	<b>0,017</b>	<b>0,018</b>	<b>0,020</b>	<b>0,022</b>	<b>0,022</b>	<b>0,022</b>
Justert beta	1,943	1,521	1,211	1,132	1,070	1,014	0,964	0,919	0,879	0,842	0,808	0,796	0,785	0,773	0,773
Risikopremie etter skatt	0,051	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
<b>Egenkapitalkrav - CAPM</b>	<b>0,103</b>	<b>0,081</b>	<b>0,067</b>	<b>0,066</b>	<b>0,064</b>	<b>0,063</b>	<b>0,061</b>	<b>0,060</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>	<b>0,060</b>	<b>0,061</b>	<b>0,060</b>	<b>0,060</b>
Illikviditetspremie majoritet	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
<b>Egenkapitalkrav etter skatt</b>	<b>0,113</b>	<b>0,091</b>	<b>0,077</b>	<b>0,076</b>	<b>0,074</b>	<b>0,073</b>	<b>0,071</b>	<b>0,070</b>	<b>0,069</b>	<b>0,069</b>	<b>0,069</b>	<b>0,070</b>	<b>0,071</b>	<b>0,070</b>	<b>0,070</b>

Tabell 10-3: Egenkapitalkrav



Minoritetskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalkrav - CAPM	0,103	0,091	0,077	0,076	0,074	0,073	0,071	0,070	0,069	0,069	0,069	0,070	0,071	0,070	0,070
Illikviditetspremie - minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
<b>Minoritetskrav etter skatt</b>	<b>0,133</b>	<b>0,121</b>	<b>0,107</b>	<b>0,106</b>	<b>0,104</b>	<b>0,103</b>	<b>0,101</b>	<b>0,100</b>	<b>0,099</b>	<b>0,099</b>	<b>0,099</b>	<b>0,100</b>	<b>0,101</b>	<b>0,100</b>	<b>0,100</b>

Tabell 10-4: Minoritetskrav

## 10.2 Finansielle krav

Fremtidig netto finansielt gjeldskrav budsjetteres gjennom en separat budsjettering av fremtidig finansielt gjeldskrav og fremtidig finansielt eiendelskrav. Ved å ta den balansevektede differansen mellom disse finner vi fremtidig netto finansielt gjeldskrav.

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

Formel 10-2: Netto finansielt gjeldskrav

### 10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav består av risikofri rente etter skatt, kredittrisikopremie etter syntetisk rating og vår vurdering av selskapets strategiske risiko. Syntetisk fremtidsrating estimeres med utgangspunkt i fire forholdstall under gitte forutsetninger. Fremtidsregnskapet presiserer ikke omløpsmidler og kortsiktig gjeld. For likviditetsgrad 1 benyttes derfor gjennomsnittet av tidsvektet snitt for EVRY og bransjen som budsjetthorisont, med en lineær utvikling fra likviditetsgrad i 2017. Da selskapets netto finanskostnad avhenger av estimert fremtidsrating, benyttes tidsvektet rentedekningsgrad gjennom hele budsjettperioden. Egenkapitalprosenten beregnes ved å dividere egenkapitalen på sysselsatt kapital, for deretter å multiplisere med gjennomsnittlig sysselsatt kapital over total kapital. Netto driftsrentabilitet beregnes direkte gjennom netto driftsresultat og netto driftseiendeler fra fremtidsregnskapet.

Syntetisk rating	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Likviditetsgrad 1	1,070 BB	1,059 BB	1,048 B	1,037 B	1,026 B	1,015 B	1,004 B	0,993 B	0,982 B	0,971 B	0,960 B	0,950 B	0,950 B	0,950 B
Rentedekningsgrad	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB	1,880 BBB
Egenkapitalprosent	0,218 B	0,231 B	0,244 B	0,256 B	0,269 BB	0,281 BB	0,294 BB	0,306 BB	0,318 BB	0,322 BB	0,327 BB	0,332 BB	0,332 BB	0,332 BB
Netto driftsrentabilitet	0,118 A	0,139 A	0,136 A	0,132 A	0,128 BBB	0,124 BBB	0,117 BBB	0,111 BBB	0,105 BBB	0,098 BBB	0,091 BBB	0,084 BBB	0,084 BBB	0,084 BBB
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>BBB/BB</b>	<b>BBB/BB</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>

Tabell 10-5: Syntetisk fremtidsrating

Gjennom analyseperioden hadde EVRY en tidsvektet rating på B-, hvilket primært skyldtes en rating på CCC+ som følge av finansiell risiko i 2015 til 2017. Tabell 10-5 viser en syntetisk fremtidsrating på budsjetthorisonen lik BB+, hvilket gir en kredittrisikopremie på 2,7 %. Netto driftsrentabilitet reduseres gjennom budsjettperioden, men en økende egenkapitalandel og lavere finansiell risiko veier opp for dette. I de to første årene i budsjettperioden indikerer forholdstallene en rating på BB/BBB. For å opprettholde konsistens med historisk rating, overstyres fremtidsratingen i 2018 og 2019 til hhv. B- og B. Dette fordi det ikke kan forventes at finansiell risiko reduseres til et normalnivå på kun ett år. Finansielt gjeldskrav fastsettes med utgangspunkt i estimater på fremtidig risikofri rente og syntetisk fremtidsrating. Jf. tabell 10-6 er gjeldskravet på budsjetthorisonen 4,8 %.

Finansielt gjeldskrav etter skatt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Syntetisk rating	CCC+	B-	B	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,005	0,006	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,022	0,022	0,022
Kredittrisikopremie	0,073	0,023	0,023	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
<b>Finansielt gjeldskrav etter skatt</b>	<b>0,078</b>	<b>0,054</b>	<b>0,044</b>	<b>0,036</b>	<b>0,037</b>	<b>0,039</b>	<b>0,040</b>	<b>0,041</b>	<b>0,042</b>	<b>0,043</b>	<b>0,045</b>	<b>0,047</b>	<b>0,048</b>	<b>0,048</b>	<b>0,048</b>

Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav

Videre fastsettes finansiell gjeldsbeta med utgangspunkt i kredittrisikopremie, markedsrisikodel og markedsrisikopremie. Markedsrisikodel er den samme som ble benyttet i beregningen av historisk gjeldsbeta.

Finansiell gjeldsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Rating	CCC+	B-	B	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Kredittrisikopremie	0,073	0,023	0,023	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
Markedsrisikodel	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
Markedspremie	0,051	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
<b>Finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,062</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta

## 10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav og finansiell eiendelsbeta fastsettes ved vekting mellom kontanter, fordringer og investeringer. Fremtidsregnskapet presiserer ikke disse postene og de vil dermed fremskrives med utgangspunkt i historiske nivåer. Vektene konvergerer lineært mot tidsvektet snitt i analyseperioden. Videre forutsettes det at finansiell eiendelsrentabilitet er lik finansielt eiendelskrav.

Finansielt eiendelskrav etter skatt	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Kontantkrav	0,004	0,005	0,006	0,010	0,011	0,012	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018	0,020	0,022	0,022	0,022
Kontantvekt	0,859	0,857	0,855	0,852	0,850	0,848	0,846	0,843	0,841	0,839	0,837	0,835	0,832	0,832	0,832
Fordringskrav	0,031	0,028	0,029	0,032	0,033	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,041	0,043	0,044	0,044	0,044
Fordringsvekt	0,138	0,137	0,136	0,135	0,134	0,133	0,132	0,131	0,130	0,129	0,128	0,127	0,125	0,125	0,125
Investeringskrav	0,055	0,055	0,056	0,060	0,061	0,062	0,063	0,064	0,065	0,067	0,068	0,070	0,072	0,072	0,072
Investeringsvekt	0,003	0,006	0,009	0,013	0,016	0,019	0,023	0,026	0,029	0,032	0,036	0,039	0,042	0,042	0,042
<b>Finansielt eiendelskrav etter skatt</b>	<b>0,008</b>	<b>0,008</b>	<b>0,010</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,016</b>	<b>0,017</b>	<b>0,018</b>	<b>0,020</b>	<b>0,021</b>	<b>0,023</b>	<b>0,025</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>	<b>0,027</b>

Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav

Finansiell eiendelsbeta fastsettes gjennom vekting mellom kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta. Det benyttes samme forutsetninger som ved beregning av historisk eiendelsbeta.

Finansiell eiendelsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Rating fordringer=gj.sn. rating	BB	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
Lang kredittisikopremie	0,031	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
<b>Kort kredittisikopremie</b>	<b>0,027</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>
Markedsrisikopremien	0,051	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
<b>Fordringsbeta når mrd=1</b>	<b>0,529</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>	<b>0,455</b>
Markedsrisikodel	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
<b>Fordringsbeta</b>	<b>0,023</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>	<b>0,020</b>
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	0,859	0,857	0,855	0,852	0,850	0,848	0,846	0,843	0,841	0,839	0,837	0,835	0,832	0,832	0,832
Fordringsbeta	0,023	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Fordringsvekt	0,138	0,137	0,136	0,135	0,134	0,133	0,132	0,131	0,130	0,129	0,128	0,127	0,125	0,125	0,125
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,003	0,006	0,009	0,013	0,016	0,019	0,023	0,026	0,029	0,032	0,036	0,039	0,042	0,042	0,042
<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b>0,006</b>	<b>0,009</b>	<b>0,012</b>	<b>0,015</b>	<b>0,019</b>	<b>0,022</b>	<b>0,025</b>	<b>0,028</b>	<b>0,032</b>	<b>0,035</b>	<b>0,038</b>	<b>0,041</b>	<b>0,045</b>	<b>0,045</b>	<b>0,045</b>

Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta

## 10.2.2 Netto finansielt gjeldskrav

Tabell 10-10 og 10-11 viser beregningen av netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsbeta. Netto finansielt gjeldskrav benyttes i beregningen av selskapskrav i delkapittel 10.3. Netto finansiell gjeldsbeta ble benyttet i utregningen av årlig egenkapitalbeta i 10.1.3, og benyttes i utregningen av netto driftsbeta i 10.3.

Netto finansielt gjeldskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
fgk	0,078	0,054	0,044	0,036	0,037	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,045	0,047	0,048	0,048	0,048
FG/NFG	1,114	1,118	1,131	1,143	1,157	1,172	1,188	1,205	1,223	1,243	1,265	1,273	1,282	1,290	1,290
fek	0,008	0,008	0,010	0,013	0,015	0,016	0,017	0,018	0,020	0,021	0,023	0,025	0,027	0,027	0,027
FE/NFG	0,114	0,118	0,131	0,143	0,157	0,172	0,188	0,205	0,223	0,243	0,265	0,273	0,282	0,290	0,290
<b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,086</b>	<b>0,059</b>	<b>0,048</b>	<b>0,040</b>	<b>0,041</b>	<b>0,042</b>	<b>0,044</b>	<b>0,045</b>	<b>0,047</b>	<b>0,049</b>	<b>0,051</b>	<b>0,053</b>	<b>0,054</b>	<b>0,055</b>	<b>0,055</b>

Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldskrav

Netto finansiell gjeldsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FG-beta	0,062	0,020	0,020	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
Finansiell gjeldsvekt	1,114	1,118	1,131	1,143	1,157	1,172	1,188	1,205	1,223	1,243	1,265	1,273	1,282	1,290	1,290
FE-beta	0,006	0,009	0,012	0,015	0,019	0,022	0,025	0,028	0,032	0,035	0,038	0,041	0,045	0,045	0,045
Finansiell eiendelsvekt	0,114	0,118	0,131	0,143	0,157	0,172	0,188	0,205	0,223	0,243	0,265	0,273	0,282	0,290	0,290
<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,069</b>	<b>0,021</b>	<b>0,020</b>	<b>0,024</b>	<b>0,024</b>	<b>0,023</b>	<b>0,023</b>	<b>0,022</b>	<b>0,021</b>	<b>0,020</b>	<b>0,019</b>	<b>0,018</b>	<b>0,017</b>	<b>0,017</b>	<b>0,017</b>

Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta

### 10.3 Fremtidig selskapskrav

Avkastningskrav til långivere og eiere i selskapet representeres gjennom vektete selskapskrav, herunder krav til sysselsatt kapital og krav til netto driftskapital. Netto driftskrav på budsjett horisonten beregnes til 6,3 %. Merk at vekting er utført på inngående kapital. Selskapskravene vil benyttes som diskonteringsrente ved verdivurderingen i kapittel 11. I analysen av fremtidig strategisk driftsfordel i kommende avsnitt vil netto driftskrav benyttes som målestokk til netto driftsrentabilitet.

Sysselsatt kapitalkrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ekk	0,113	0,091	0,077	0,076	0,074	0,073	0,071	0,070	0,069	0,069	0,069	0,070	0,071	0,070	0,070
EK/SSK	0,193	0,246	0,310	0,328	0,346	0,364	0,382	0,400	0,417	0,434	0,451	0,458	0,465	0,471	0,471
mik	0,133	0,121	0,107	0,106	0,104	0,103	0,101	0,100	0,099	0,099	0,099	0,100	0,101	0,100	0,100
MI/SSK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
fgk	0,078	0,054	0,044	0,036	0,037	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,045	0,047	0,048	0,048	0,048
FG/SSK	0,807	0,754	0,690	0,672	0,654	0,636	0,618	0,600	0,583	0,566	0,549	0,542	0,535	0,529	0,529
<b>Sysselsatt kapitalkrav</b>	<b>0,084</b>	<b>0,063</b>	<b>0,054</b>	<b>0,049</b>	<b>0,050</b>	<b>0,051</b>	<b>0,052</b>	<b>0,052</b>	<b>0,053</b>	<b>0,054</b>	<b>0,056</b>	<b>0,057</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>	<b>0,059</b>

Tabell 10-12: Sysselsatt kapitalkrav

Netto driftskrav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
ekk t	0,113	0,091	0,077	0,076	0,074	0,073	0,071	0,070	0,069	0,069	0,069	0,070	0,071	0,070	0,070
EK/NDK t-1	0,213	0,267	0,337	0,358	0,380	0,402	0,423	0,445	0,467	0,488	0,510	0,518	0,527	0,535	0,535
mik t	0,133	0,121	0,107	0,106	0,104	0,103	0,101	0,100	0,099	0,099	0,099	0,100	0,101	0,100	0,100
MI/NDK t-1	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
nfgk t	0,086	0,059	0,048	0,040	0,041	0,042	0,044	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,054	0,055	0,055
NFG/NDK t-1	0,787	0,733	0,663	0,642	0,620	0,598	0,577	0,555	0,533	0,512	0,490	0,482	0,473	0,465	0,465
<b>Netto driftskrav</b>	<b>0,091</b>	<b>0,068</b>	<b>0,058</b>	<b>0,053</b>	<b>0,054</b>	<b>0,055</b>	<b>0,055</b>	<b>0,056</b>	<b>0,057</b>	<b>0,059</b>	<b>0,060</b>	<b>0,062</b>	<b>0,063</b>	<b>0,063</b>	<b>0,063</b>

Tabell 10-13: Netto driftskrav

Netto driftsbeta	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EK-beta	1,943	1,521	1,211	1,132	1,070	1,014	0,964	0,919	0,879	0,842	0,808	0,796	0,785	0,773	0,773	0,773
EK vekt	0,211	0,267	0,337	0,358	0,380	0,402	0,423	0,445	0,467	0,488	0,510	0,518	0,527	0,535	0,535	0,535
NFG-beta	0,069	0,021	0,020	0,024	0,024	0,023	0,023	0,022	0,021	0,020	0,019	0,018	0,017	0,017	0,017	0,017
NFG vekt	0,789	0,733	0,663	0,642	0,620	0,598	0,577	0,555	0,533	0,512	0,490	0,482	0,473	0,465	0,465	0,465
<b>Netto driftsbeta</b>	<b>0,463</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>	<b>0,421</b>

Tabell 10-14: Netto driftsbeta

## 10.4 Fremtidig strategisk fordel

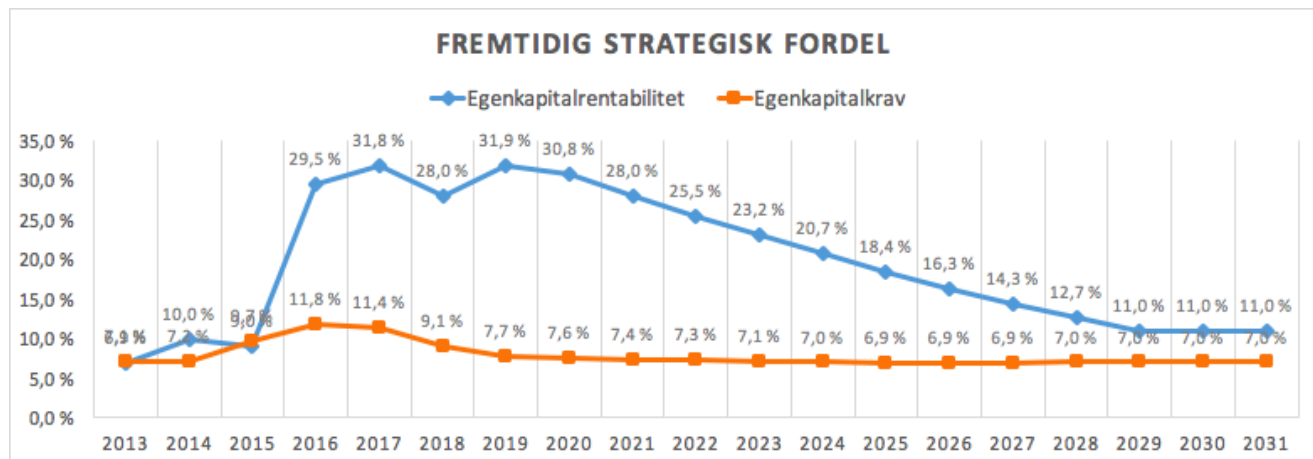
Basert på fremtidsregnskapet og fremtidskrav kan EVRYs fremtidige strategiske fordel fastsettes. Det er viktig at tallmaterialet underbygger drøftingen fra strategisk analyse i kapittel 4. Forutsetningen om at netto finansielt gjeldskrav tilsvarer netto finansiell gjeldsrente, og at virkelig netto finansiell gjeld tilsvarer bokført netto finansiell gjeld, medfører at det ikke eksisterer en finansieringsfordel eller -ulempe i fremtidsregnskapet. Da selskapets minoritetsinteresser var nærliggende 0 i analyseperioden, ble de ikke budsjettert inn i fremtidsregnskapet og det vil dermed ikke foreligge minoritetsfordeler/ulemper. En eventuell fremtidig superrentabilitet vil dermed bli skapt av selskapets driftstilknnyttede aktiviteter.

### 10.4.1 Superrentabilitet

Nullhypotesen antar at en virksomhet ikke kan ha en varig strategisk fordel i fremtiden. En kortsiktig strategisk fordel vil reverseres mot likevekt som følge av konkurransekraftene i bransjen. Dette innebærer at egenkapitalrentabiliteten vil tilsvare egenkapitalkravet. Dette er i motsetning til alternativhypotesen, der en virksomhet kan oppnå en varig superrentabilitet på budsjettthorisonen. En varig fordel må således beskyttes mot konkurransekraftene gjennom forhold felles for bransjen eller forhold internt i virksomheten. I analyseperioden oppnådde EVRY en tidsvektet strategisk fordel for eierne lik 10,8 %, mens den i 2017 var 20,4 %. Tabell 10-15 viser strategisk fordel over budsjettperioden og i steady state. Strategisk fordel faller i 2018 som følge av innskutt kapital, men forbedringer i nettoresultatet til egenkapitalen og et lavere egenkapitalkrav medfører at den øker de neste to årene. Strategisk fordel konvergerer deretter mot en varig fordel på om lag 4 %. Kildene til denne fordel vil dekomponeres og diskuteres i påfølgende avsnitt.

Strategisk fordel (SF)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Egenkapitalrentabilitet	0,280	0,319	0,308	0,280	0,255	0,232	0,207	0,184	0,163	0,143	0,127	0,110	0,110	0,110
Egenkapitalkrav	0,091	0,077	0,076	0,074	0,073	0,071	0,070	0,069	0,069	0,069	0,070	0,070	0,070	0,070
Strategisk fordel (SF)	<b>0,189</b>	<b>0,242</b>	<b>0,231</b>	<b>0,206</b>	<b>0,182</b>	<b>0,161</b>	<b>0,137</b>	<b>0,115</b>	<b>0,094</b>	<b>0,074</b>	<b>0,057</b>	<b>0,039</b>	<b>0,039</b>	<b>0,039</b>

Tabell 10-15: Fremtidig strategisk fordel (ekr - ekk)



Figur 10-1: Fremtidig strategisk fordel

#### 10.4.2 Driftsfordel

En virksomhet innehar en driftsfordel når netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskrav, som igjen kan skaleres opp ved hjelp av netto finansiell gjeld. Tabell 10-16 og figur 10-2 viser utviklingen i EVRYs strategiske driftsfordel over budsjettperioden.

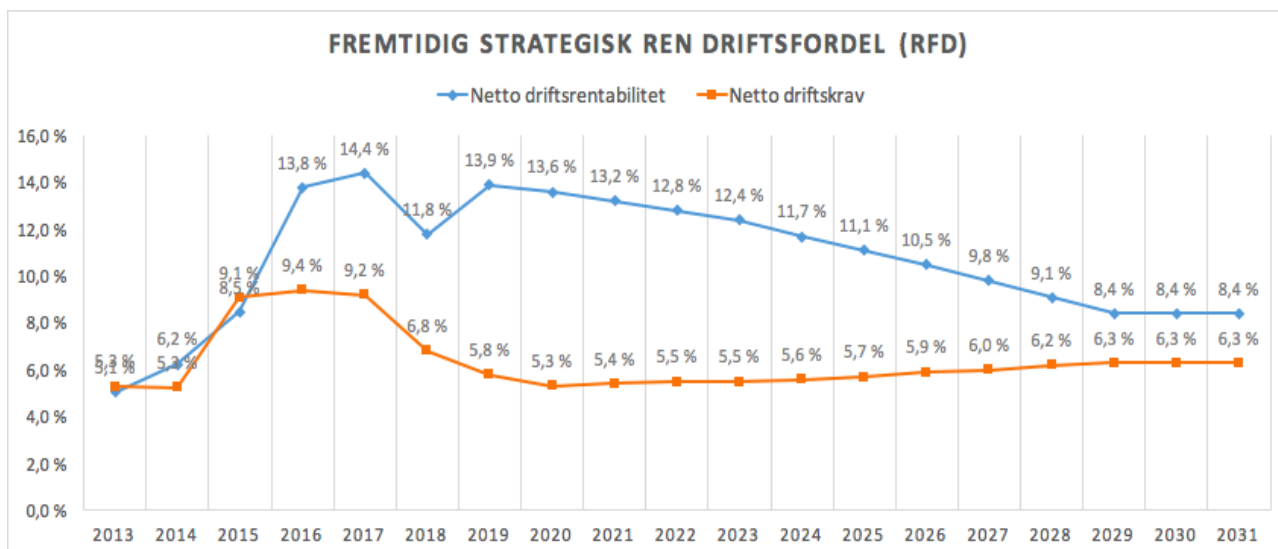
Gjennom analyseperioden oppnådde selskapet en tidsvektet ren driftsfordel lik 2,72 %, men som følge av høy gjeldsgrad ble den skalert til 12,77 %. Driftsfordelen øker på kort sikt frem til 2020. Dette skyldes både forventningene til økt driftsinntektsvekst og forbedret omløpshastighet for selskapets eiendeler, men det er forventningene til økte marginer på kort sikt som utgjør den primære driveren til netto driftsrentabiliteten, jf. delkapittel 9.2. I kombinasjon med fallende netto driftskrav medfører dette at driftsfordelen øker på kort sikt.

Fra 2021 avtar netto driftsrentabiliteten, dette som følge av forventningene til lavere marginer ettersom konkurransekraftene trer inn, jf. Porter-analysen i delkapittel 4.2. Reverseringen av rentenivået medfører samtidig et høyere netto driftskrav. På mellomlang og lang sikt, ser vi dermed en reduksjon i den rene driftsfordelen. Da selskapet benytter mindre gjeld og driften blir mindre lønnsom, vil gearingfordelen avta på lang sikt. Strategisk driftsfordel konvergerer

dermed mot en varig fordel lik 4 %, bestående av ren driftsfordel lik 2,1 % og gearingeffekt lik 1,9 %.

Strategisk fordel (SF)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsrentabilitet	0,118	0,139	0,136	0,132	0,128	0,124	0,117	0,111	0,105	0,098	0,091	0,084	0,084	0,084
Netto driftskrav	0,068	0,058	0,053	0,054	0,055	0,055	0,056	0,057	0,059	0,060	0,062	0,063	0,063	0,063
<b>Ren driftsfordel (RDF)</b>	<b>0,051</b>	<b>0,081</b>	<b>0,083</b>	<b>0,078</b>	<b>0,073</b>	<b>0,068</b>	<b>0,061</b>	<b>0,054</b>	<b>0,046</b>	<b>0,038</b>	<b>0,029</b>	<b>0,021</b>	<b>0,021</b>	<b>0,021</b>
Gearingfordel drift (GFD)	0,139	0,160	0,149	0,128	0,109	0,093	0,076	0,062	0,048	0,036	0,027	0,019	0,018	0,018
<b>Driftsfordel (DF)</b>	<b>0,189</b>	<b>0,242</b>	<b>0,231</b>	<b>0,206</b>	<b>0,182</b>	<b>0,161</b>	<b>0,137</b>	<b>0,115</b>	<b>0,094</b>	<b>0,074</b>	<b>0,057</b>	<b>0,040</b>	<b>0,039</b>	<b>0,039</b>
Finansieringsfordel (FF)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Strategisk fordel (SF)</b>	<b>0,189</b>	<b>0,242</b>	<b>0,231</b>	<b>0,206</b>	<b>0,182</b>	<b>0,161</b>	<b>0,137</b>	<b>0,115</b>	<b>0,094</b>	<b>0,074</b>	<b>0,057</b>	<b>0,040</b>	<b>0,039</b>	<b>0,039</b>

Tabell 10-16: Driftsfordel



Figur 10-2: Fremtidig strategisk ren driftsfordel

### 10.4.3 Ressurs- og bransjefordel

Den rene driftsfordelen kan stamme fra forhold felles for bransjen og fra interne ressurser skapt i virksomheten. I analyseperioden oppnådde EVRY en tidsvektet bransjefordel lik 9,2 %. Makroforholdene diskutert i kapittel 4 tilrettelegger for gode vekstmuligheter også i fremtiden. Det skyldes økt etterspørsel etter IT-tjenester som følge av digital transformasjon i næringslivet, politiske reguleringer som PSD2 og GDPR, fokuset på bærekraftig produksjon, samt fremvoksende teknologier. Etableringsbarrierer som skalafordeler, kompetanse og et sterkt merkevarenavn bidrar til å delvis skjerme bransjens lønnsomhet. Av denne årsak anser vi IT-bransjen som lukrativ også i fremtiden. Etterhvert som attraktiviteten til bransjen øker



og etableringsbarrierene svekkes, vil sterkere rivalisering på sikt legge press på bransjens lønnsomhet. Det forventes at bransjefordelen vil reduseres til 2,7 % på budsjett horisonten, hvor det da eksisterer en varig fordel. Dette er konsistent med funnene fra bransjeanalysen i delkapittel 4.2.

Historisk har EVERY hatt en tidsvektet ressursulempe på 6,5 %, hvilket skyldtes en omløpsulempe og kravulempe, se delkapittel 8.2.2. På lang sikt forventer vi at selskapet vil inneha en varig marginfordel lik 1,2 %, som underbygges av forventningene om et effektivt kostnadsfokus og sterke marginer innen Financial Services og SME, jf. delkapittel 9.2.3. Vi forventer at selskapet etter restruktureringen har behov for mindre kapital innen satsningsområdene Digital og Application Services, og følgelig generere mer driftsinntekter per krone investert. I tillegg forventes økt driftsinntektsvekst. Dette vil forbedre omløpshastigheten på selskapets eiendeler, men det kan likevel knyttes usikkerhet til om EVERY vil opprettholde samme vekstrate som bransjen tatt i betraktning den kraftige historiske omløpsulempen, jf. delkapittel 9.2.2. Av denne årsak budsjetteres det med en varig omløpsulempe på 2,4 %. I fremtiden forutsetter vi at netto driftskrav er likt for hele bransjen, og kravulempen vil dermed bortfalle. Til tross for en effektiv kostnadsstruktur, vil omløpsulempen overstige marginfordelen. Følgelig antas en svak ressursulempe på 1,2 % i steady state, hvilket er konsistent med den internbaserte ressursanalysen i delkapittel 4.3. Det er dermed tydelig at EVERYs driftsfordel henføres forhold felles for bransjen i stedet for ressurser generert internt i virksomheten.

## **Kapittel 11 - Fundamental verdsettelse**

Som redegjort for i kapittel 3 er fundamental verdsettelse valgt som foretrukket verdsettelsesteknikk. I dette kapitlet estimeres verdien av EVRYs egenkapital, som beskrevet i steg 4 under rammeverket for fundamental verdsettelse i delkapittel 3.3. Fremtidsregnskapet og fremtidskravet utarbeidet i hhv. kapittel 9 og 10 danner grunnlaget for verdiestimatet. Gode lærebøker for verdivurdering som er blitt benyttet i utredningen, er blant annet Penman (2013), Damodaran (2012), Palepu, Healy & Peek (2013), Kaldestad & Møller (2011), samt Koller, Goedhart & Wessels (2015).

Som beskrevet i kapittel 3 skilles det mellom to metoder for verdsettelse av egenkapitalen; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Hver av disse to metodene har tre ulike undermodeller; fri kontantstrømmodellen (tilsvarende utbyttmodellen), superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Penman, 2013). Modellene er ekvivalente, og skal ved konsistent bruk gi samme verdiestimat innenfor hver metode, og fungerer dermed som en kontroll av verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2011). Ved bruk av budsjetterte vekter vil likevel de ulike hovedmetodene gi ulike verdiestimat. På grunn av dette gjennomføres en konvergeringsprosess der fremtidsregnskap og -krav oppdateres sekvensielt gjennom bruk av gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra de ulike hovedmetodene fra foregående steg. Avslutningsvis resulterer dette i et konvergent verdiestimat, hvor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden baseres på verdivekter og følgelig gir det samme verdiestimatet. Etersom metodene er basert på prognoser for fremtidig avkastning, og det følgelig knyttes usikkerhet til den estimerte verdien, avsluttes kapitlet med sensitivitetsanalyser. Til slutt fastsettes et endelig fundamentalt verdiestimat på EVRYs aksje.

### **11.1 Egenkapitalmetoden**

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte ved å diskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Det finnes fire ulike undermodeller innenfor egenkapitalmetoden, som tar utgangspunkt i forskjellige verdistrømmer til egenkapitalen; utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Penman, 2013). Siden netto betalt utbytte tilsvarer fri kontantstrøm til egenkapitalen vil de to førstnevnte modellene være identiske, og vi presenterer og anvender dermed kun de tre sistnevnte. Ved riktig og konsistent bruk vil alle undermodellene gi nøyaktig det samme verdiestimatet.

### 11.1.1 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen beregner egenkapitalverdien som nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen, der egenkapitalkravet brukes som diskonteringsfaktor (Penman, 2013). Egenkapitalverdien inkluderer også nåverdi av terminalverdien, da det forutsettes konstant vekst i fremskrivingsperioden fra T+1 til uendelig. Fri kontantstrøm til egenkapital består av nettoresultat til egenkapital fratrukket endringen i egenkapital. Egenkapitalen skaper en fri kontantstrøm til utdeling dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalveksten, det vil si reinvesteringsraten i egenkapitalen (Knivsflå K. , 2017a).

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

Formel 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE). VEK er verdien av egenkapitalen, FKE er fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekk er egenkapitalkravet og ekv er egenkapitalveksten. Det bakerste leddet representerer horisontverdien ved konstant vekst.

Fri kontantstrømmodellen gir et første estimat for egenkapitalverdien basert på budsjetterte vekter på 14.913 MNOK. Dette tilsvarer en aksjepris på 40,22 kr, som vist i tabell 11-1 nedenfor.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
FKE t		23,3	1000,4	1032,9	981,9	929,1	874,2	791,3	703,3	603,2	692,4	581,6	393,6	549,9	574,6
(1+ekk 1) *...* (1 + ekk t)		1,091	1,175	1,264	1,358	1,457	1,560	1,670	1,785	1,908	2,039	2,181	2,335	2,499	2,675
Nåverdi fra 1 til T+1	5789,9	21,3	851,5	817,0	722,9	637,8	560,2	474,0	394,1	316,2	339,6	266,7	168,5	220,0	214,8
Nåverdi horisontverdi	9123,1														
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>14913,0</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>40,22</b>														

Tabell 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representerer første år med konstant vekst.

### 11.1.2 Superprofittmodellen

Basert på superprofittmodellen utgjør dagens egenkapitalverdi summen av den balanseførte egenkapitalen i dag og nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen, diskontert med egenkapitalkravet (Penman, 2013). Denne modellen inkluderer en horisontverdi basert på

konstant årlig egenkapitalvekst i steady state. Superprofitten utledes som nettoresultatet til egenkapitalen utover resultatkravet, som tilsvarer egenkapitalkravet multiplisert med inngående balanseverdi, jf. formel 11-2. Superprofitt kan videre kobles til strategisk eierfordel, som i kapittel 8 ble definert som superrentabilitet utover kravet gitt ved ekr-ekk. Superprofitt er følgelig den strategiske eierfordelen uttrykt i kroner.

$$SPE_t = NRE_t - ekk_t \times EK_{t-1} = (ekr_t - ekk_t) \times EK_{t-1}$$

Formel 11-2: Superprofitt til egenkapitalen (SPE)

Verdien av egenkapitalen er etter superprofittmodellen gitt ved formel 11-3.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekk - ekv)}$$

Formel 11-3: Superprofittmodellen (SPE)

Superprofittmodellen utgjør en kontroll av estimatet funnet etter FKE-metoden i delkapittel 11.1.1. Som forventet gir denne modellen samme estimat på egenkapitalverdien, som tilsier en aksjeverdi på 40,22 kr.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031
Balanseført EK	3237,7														
Superprofitt til EK		612,8	996,6	1026,5	980,2	933,1	884,7	809,4	730,1	638,8	541,4	434,8	319,3	335,1	350,2
Diskonteringsfaktor		1,091	1,175	1,264	1,358	1,457	1,560	1,670	1,785	1,908	2,039	2,181	2,335	2,499	2,675
Nåverdi 1 til T+1	6115,4	561,8	848,3	811,8	721,7	640,5	567,0	484,8	409,1	334,9	265,6	199,4	136,7	134,1	130,9
Horisontverdi fra T+2	5559,8														
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>14913,0</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>40,22</b>														

Tabell 11-2: Superprofittmodellen (SPE). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vektorer. År T+1 representerer første år med konstant vekst

### 11.1.3 Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen, også kalt unormal resultatvekstmodellen, blir verdien av egenkapitalen funnet ved å summere den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst i år 1 av budsjettperioden, og nåverdien av fremtidig vekst i superprofitt til egenkapitalen (Penman, 2013). Dette gir følgende formel for verdien av egenkapitalen:

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \times \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{T+1}) \times (ekk - ekv)} \right\}$$

Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen gir et verdiestimat på 40,22 kr per aksje, hvilket er ekvivalent med de to foregående modellene i delkapittel 11.1.1 og 11.1.2.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
FNR 2018		906,8														
Kapitalisert verdi	9986,1															
Superprofittvekst til EK			396,5	43,8	-31,2	-31,2	-32,1	-59,5	-64,5	-78,1	-86,2	-98,0	-109,5	22,3	21,8	22,8
Diskonteringsfaktor			1,091	1,175	1,264	1,358	1,457	1,560	1,670	1,785	1,908	2,039	2,181	2,335	2,499	2,675
Nåverdi 2 til T+2			363,5	37,3	-24,6	-23,0	-22,1	-38,1	-38,6	-43,8	-45,2	-48,1	-50,2	9,5	8,7	8,53
Kapitalisert verdi	939,9															
Horisontverdi fra T+3	362,0															
Kapitalisert verdi	3987,0															
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>14913,0</b>															
Antall utestående aksjer	370806077															
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>40,22</b>															

Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen. Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vektorer. År T+1 representerer første år med konstant vekst.

## 11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte gjennom å finne verdien av enten netto driftskapital eller sysselsatt kapital, for deretter å trekke fra verdien av gjelden. På samme vis som ved egenkapitalmetoden benyttes de samme undermodellene; fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Penman, 2013).

Selskapskapitalmetodene bruker likevel forskjellige krav, kapital og resultat. Netto driftskapitalmetoden benytter netto driftskrav, netto driftskapital, superprofitt fra drift, og netto driftsresultat som inngående størrelser. Tilsvarende benyttes sysselsatt krav, sysselsatt kapital, superprofitt til sysselsatt kapital og nettoresultatet til sysselsatt kapital i sysselsatt kapitalmetoden.

### 11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Verdien av egenkapitalen beregnes indirekte ved å først verdsette netto driftskapital før man trekker fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritet, som vist ved formel 11-5 (Penman, 2013). Det er tidligere forutsatt at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet til netto finansiell gjeld, hvilket tilsier at verdien av netto finansiell gjeld er lik den balanseførte gjelden (Koller, Goedhart, Wessels, & Cichello, 2015). Verdien av minoritetsinteressene må likevel estimeres, da minoritetsrentabiliteten ikke tilsvarer minoritetskravet. Minoritetsinteressene estimeres ved hjelp av de samme metodene som for selskaps- og egenkapitalen, hvor verdistrømmene til minoriteten diskonteres med minoritetskravet.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

*Formel 11-5: Verdien av egenkapitalen ved netto driftskapitalmetoden*

Alle de tre modellene innenfor netto driftskapitalmetoden gir det samme verdiestimatet for egenkapitalen basert på budsjetterte vekter på 19.251,58 MNOK, hvilket gir en verdi pr. aksje på 51,92 kr, vist i tabell 11-4, 11-5 og 11-6. Dette avviker fra estimatet funnet ved egenkapitalmetoden på grunn av bruken av budsjetterte vekter.

													T	T+1	T+2
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Fri kontantstrøm fra drift		1312,4	1572,7	1513,0	1453,8	1394,5	1334,5	1248,2	1158,1	1058,9	953,9	841,9	594,5	621,2	649,2
Diskonteringsfaktor		1,068	1,130	1,189	1,253	1,321	1,395	1,473	1,557	1,649	1,748	1,855	1,972	2,096	2,228
Nåverdi fra 1 til T+1	10897,3	1229,3	1392,3	1272,4	1160,3	1055,4	957,0	847,3	743,6	642,3	545,8	453,8	301,4	296,3	291,3
Horisontverdi fra T+2	17240,4														
<b>Verdien av NDK</b>	<b>28137,7</b>														
Netto finansiell gjeld	8884,9														
Verdi minoritet	1,2														
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>19251,6</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>51,92</b>														

Tabell 11-4: Fri kontantstrømmodellen (FKD). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representer første år med konstant vekst.

													T	T+1	T+2
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Balanseført NDK	12124,0														
Superprofitt fra NDK		612,8	996,6	1026,5	980,2	933,1	884,7	809,4	730,1	638,8	541,4	434,8	319,3	335,1	350,2
Diskonteringsfaktor		1,068	1,130	1,189	1,253	1,321	1,395	1,473	1,557	1,649	1,748	1,855	1,972	2,096	2,228
Nåverdi 1 til T+1	6713,8	574,0	882,2	863,2	782,3	706,2	634,4	549,5	468,8	387,5	309,8	234,4	161,9	159,9	157,2
Horisontverdi fra T+2	9299,8														
<b>Verdi av NDK</b>	<b>28137,7</b>														
Netto finansiell gjeld	8884,9														
Verdi av minoritet	1,2														
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>19251,6</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>51,92</b>														

Tabell 11-5: Superprofittmodellen (SPD). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representer første år med konstant vekst.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	T 2029	T+1 2030	T+2 2031	T+3 2032
Nettoreultat fra NDE		1432,1														
Kapitalisert NDR i år 1	21190,9															
Superprofittvekst NDK			392,8	44,4	-33,3	-35,6	-38,2	-66,6	-72,2	-85,9	-93,6	-104,1	-114,1	17,3	16,6	17,3
Diskonteringsfaktor			1,068	1,130	1,189	1,253	1,321	1,395	1,473	1,557	1,649	1,748	1,855	1,972	2,096	2,228
Nåverdi 2 til T+2			367,9	39,3	-28,0	-28,4	-28,9	-47,8	-49,0	-55,1	-56,7	-59,6	-61,5	8,8	7,9	7,8
Kapitalisert verdi av ΔSPE	129,5															
Horisontverdi fra T+3	460,7															
Kapitalisert horisont	6817,3															
<b>Verdi av NDK</b>	<b>28137,7</b>															
Netto finansiell gjeld	8884,9															
Verdi minoritet	1,2															
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>19251,6</b>															
Antall utestående aksjer	370806077															
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>51,92</b>															

Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen. Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representerer første år med konstant vekst.

### 11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Verdien av egenkapitalen beregnes indirekte ved sysselsatt kapitalmetoden, ved at den først gir en verdi for den sysselsatte kapitalen, før det gjøres fratrukk for finansiell gjeld og minoritet, jf. formel 11-6 (Knivsflå K. H., 2017n). Etersom det forutsettes at finansiell gjeldsrente tilsvarer kravet, betyr det at verdien av den finansielle gjelden er lik den budsjetterte (Koller, Goedhart, Wessels, & Cichello, 2015). Verdien av minoriteten estimeres tilsvarende som for netto driftskapitalmetoden.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Formel 11-6: Verdien av egenkapitalen ved sysselsatt kapitalmetoden

Modellene innen sysselsatt kapitalmetoden gir alle det samme første verdiestimatet for egenkapitalen på 22.960,60 MNOK, tilsvarende en aksjeverdi på 61,92 kr, jf. tabell 11-7, 11-8 og 11-9. Estimatet avviker fra både egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden grunnet bruken av budsjetterte vekter.



													T	T+1	T+2
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Fri kontantstrøm til SSK		1310,7	1504,5	1444,8	1383,1	1320,8	1257,4	1167,2	1072,8	969,0	914,2	798,8	530,4	581,5	607,7
Diskonteringsfaktor		1,063	1,121	1,176	1,235	1,298	1,365	1,436	1,513	1,595	1,684	1,781	1,885	1,996	2,113
Nåverdi fra 1 til T+1	10556,7	1233,1	1342,7	1228,7	1120,0	1017,7	921,3	812,6	709,1	607,4	542,8	448,6	281,3	291,4	287,6
Horisontverdi fra T+2	22340,0														
<b>Verdien av SSK</b>	<b>32896,7</b>														
Verdi finansiell gjeld	9934,8														
Verdi minoritet	1,2														
<b>Verdi egenkapital</b>	<b>22960,6</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>61,92</b>														

Tabell 11-7: Fri kontantstrømmodellen (FKS). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representer første år med konstant vekst.

													T	T+1	T+2
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Balanseført SSK	13174,0														
Superprofitt til SSK		612,6	996,6	1026,5	980,2	933,1	884,7	809,4	730,1	638,8	541,4	434,8	319,3	335,1	350,2
Diskonteringsfaktor		1,063	1,121	1,176	1,235	1,298	1,365	1,436	1,513	1,595	1,684	1,781	1,885	1,996	2,113
Nåverdi 1 til T+1	6848,8	576,4	889,4	872,9	793,7	719,0	648,2	563,5	482,6	400,4	321,4	244,2	169,3	167,9	165,7
Horisontverdi fra T+2	12873,9														
<b>Verdi av SSK</b>	<b>32896,7</b>														
Finansiell gjeld	9934,8														
Verdi av minoritet	1,2														
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>22960,6</b>														
Antall utestående aksjer	370806077														
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>61,92</b>														

Tabell 11-8: Superprofittmodellen (SPS). Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representer første år med konstant vekst.

													T	T+1	T+2	T+3
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
Nettoreultat til SSK		1440,8														
Kapitalisert NRS i år 1	22918,8															
Superprofittvekst SSK			392,1	43,0	-34,5	-36,5	-39,0	-67,2	-72,6	-86,2	-93,8	-104,3	-114,3	17,2	16,5	17,2
Diskonteringsfaktor			1,063	1,121	1,176	1,235	1,298	1,365	1,436	1,513	1,595	1,684	1,781	1,885	1,996	2,113
Nåverdi 2 til T+2			368,9	38,4	-29,3	-29,6	-30,0	-49,3	-50,6	-57,0	-58,8	-61,9	-64,2	9,1	8,3	8,2
Kapitalisert verdi av endring SPS	-93,8															
Horisontverdi fra T+3	633,1															
Kapitalisert horisont	10071,6															
<b>Verdi av SSK</b>	<b>32896,7</b>															
Verdi finansiell gjeld	9934,8															
Verdi minoritet	1,2															
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>22960,6</b>															
Antall utestående aksjer	370806077															
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>61,92</b>															

Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen. Beregningene er et første estimat basert på budsjetterte vekter. År T+1 representerer første år med konstant vekst

### 11.3 Oppsummering første verdiestimat - Budsjetterte vekter

Fra tabell 11-10 og 11-11 fremkommer det at EK-, NDK- og SSK-metoden gir ulikt verdiestimat på grunn av bruken av budsjetterte vekter, men metodene er ekvivalentene innenfor undermodellene. Med et standardavvik på 21 % varierer estimatene mellom 40,22 til 61,92. Laveste verdiestimat pr. aksje tilordnes egenkapitalmetoden, mens høyeste verdiestimat pr. aksje tilordnes selskapskapitalmetoden. Da egenkapitalmetoden benytter minst vektning, forventer vi at det endelige verdiestimatet vil ligge nærmest denne metoden. Basert på de tre metodene får vi et gjennomsnittlig verdiestimat pr. aksje på 51,35. Det første verdiestimatet anses som svært optimistisk, og vil i neste delavsnitt konvergere mot et endelig verdiestimat basert på verdivekter.

	FK-modell	SP-modell	$\Delta$ SP-modell	Gjennomsnitt
<b>EK-metode</b>	14913,0	14913,0	14913,0	14913,0
<b>NDK-metode</b>	19251,6	19251,6	19251,6	19251,6
<b>SSK-metode</b>	22960,6	22960,6	22960,6	22960,6
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>19041,7</b>	<b>19041,7</b>	<b>19041,7</b>	<b>19041,7</b>
<b>Standardavvik</b>	0,21	0,21	0,21	0,21

Tabell 11-10: Oppsummering av første verdiestimat på egenkapitalen utregnet ved egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsattkapital metoden.

	FK-modell	SP-modell	$\Delta$ SP-modell	Gjennomsnitt
<b>EK-metode</b>	40,22	40,22	40,22	40,22
<b>NDK-metode</b>	51,92	51,92	51,92	51,92
<b>SSK-metode</b>	61,92	61,92	61,92	61,92
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>51,35</b>	<b>51,35</b>	<b>51,35</b>	<b>51,35</b>
<b>Standardavvik</b>	0,21	0,21	0,21	0,21

Tabell 11-11: Oppsummering av første verdiestimat per aksje utregnet ved egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsattkapital metoden.

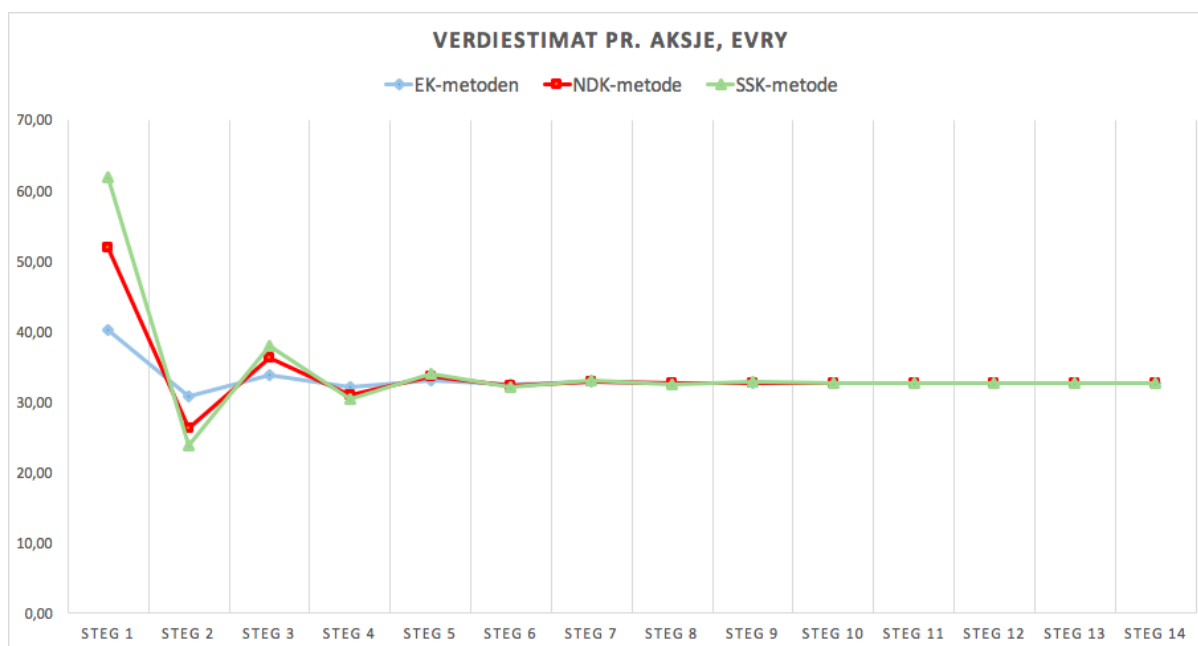
## 11.4 Konvergeringsprosedyre - Verdivekter

Hittil er verdiestimatene beregnet ved bruk av budsjetterte vekter. Det resulterte i ulike estimat på tvers av de tre metodene, med et standardavvik på 21%. Som tidligere nevnt skal de ulike metodene gi identiske verdiestimat ved konsistent bruk og ved anvendelse av verdivektede balansesummer og avkastningskrav. For å komme frem til de endelige verdivektene må det gjennomføres en konvergeringsprosess, hvor fremtidsregnskap og -krav oppdateres sekvensielt over flere steg ved å bruke gjennomsnittlig verdiestimat fra de tre anvendte metodene. Konvergeringen foregår fram til man oppnår et felles verdiestimat for de tre metodene, som tilsvarer det verdivektede estimatet.

Vi benytter egenkapitalmetoden, samt netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden i konvergeringsprosessen for å finne et felles verdiestimat. Konvergeringsprosessen utføres gjennom 14 steg for å eliminere avviket mellom metodene, se tabell 11-12. Dette gir et verdiestimat på EVRYs egenkapital på 12.118 MNOK, hvilket tilsvarer en aksjeverdi på 32,68 kr per 31.12.17. Standardavviket mellom metodene er nå redusert til 0,00%. Dette er konsistent med antakelsen om at det endelige verdiestimatet vil ligge nærmest verdiestimatet funnet med egenkapitalmetoden, dette på grunn av mindre vekting.

Konvergens	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10	Steg 11	Steg 12	Steg 13	Steg 14
EK-metoden	40,22	30,76	33,86	32,14	32,96	32,55	32,75	32,65	32,70	32,68	32,69	32,68	32,68	32,68
NDK-metode	51,92	26,33	36,32	31,02	33,53	32,27	32,89	32,58	32,73	32,66	32,70	32,68	32,68	32,68
SSK-metode	61,92	23,87	38,00	30,34	33,91	32,10	32,98	32,54	32,75	32,65	32,70	32,68	32,69	32,68
Avvik i %	21,15%	12,93%	5,77%	2,93%	1,43%	0,71%	0,35%	0,17%	0,08%	0,04%	0,02%	0,01%	0,00%	0,00%

Tabell 11-12: Verdikonvergering mellom egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden



Figur 11-1: Verdikonvergering mellom egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden.

## 11.5 Fundamentalt P/B og P/E

Med utgangspunkt i fundamentalt punkt estimat beregnes fundamentalt Pris/Bok- og Pris/Fortjeneste-forhold. Se kapittel 12 vedrørende komparativ verdsettelse for ytterligere informasjon om multiplikatorene.

Fundamental P/B	
Verdiestimert pr. aksje	32,68
Balanseført egenkapital pr. aksje (2017)	8,73
<b>Fundamentalt P/B</b>	<b>3,74</b>

Tabell 11-13: Fundamentalt Pris/Bok-forhold

En P/B-multiplikator over 1 indikerer at selskapet innehar en superrentabilitet, og i motsatt tilfelle en strategisk ulempe dersom multiplikatoren er under 1. På Oslo Børs var verdivektet

Pris/Bok-forhold mellom 1999 og 2015 lik 1,5. Til sammenligning med EVRYs P/B-forhold på 3,74, er det tydelig at vi forventer at selskapet besitter en stor strategisk eierfordel. I delkapittel 10.4 ble det i steady state estimert en superrentabilitet på 4 %. Til tross for en svak ressursulempe, innehar EVRY en positiv driftsfordel grunnet forventningen om en vedvarende sterk bransjefordel. Den strategiske fordelene skaleres opp som følge av kombinasjonen av lønnsom drift og høy gjeldsgrad. Det høye P/B-forholdet henføres dermed til forhold felles for bransjen i stedet for ressurser generert internt i selskapet.

<b>Fundamental P/E</b>	
Verdiestimat pr. aksje	32,68
Nettoresultat pr. aksje (2018)	2,98
<b>Fundamentalt P/E</b>	<b>10,95</b>

Tabell 11-14: Fundamentalt Pris/Fortjeneste-forhold

For å vurdere fremtidig utvikling av superrentabiliteten, sammenlignes P/E-multiplikatoren mot det normale P/E-forholdet. Normalt P/E-forhold finnes som 1 delt på avkastningskravet i 2018. EVRY har en P/E-multiplikator lik 10,95, hvilket er marginalt lavere enn det normale P/E-forholdet på 11,01. Dette gir en indikasjon på at vi forventer en reduksjon i EVRYs strategiske eierfordel på sikt. Sammenlignet med Oslo Børs var verdivektet Pris/Fortjeneste forhold mellom 1999 og 2015 lik 10,9, hvilket er tilnærmet det samme som vårt estimat.

Forholdstallene indikerer dermed at EVRY besitter en stor strategisk eierfordel i dag, men at denne vil bli til en mindre fordel på sikt. Dette uttrykkes gjennom et P/B-forhold over 1 og et P/E-forhold lavere enn 1/ekk. Multiplikatorene samsvarer dermed med strategisk analyse, der vi antar at en fallende bransjefordel som følge av økt rivalisering vil bidra til en lavere strategisk eierfordel over budsjetteringsperioden.

## 11.6 Konkursrisiko

Konkursrisiko er i prinsippet hensyntatt i det fundamentale verdiestimatet gjennom syntetisk rating og en tilhørende kredittrisikopremie. Da konkursrisikoen allikevel kan være undervurdert, må vi vurdere nødvendigheten av å justere verdiestimatet for kortsiktig konkursrisiko.

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p_{\text{kort}} * LVEK$$

*Formel 11-7: Verdi av egenkapital justert for kortsiktig konkursrisiko (p), der FVEK er fundamentalt verdiestimat og LVEK er likvidasjonsverdi.*

Fra formel 11-7 korrigeres sannsynligheten for fortsatt drift med det fundamentale verdiestimatet (FVEK) og sannsynligheten for konkurs med likvidasjonsverdien (LVEK). Likvidasjonsverdien er tilnærmet 0, da det ved konkurs vil foregå en rask realisering av selskapets eiendeler til en lavere pris. På budsjetthorisonten har EVRY en syntetisk fremtidsrating lik BB+, hvilket tilsier en kortsiktig kreditrisikopremie lik 0,83 %.

$$VEK = (1 - 0,0083) * 32,68$$

$$VEK = 32,41$$

*Formel 11-8: Verdi av egenkapital justert for kortsiktig konkursrisiko*

Verdiestimatet reduseres fra 32,68 til 32,41. Reduksjonen er marginal, hvilket skyldes en lav estimert konkursrisiko i fremtidsregnskapet. Det kan dermed diskuteres nødvendigheten av et isolert konkursscenario, og vi velger å holde fast ved det fundamentale verdiestimatet på 32,68.

## **11.7 Analyse av usikkerhet**

Det fundamentale verdiestimatet på 32,68 er et punkttestimat, som i prinsippet utgjør forventet verdi basert på den forventede utviklingen i budsjettdriverne. Det er likevel usikkerhet knyttet til denne utviklingen, slik at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventningen. Dess større usikkerheten rundt utviklingen er, desto større varians vil det være knyttet til verdiestimatet (Knivsflå K. H., 2017o).

Denne usikkerheten vil analyseres gjennom simuleringer og sensitivitetsanalyser. Simulering har den hensikt å synliggjøre usikkerhet gjennom å omgjøre kritiske budsjett drivere til stokastiske, altså usikre, variabler. Dette vil gi en fordeling av verdiestimatet i stedet for et punkttestimat. Sensitivitetsanalysen synliggjør hvordan verdiestimatet påvirkes ved endring av

én enkelt budsjettdriver i et gitt intervall, alt annet like. Analysene gjennomføres ved hjelp av tilleggsprogrammet Crystal Ball i Excel.

### 11.7.1 Simuleringsanalyse

I dette delkapittelet omgjøres budsjett- og verdidrivere om til stokastiske variabler for å komme frem til en fordeling over verdiestimatet, fremfor et enkelt punkttestimat (Damodaran, 2012). Hensikten er å få frem usikkerheten i verdiestimatet som grunner i usikkerheten tilknyttet budsjett- og verdidriverne. Frem til nå har vi fastsatt fremtidsutviklingen etter beste skjønn. Simuleringer tillater derimot driverne å variere innenfor et gitt intervall (Kaldestad & Møller, 2011). Som en forenkling vil banen mellom de stokastiske budsjettpunktene settes til å ha en lineær utvikling. Da det er fremtidig utvikling i selskapets drift som er kritisk for EVRYs verdiestimat, vil vi fokusere på driftsrelaterte drivere som driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, og omløpet til netto driftseiendeler. Videre vil finansielle drivere som risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og finansiell gjeldsdel omgjøres til stokastiske variabler. I tillegg justeres det for eventuelle korrelasjoner mellom driverne.

#### 11.7.1.1 Forutsetninger i simuleringsanalysen

For å finne rimelige pålitelighetsintervall for fordelingen over verdiestimatet, må det vurderes hvilket standardavvik som skal benyttes for de ulike budsjettdriverne (Damodaran, 2012). På kort sikt tas det utgangspunkt i historiske regnskapstall, gitt rimelige verdier. Dersom standardavviket anses som urimelig kan standardavviket til bransjen benyttes, alternativt kan det settes etter beste skjønn. Tabell 11-15 nedenfor gir en oversikt over historisk standardavvik for de tre driftsrelaterte budsjettdriverne over analyseperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	Std.avv. EVRY	Std.avv. Bransjen
Driftsinntektsvekst	0,27%	0,03%	0,74%	-4,79%	2,85%	2,81%	1,85%
Netto driftsmargin	5,37%	6,15%	7,29%	11,68%	12,44%	3,25%	0,59%
<b>Omløp til netto driftseiendeler</b>	<b>0,911</b>	<b>0,924</b>	<b>1,062</b>	<b>1,117</b>	<b>1,126</b>	<b>10,37%</b>	<b>26,90%</b>

Tabell 11-15: Historiske standardavvik for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, og omløpet til netto driftseiendeler for EVRY og for bransjen

Da de historiske standardavvikene anses som rimelige, benyttes avrundede standardavvik for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og onde på hhv. 3%, 3% og 10% for de første årene i budsjettperioden. Den antatte usikkerheten knyttet til hvert enkelt budsjettpunkt legger

føringer for skaleringer av de historiske standardavvikene. På mellomlang sikt eksisterer det trolig større usikkerhet knyttet til samtlige driverne. Dette gjelder spesielt overgangen fra infrastruktur til satsingen på applikasjonstjenester og digitale tjenester, samt graden av rivalisering i bransjen. Med bakgrunn i økonomisk teori forventes en betydelig reduksjon i usikkerheten på lang sikt, dvs. i steady state.

Utgangspunktet er at de fleste budsjett drivere er normalfordelte i alle budsjett punkt, med unntak av driftsinntektsveksten og netto driftsmargin i steady state. For disse benyttes en uniform fordeling. Årsaken er at driftsinntektsveksten på lang sikt ikke kan overstige den forventede veksten i verdensøkonomien, jf. diskusjonen i delkapittel 9.2.1. Med en forventet driftsinntektsvekst på 4,5 % i steady state, settes en uniform sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsveksten til å variere mellom 2,5 % og 5,5 %, hvor øvre grense begrenses av den generelle veksten i økonomien. Netto driftsmargin i steady state settes til å variere mellom 5,0 % og 10,0 %. Tabell 11-16, 11-17, og 11-18 viser forventet verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

Driftsinntektsvekst	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjett punkt 2 (2019)	2,20%	3,00%	Normalfordelt
Budsjett punkt 3 (2020)	2,30%	3,00%	Normalfordelt
Budsjett punkt M (2026)	3,70%	4,50%	Normalfordelt
Budsjett punkt T (2029)	4,50%	U[2,50%,5,50%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-16: Forventningsverdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst

Netto driftsmargin	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjett punkt 1 (2018)	12,70%	3,00%	Normalfordelt
Budsjett punkt 2 (2019)	13,00%	3,00%	Normalfordelt
Budsjett punkt M (2023)	11,00%	4,50%	Normalfordelt
Budsjett punkt T (2029)	7,00%	U[5,00%,10,00%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-17: Forventningsverdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin

Omløpet til netto driftseiendeler	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjett punkt 1 (2018)	1,06	10,00%	Normalfordelt
Budsjett punkt T (2029)	1,20	8,00%	Normalfordelt

Tabell 11-18: Forventningsverdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler

I tillegg til de tre driftsrelaterte budsjett driverne vil det være hensiktsmessig å omgjøre finansielle og kravrelaterte budsjett driverne til stokastiske variabler. Dette gjelder 3 måneders NIBOR-rente i steady state, markedsrisikopremien i fremtiden, inngående egenkapitalbeta og



finansiell gjeldsdel i steady state. Tabell 11-19 viser at driverne tildeles en uniform fordeling, med unntak av egenkapitalbetaen som antas normalfordelt.

	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
3M NIBOR-rente i T	3,30%	U[2,50%,4,00%]	Uniformt fordelt
Markedsrisikopremie	5,00%	U[4,50%,5,50%]	Uniformt fordelt
Egenkapitalbeta	1,5170	20,00%	Normalfordelt
Finansiell gjeldsdel i T	60,00%	U[50,00%,75,00%]	Uniformt fordelt

Tabell 11-19: Forventningsverdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for NIBOR-renten, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og finansiell gjeldsdel.

### 11.7.1.2 Korrelasjon mellom budsjett drivere

I forkant av simuleringen er det viktig å ta hensyn til eventuelle korrelasjoner mellom de ulike budsjettdriverne (Damodaran, 2012). I denne sammenhengen innebærer en korrelert trekning at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger. Korrelasjoner kan justeres for i Crystal Ball, og det er viktig at disse er basert på økonomisk teori eller kjente empiriske sammenhenger (Knivsflå K. H., 2017o). I vår modell velger vi å justere for tre kjente korrelasjoner.

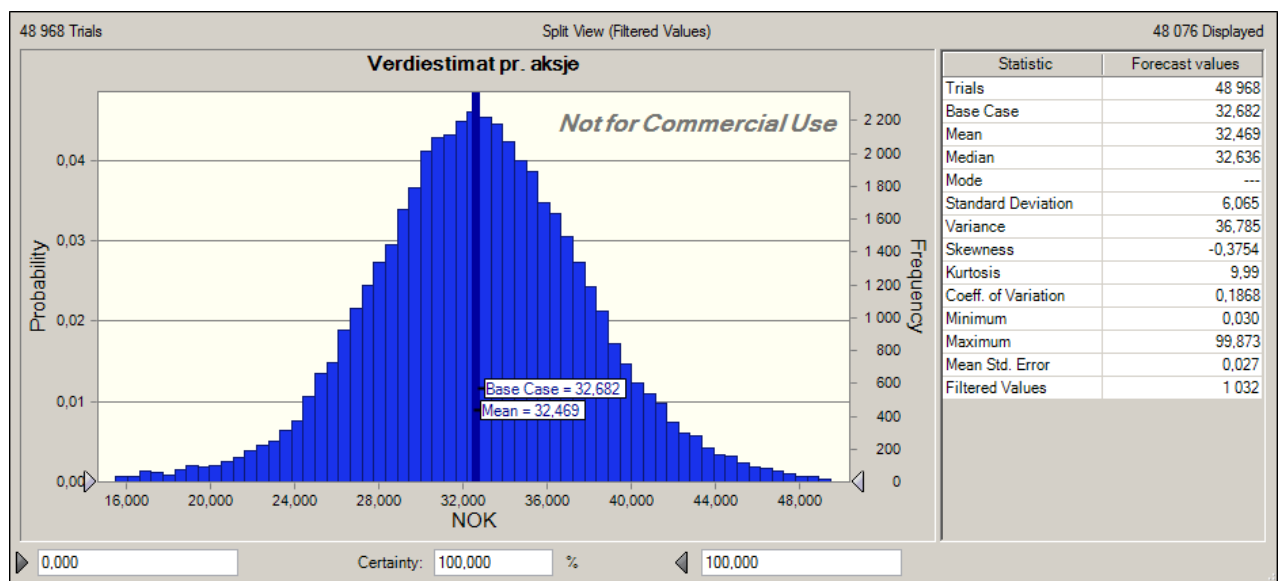
Først justeres korrelasjonen mellom netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Regresjonsanalyse uttrykker en historisk positiv korrelasjon mellom ndm og onde på 28,7%. Dette strider dog mot økonomisk teori der virksomheter med høy driftsmargin har en tendens til å ha et lavt omløp på netto driftseiendelene (Knivsflå K. H., 2017o), altså en negativ korrelasjon. Da vår analyseperiode er relativt kort, er det ikke nødvendigvis gitt at de historiske tallene er representative for EVERY. Vi velger derfor å nedskalere den historiske korrelasjonen til en svak positiv korrelasjon på 10 %.

Videre analyseres korrelasjonen mellom netto driftsmargin og selskapets gearing, sistnevnte gitt gjennom finansiell gjeldsdel (fgd). Økonomisk teori uttrykker to mulige sammenhenger; (1) virksomheter med høy driftsmargin kan ta høyere finansiell risiko, og med det øke finansiell gearing, eller (2) virksomheter med høy driftsmargin vil få en høyere egenkapitalprosent, og dermed redusert finansiell gearing (Knivsflå K. H., 2017o). EVERY har en historisk positiv korrelasjon mellom ndm og fgd på 12,5 %, hvilket samsvarer med alternativ (1). Vi velger å holde fast på 12,5 % som et estimat for fremtiden.

Avslutningsvis er det grunn til å forutsette en positiv korrelasjon mellom veksten og kravet i steady state. Økonomisk teori tilsier at høy økonomisk vekst gir høye avkastningskrav, da alternativkostnaden for kapitalbruk er høy (Damodaran, 2012). Følgelig benyttes en positiv korrelasjon på 20 % mellom driftsinntektsvekst i steady state og markedsrisikopremien.

### 11.7.1.3 Resultater fra simuleringsanalysen

Basert på de ovennevnte forutsetningene og korrelasjonene, gjennomføres “Monte Carlo-simulering” i Crystal Ball for å synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet. Det ble gjennomført 50.000 simuleringer, hvorav 1.032 ble filtrert bort. Filtringen skjer på bakgrunn av at det settes nedre og øvre grense for verdiestimatet for å unngå påvirkningen av ekstreme verdier. Nedre grense settes til 0, da eierne har begrenset ansvar og et konkursscenario vil gi en egenkapitalverdi lik null. Øvre grense settes skjønnsmessig til 100, som tilsvarer omtrentlig tre ganger forventet verdi. Figur 11-2 viser resultatene fra simuleringen.



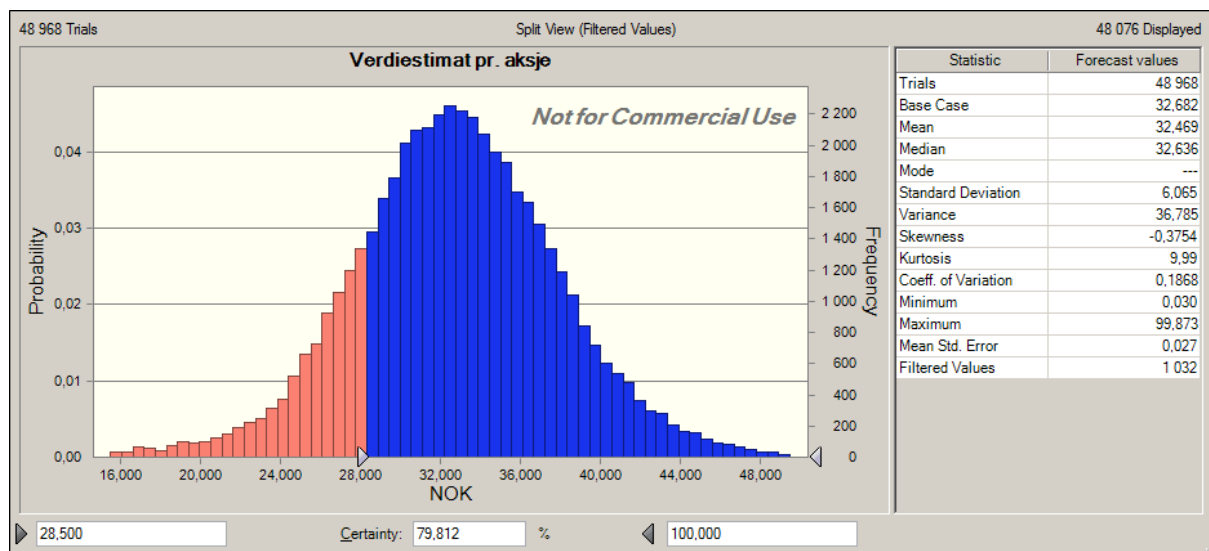
Figur 11-2: Fordelingen til verdiestimatet per aksje, funnet gjennom Monte Carlo-simulering.

Simuleringen ga en gjennomsnittsverdi pr. aksje på 32,47 kr og en median på 32,64 kr, hvilket er tilnærmet likt vårt initielle estimat. Da gjennomsnittet er marginalt lavere enn median, betyr det at enkelte lave verdier av mindre sannsynlighet bidrar til å dra ned gjennomsnittet. Forskjellen er likevel marginal, hvilket tilsier at effekten av dette er svært liten. Et simulert årlig standardavvik på 18,68 % indikerer at det eksisterer relativ lav usikkerhet rundt verdiestimatet.

Videre defineres en konkurssannsynlighet, der verdieestimatet kan være mellom 0 og 0,1. Simuleringen uttrykker 0,8% sannsynlighet for at EVRY vil gå konkurs. Dette tilsvarer en sterk BB-rating, hvilket er i tråd med vår syntetiske rating funnet i risikoanalysen. I følgende avsnitt undersøkes sannsynligheten for at aksjen er underpriset, samt aksjens oppside- og nedsidepotensial.

#### 11.7.1.4 Sannsynlighet for underprising

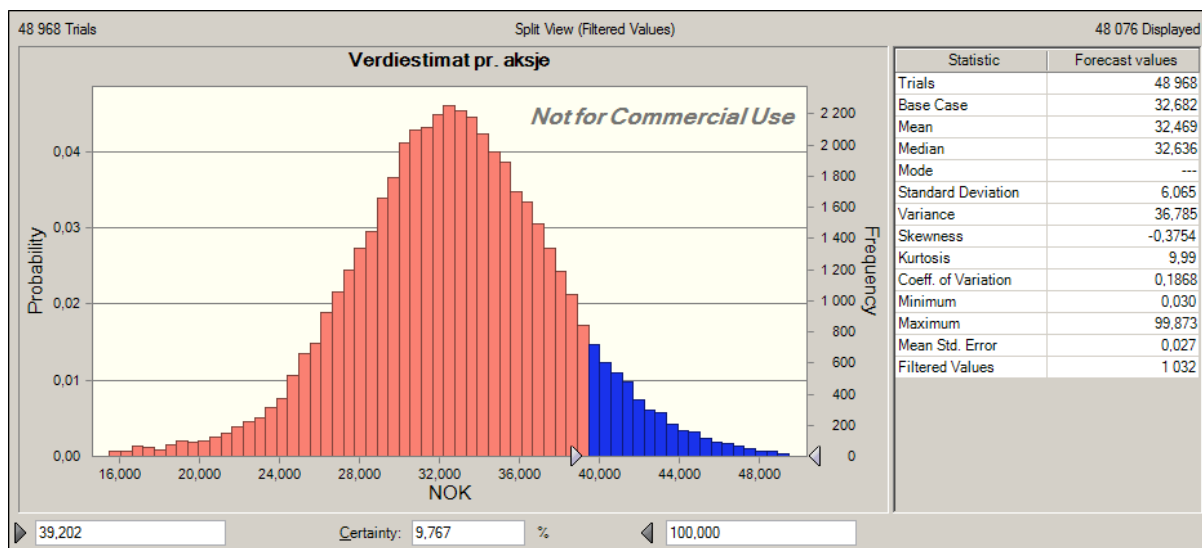
Pr. 25.05.18 var aksjekursen 28,50 NOK pr. aksje. Det kan være hensiktsmessig å undersøke sannsynligheten for at den virkelige verdien er høyere enn dette, gitt våre analyser. Figur 11-3 viser en sannsynlighet på 79,81 % for at aksjen er underpriset. Jf. delkapittel 10.4 og 11.5, er det stor sannsynlighet for at EVRY besitter strategiske fordeler som markedet ikke observerer.



Figur 11-3: Sannsynligheten for underprising, basert på en aksjekurs på 28,50 NOK.

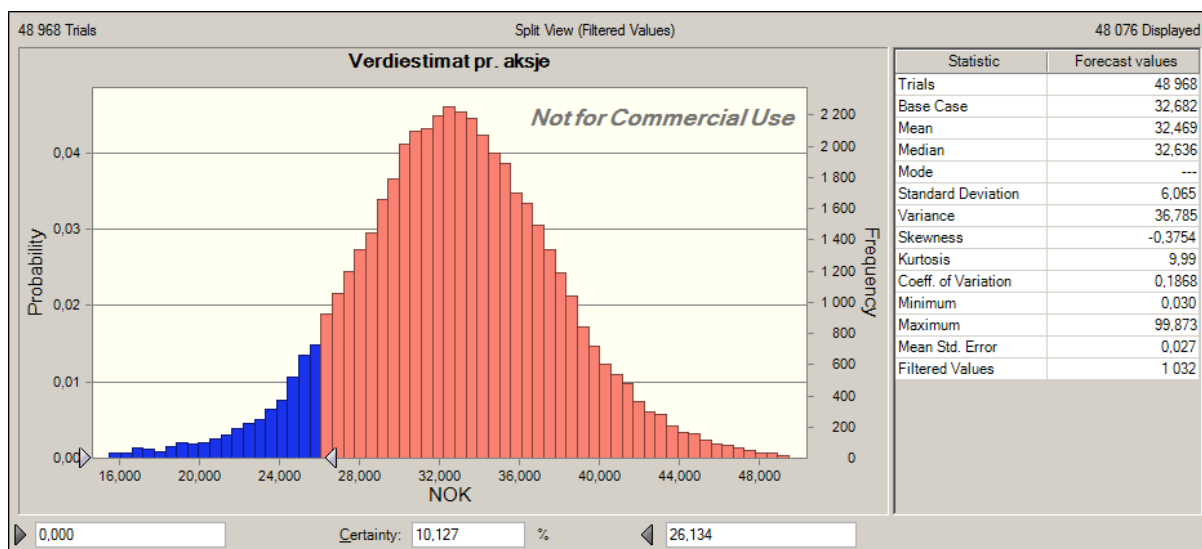
#### 11.7.1.5 Oppsidepotensial og nedsiderisiko

Oppsidepotensialet og nedsiderisikoen til verdieestimatet uttrykker hvor stor sannsynligheten er for at verdieestimatet ligger over eller under en gitt verdi. Grenseverdien settes til 120% av initielt verdieestimat på 32,68 kr, hvilket gir en nedre grense på 39,20. Det blåskraverte området i figur 11.4 illustrerer aksjens oppsidepotensial, og viser en sannsynlighet lik 9,77 % for at aksjeverdien er 20 % høyere enn forventet verdieestimat. Det eksisterer dermed kun et moderat oppsidepotensial for EVRY-aksjen.



Figur 11-4: Oppsidepotensial for aksjeverdien, hvor verdien overstiger 120 % av forventet verdi.

Figur 11-5 viser aksjens nedsiderisiko, hvor grenseverdien er satt til 80 % av det forventede verdiestimatet. Dette gir en øvre grense på 26,13 kr per aksje. Sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 26,13 kr er 10,13 %. I likhet med oppsidepotensialet, kan også EVRY-aksjens nedsiderisiko regnes som moderat. Opp- og nedsidepotensialet er følgelig nærmest identisk, men med marginalt høyere nedsiderisiko.

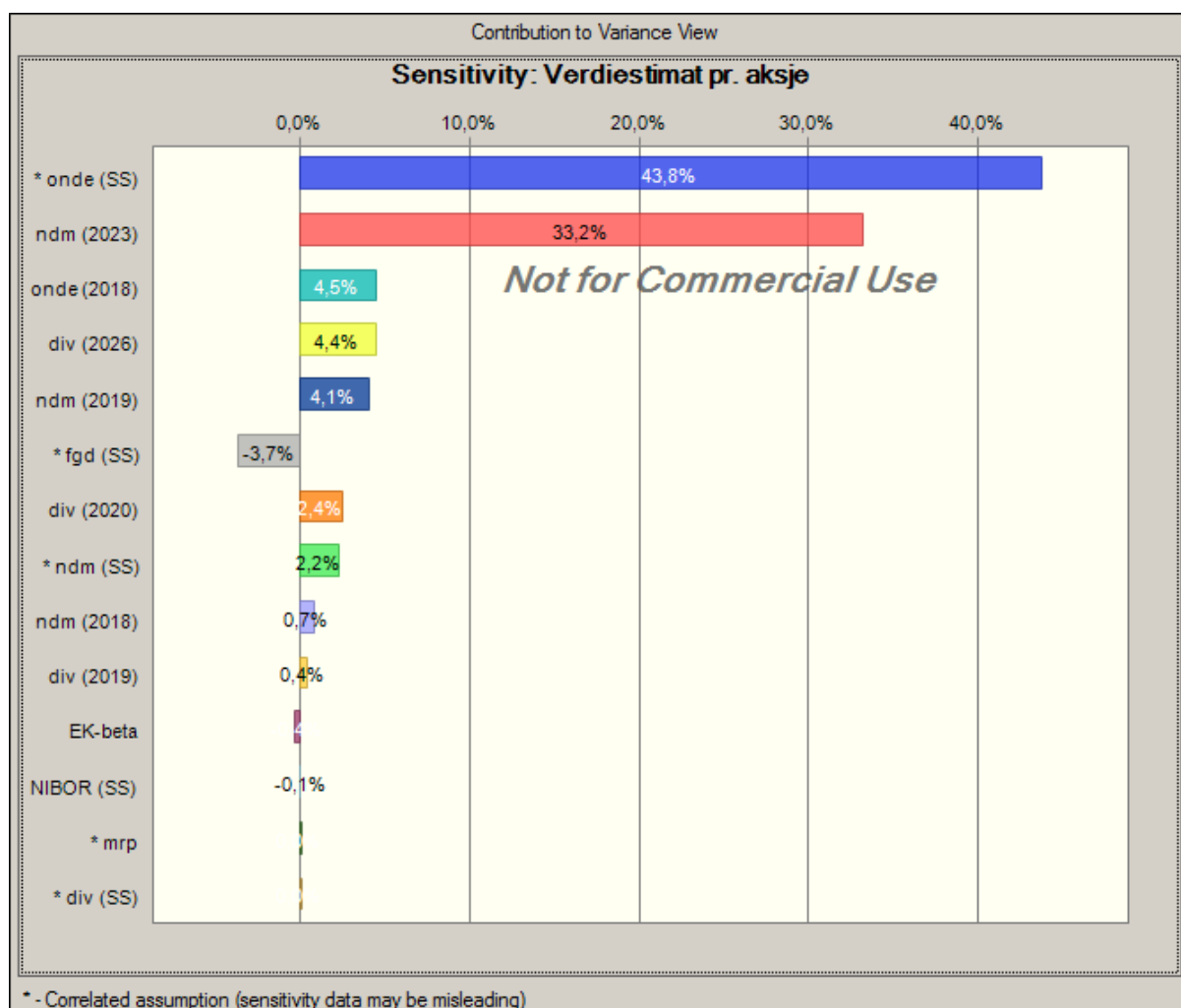


Figur 11-5: Nedsiderisiko for aksjeverdien, hvor verdien er lavere enn 80 % av forventet verdi.

## 11.7.2 Sensitivitetsanalyse

I dette kapittelet synliggjøres usikkerheten i verdiestimatet gjennom å analysere hvordan verdiestimatet påvirkes ved endring av kritiske budsjett drivere. Til dette formålet benyttes to verktøy; variasjonsanalyse og tornadoanalyse.

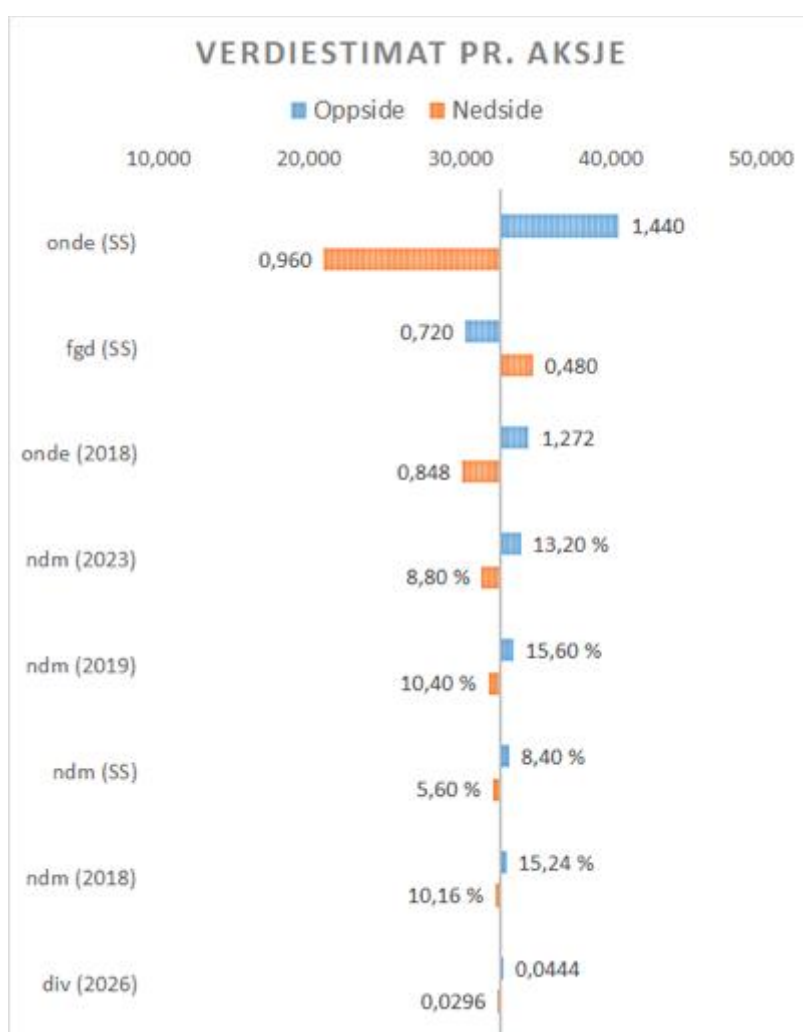
Variasjonsanalysen fremhever i hvilken grad de ulike budsjett driverne forklarer den totale variasjonen i verdiestimatet, se figur 11-6. Variasjonen i verdiestimatet avhenger mest av onde på budsjett horisont, netto driftsmargin på mellomlang sikt (2023), onde i 2018 og driftsinntektsvekst på mellomlang sikt (2026). Rundt 86 % av variasjonen i verdiestimatet kan forklares av disse fire driverne.



Figur 11-6: Variasjonsanalyse. Illustrerer budsjett driverens bidrag til variasjon i verdiestimatet

Sensitiviteten til verdiestimatet kan videre analyseres gjennom en tornadoanalyse ved bruk av Crystal Ball. Tornadoanalyse er et verktøy for å vise endringen i verdiestimatet ved endring

av én enkelt driver, alt annet like. Dette skiller seg fra den foregående variasjonsanalysen ved at den kun tester én variabel om gangen og holder alt annet konstant, og tar dermed ikke hensyn til korrelasjoner (Oracle, 2018). Dette er dog en svakhet ettersom flere av driverne samvarierer over budsjettperioden. Det vil likevel være hensiktsmessig å gjennomføre en tornadoanalyse, da den kan gi verdifull innsikt i verdiestimatets sensitivitet ovenfor endringer i de ulike driverne. Figur 11-7 illustrerer intervallet mellom minimum- og maksimumsverdi for estimatet for hver enkelt variabel, og rangerer variablene etter grad av påvirkning på verdiestimatet.



Figur 11-7: Tornadoanalyse. Illustrerer variablenes påvirkning på verdiestimatet. Kun de variablene med mest påvirkning er vist.

Tornadoanalysen viser også at omløpet til netto driftseiendeler i steady state har størst effekt på verdiestimatet, samt at onde i det første året av budsjettperioden har en viss grad av påvirkning. Til forskjell fra variasjonsanalysen, viser tornadoanalysen at finansiell gjeldsdel i

steady state isolert sett har en relativt sterk påvirkning på verdiestimatet. Dette kan forklares ved at det i simuleringen ble justert for korrelasjonen mellom finansiell gjeldsdel og netto driftsmargin, noe som ikke hensyntas her. Dermed vil trolig en del av effekten på estimatet fra finansiell gjeldsdel måtte sees i sammenheng med påvirkningen fra netto driftsmargin, og vice versa. Netto driftsmargin i samtlige budsjettpunkt, samt driftsinntektsveksten i 2026, har isolert sett noe påvirkning på verdiestimatet.

For ytterligere innsikt, vil vi studere hvordan verdiestimatet pr. aksje påvirkes når én enkelt variabel endres i intervallet -20 % til 20 %. Etersom tornadoanalysen ikke hensyntar korrelasjoner i andre variabler, velger vi å studere de fire variablene som ut ifra variasjonsanalysen bidrar til størst variasjon i verdiestimatet; onde steady state, netto driftsmargin 2023, onde 2018 og driftsinntektsvekst 2026.

### ***Onde steady state***

<b>Onde steady state</b>					
Endring i prosent	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
onde (SS)	0,96	1,08	1,2	1,32	1,44
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>20,917</b>	<b>27,465</b>	<b>32,682</b>	<b>36,959</b>	<b>40,539</b>

*Tabell 11-20: Prosentvis endring i onde i steady state med tilhørende endring i verdiestimat pr. aksje.*

Omløpet til netto driftseiendeler forklarer ifølge variasjonsanalysen 43,8 % av den totale variasjonen i verdiestimatet, og utgjør dermed den driveren som gir størst utslag. En nedjustering av onde i steady state fra 1,2 til 0,96 vil, alt annet like, gi et verdiestimat på 20,92 kr pr. aksje. En oppjustering av onde med 20% til 1,44 gir et estimat pr. aksje på 40,54. Dette innebærer at verdiestimatet blir mer påvirket av et betraktelig lavere estimat på onde enn ved et estimat høyere enn forventet, illustrert i figur 11-8. Dersom EVRY ikke er i stand til å generere mer driftsinntekter pr. krone investert eller anvender sin kapital på en effektiv måte, er det stor risiko for at verdiestimatet blir lavere enn tidligere antatt. Det er tydelig at våre forventninger om en reduksjon i selskapets omløpsulempe vil ha stor betydning for verdiestimatet.

### Netto driftsmargin 2023

Netto driftsmargin 2023					
Endring i prosent	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
ndm (2023)	8,80%	9,90%	11,00%	12,10%	13,20%
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>31,429</b>	<b>32,047</b>	<b>32,682</b>	<b>33,338</b>	<b>34,016</b>

Tabell 11-21: Prosentvis endring i netto driftsmargin på mellomlang sikt (2023) med tilhørende endring i verdiestimat pr. aksje.

Figur 11-6 viser at netto driftsmargin på mellomlang sikt forklarer 33,2 % av den totale variasjonen i verdiestimatet. Netto driftsmargin har direkte betydning for fremskrivning av netto driftsresultat, og er således en viktig budsjettdriver i verdivurderingen. Ved å endre netto driftsmargin +/- 20 %, vil verdiestimatet befinne seg i intervallet 31,43 til 34,02. Spredningen i verdiestimatet er nokså moderat, og følgelig tilknyttes det mindre usikkerhet til endringen i netto driftsmargin på mellomlang sikt sammenlignet med onde i steady state. Endring i driveren kan allikevel utgjøre forskjellen mellom en under- og overprising av aksjen, og er således en viktig faktor. Dersom kostnadsbesparelsene som følge av partnerskap ikke vedvarer, eller inntektskannibaliseringen fra infrastrukturområdet ikke avtar så raskt som medregnet, risikerer et lavere verdiestimat som følge av lavere marginer enn forventet på mellomlang sikt.

### Onde 2018

Onde 2018					
Endring i prosent	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
onde (2018)	0,848	0,954	1,06	1,166	1,272
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>30,136</b>	<b>31,514</b>	<b>32,682</b>	<b>33,681</b>	<b>34,54</b>

Tabell 11-22: Prosentvis endring i onde i 2018 med tilhørende endring i verdiestimat pr. aksje.

Omløpet til netto driftseiendeler i 2018 utgjør driveren med tredje størst påvirkningskraft på verdiestimatet, hvor 4,5 % av variasjonen henføres onde. Tabell 11-22 og figur 11-8 viser en nokså lineær sammenheng mellom prosentvis endring i onde 2018 og utviklingen i verdiestimatet pr. aksje. Til tross for moderate endringer i verdiestimatet, kan det være av stor betydning for handlestrategien. Vi forventer en reduksjon i onde fra 2017 til 2018, da en stor kapitalandel er bundet opp i infrastrukturesegmentet. Dersom EVERY klarer å frigjøre deler av denne kapitalen og generere høyere driftsinntekt allerede første år i budsjettperioden, vil det derimot være rimelig å se en økning i onde for 2018. Dersom dette legges til grunn vil verdiestimat bli høyere enn tidligere antatt.



## Driftsinntektsvekst 2026

Driftsinntektsvekst 2026					
Endring i prosent	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	20,00%
div (2026)	0,0296	0,0333	0,037	0,0407	0,0444
<b>Verdiestimat pr. aksje</b>	<b>32,51</b>	<b>32,596</b>	<b>32,682</b>	<b>32,769</b>	<b>32,855</b>

Tabell 11-23: Prosentvis endring i driftsinntektsveksten på mellomlang sikt (2026) med tilhørende endring i verdiestimat pr. aksje.

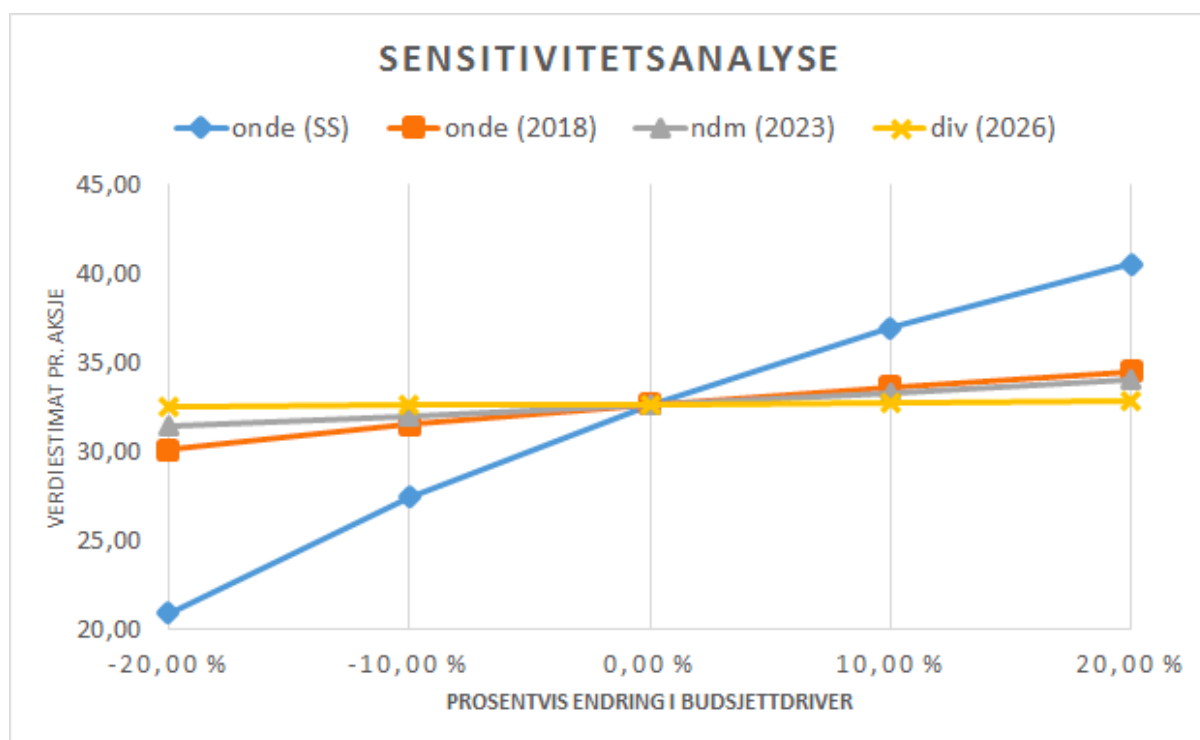
Variasjonsanalysen i figur 11-6 viser til at 4,4 % av variasjonen i verdiestimatet kan tilskrives driftsinntektsveksten i 2026, korrigert for korrelasjoner. Isolert sett viser tabell 11-23 at en endring på +/- 20 % i driftsinntektsveksten kun gir marginale endringer i verdiestimatet, hvor intervallet er mellom 32,51 og 32,86. Scenarioet hvor inntektsveksten skjer raskere på mellomlang sikt vil kun føre til et marginalg høyere verdiestimat. Dette kan være tilfelle hvor inntektskannibaliseringen fra infrastruktur avtar raskere enn forventet, applikasjons- og digitale tjenester generer høyere inntekter enn forventet, eller reguleringene og trendene innen finansbransjen får større positiv påvirkning på inntektene.

### 11.7.3 Oppsummering av simulering og sensitivitetsanalyse

I verddivurderingen ble fundamentalt punkttestimat fastsatt til 32,68 NOK. Simuleringen og sensitivitetsanalysen viser at det er knyttet noe usikkerhet rundt punkttestimatet, da flere av de kritiske budsjettdriverne anses usikre. Simuleringen resulterte i et gjennomsnittlig verdiestimat lik 32,47 og et årlig standardavvik på 18,68 %. Dette indikerer lav usikkerhet tilknyttet vårt estimat. Variasjonsanalysen viste at verdiestimatet var særlig sensitiv overfor endringer i onde i steady state, netto driftsmarginen i 2023, onde i 2018 og driftsinntektsveksten i 2026. Disse fire driverne forklarte til sammen 86 % av den totale variasjonen i verdiestimatet. I henhold til sensitivitetsanalysen var det størst usikkerhet tilknyttet onde i steady state, der en liten endring i variabelen vil få stor påvirkning på verdiestimatet, se figur 11-8.

Da det viser seg å være lav usikkerhet tilknyttet verdiestimatet, velger vi å beholde det fundamentale punkttestimatet på 32,68 NOK. Det er tydelig at våre forventninger til fremtidig utvikling i budsjettdriverne har en avgjørende betydning for det endelige verdiestimatet, og det kan vurderes hvorvidt disse er rimelige. Per 31.12.17 var aksjekursen 32,50 NOK pr. aksje, hvilket er 0,56 % lavere enn vårt estimat. Dette indikerer at vi opererer med et marginalg mer optimistisk syn på EVRY sammenlignet med markedet. Det kan stilles

spørsmål om vi overvurderer bransjefordelen og påfølgende permanent strategisk fordel på budsjetthorisont. Da våre forutsetninger baseres på innsikt fra strategisk analyse, anser vi estimatet som rimelig. Før endelig handlestrategi kan avgjøres vil vi i neste kapittel supplere med en komparativ verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen.



Figur 11-8: Sensitiviteten i verdiestimatet tilknyttet omløpet til netto driftseiendeler i steady state og i 2018, samt netto driftsmargin i 2023 og driftsinntektsveksten i 2026.

## **Kapittel 12 - Supplerende verdsettelse**

I dette kapitlet vil den fundamentale verdsettelsen av EVRY i kapittel 11 suppleres med en komparativ verdsettelse, jf. drøftelsen i kapittel 3. Den komparative verdsettelsen fungerer som en kontroll av det fundamentale verdiesestimater. I kapittel 3 ble det redegjort for to ulike modeller innenfor komparativ verdivurdering, hvor vi fant multiplikatormodellen som best egnet for EVRY. I følgende delkapitler presenteres valg av ulike multiplikatormodeller, komparative selskap og multiplikatorer, før en kommer frem til et komparativt verdiesimat. Gode lærebøker innen komparativ verdivurdering som er blitt benyttet i utredningen, er blant annet Penman (2013), Damodaran (2012), Kaldestad & Møller (2011), samt Peterson, Plenborg & Kinserdal (2017).

### **12.1 Multiplikatormodeller**

Multiplikatormodeller innebærer en sammenligning av et selskaps egenkapitalverdi eller selskapskapitalverdi relativt til tilsvarende virksomheter i samme bransje (Penman, 2013). Det eksisterer to ulike metoder; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012). Som følge av at egenkapitalmetoden avhenger av kapitalstruktur, mener vi at selskapskapitalmetoden gir et bedre sammenligningsgrunnlag og velger derfor å bruke denne. Det benyttes normaliserte tall i beregningene, da det er ønskelig å illustrere lønnsomheten generert fra den normale driften, og med det utelate ekstraordinære hendelser (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

### **12.2 Komparative selskap**

Valg av komparative selskap vil være svært avgjørende for den resulterende verdien, og det er følgelig viktig å finne selskap som i størst mulig grad er sammenlignbare med den aktuelle virksomheten. Ifølge Damodaran (2012) bør komparative selskap inneha liknende vekstmuligheter, kontantstrømmer og risiko. Ulikheter kan gi upresise multipler, som igjen fører til større usikkerhet i verdiesimatet. Kaldestad & Møller (2011) presiserer utfordringen ved å finne sammenlignbare selskaper, spesielt i et lite land som Norge.

Jf. delkapittel 2.3 består bransjeutvalget av Atea, Tieto og Knowit. Alle tre vil benyttes som komparative selskap. Ulikheter i produktmiks og markeder kan bidra til større usikkerhet i verdiesimatet. Da ulikheter innad i et bransjeutvalg nærmest er unngåelig, finnes det ifølge

Damodaran (2012) tre måter dette kan justeres for; subjektive justeringer, modifiserte multipler og sektor- eller markedsregresjoner. Førstnevnte innebærer å foreta subjektive vurderinger av faktorer som kan forklare eventuelle forskjeller i multiplikatorene. Ved modifiserte multipler benyttes multiplikatorer som er justert for spesifikke forhold hvor de komparative selskapene ikke er sammenlignbare. Ved sektorregresjoner kontrolleres det for forskjeller i variabler som fører til variasjoner i multiplikatorene på tvers av selskap. Kaldestad & Møller (2011) foreslår å justere multiplikatorene for forskjeller i rentabilitet, i likhet med sektorregresjonen foreslått av Damodaran (2012). Ulempen med å gjennomføre slike korreksjoner er at det kan oppstå bekreftelsestendenser ved rimelighetstesting. Vi velger likevel å justere for rentabilitet, da vi mener at det er hensiktsmessig grunnet forskjeller mellom selskapene.

Tabell 12-1 viser markedsverdien av egenkapitalen pr. 31.12.17 for samtlige selskap. Tallene er presentert i NOK, hvor verdien for Tieto og Knowit er basert på valutakurser pr. 31.12.17. I følgende delkapitler presenteres tre aktuelle multiplikatorer; Pris/Bok, Pris/Fortjeneste, og EV/EBIT.

Markedsverdi egenkapital	EVRY	Tieto	Atea	Knowit
Aksjekurs per 31.12.	32,5	253,3	116,6	154,7
Antall utestående aksjer	370806077	74109252	107791612	19139217
<b>Markedsverdi egenkapital</b>	<b>12051,20</b>	<b>18771,68</b>	<b>12568,50</b>	<b>2960,08</b>

Tabell 12-1: Markedsverdi egenkapitalen for komparative selskap.

## 12.3 Komparativ verdsettelse

Penman (2013) beskriver aksjer med høye multipler som vekstaksjer, da investorer ser potensiale i selskapet. Antakelsen er at disse er overpriset i markedet og bør vurderes solgt. Aksjer med lave multipler kalles verdiaksjer og vurderes som underpriset i markedet. En multiplbasert kjøp-og-salg strategi er dog ikke optimal grunnet ufullstendig informasjon, men det kan gi en pekepinn på selskapets evne til verdiskaping. I kommende avsnitt presenteres Pris/Bok, Pris/Fortjeneste og EV/EBIT.

### 12.3.1 Pris/Bok

Pris/Bok-forholdet er en balanseorientert multiplikator som indikerer selskapets evne til verdiskaping (Kaldestad & Møller, 2011). En høy multiplikator indikerer at markedet

forventer at selskapet er i stand til å skape merverdier på selskapets eiendeler. Selskapets rentabilitet fra drift vil i et slikt tilfelle overstige avkastningskravet, hvilket innebærer at selskapet opererer i en bransje med langsiktig god lønnsomhet og/eller at det besitter et varig konkurransefortrinn. En multiplikator under 1 betyr normalt at selskapet forventes å senke verdien for aksjonærene gjennom svak lønnsomhet, ettersom markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien.

Kaldestad & Møller (2011) kritiserer P/B-multiplikatoren fordi den er lett påvirkelig av regnskapsmessige effekter. Ulempen oppstår dersom store utgifter til immaterielle eiendeler kostnadsføres i stedet for balanseføres, da dette vil undervurdere den balanseførte egenkapitalen. Dog er multiplikatoren enkel å bruke og mye anvendt i praksis.

Pris/Bok-forholdet beregnes i utgangspunktet som markedsverdien av egenkapitalen dividert på den bokførte verdien av egenkapitalen, jf. 11.5. Siden multiplikatoren påvirkes av kapitalstruktur er det ønskelig å justere for ulikheter i kapitalstruktur på tvers av de komparative virksomhetene. Av denne årsak benyttes selskapskapitalmetoden gjennom netto finansiell gjeld og netto driftskapital for å kunne estimere egenkapitalen, gitt ved formel 12-1.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftskapital}}$$

$$mk = \frac{(VEK + NFG)}{NDK} = \frac{VNDK}{NDK}$$

$$VEK = mk * NDK - NFG$$

*Formel 12-1: Beregning av multiplikatoren P/B og verdi av egenkapital*

Fra tabell 12-2 fastsettes EVRYs P/B til 1,72 hensyntatt kapitalstruktur, sammenlignet med fundamental P/B på 3,74, ref. delkapittel 11.5. Det forventes at EVRY er selskapet i utvalget som skaper minst merverdi på dets eiendeler. Den største multiplikatoren fraskriver seg fra Atea (3,47) etterfulgt av Tieto (2,63) og Knowit (2,44). Det er tydelig at markedet priser bransjeutvalget høyt og observerer merverdier i de komparative selskapene.

Pris/Bok	EVRY	Tieto	Atea	Knowit
Markedsverdi egenkapital	12051,20	18771,68	12568,50	2960,08
Balanseført netto finansiell gjeld	8884,9	3938,0	347,6	439
Netto driftskapital	12124,0	8618,1	3722,6	1389,8
<b>VNDK / NDK</b>	<b>1,727</b>	<b>2,635</b>	<b>3,470</b>	<b>2,446</b>

Tabell 12-2: : P/B multiplikator for EVRY og komparative virksomheter

### 12.3.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste er tilsynelatende den mest anvendte multiplikatoren i praksis (Kaldestad & Møller, 2011). Den er resultat- og kontantstrømorientert, og viser forholdet mellom markedsværdien av egenkapital og netto finansiell gjeld over virksomhetens evne til å skape inntekter, se formel 12-2. P/E-forholdet reflekterer forventet vekst i fortjeneste (Penman, 2013). En virksomhet med høyt P/E-forhold vil være attraktiv å kjøpe, da selskapet vil være mer verdt desto høyere sannsynligheten er for fremtidig vekst. Multiplikatoren er videre en funksjon av et selskaps oppfattede risiko, og effekten viser seg i kostnaden ved egenkapitalen. Et selskap med et høyere egenkapitalkrav vil handles til en lavere fortjenestemultiippel enn et tilsvarende selskap med lavere egenkapitalkrav (Damodaran, 2012).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

$$mk = \frac{(VEK + NFG)}{NDR} = \frac{VNDK}{NDR}$$

$$VEK = mk * NDR - NFG$$

Formel 12-2: Beregning av multiplikatoren P/E og verdi av egenkapital

Ulempen med P/E er at den ikke tar hensyn til ulikheter i eksempelvis risiko og kapitalbehov (Kaldestad & Møller, 2011). Dette medfører at forskjeller i kapitalstruktur påvirker multiplikatoren, som følge av at høyere gjeldsgrad og påfølgende rentekostnader svekker netto driftsresultat. På en annen side vil likevel metoden gi et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper i en stabil vekstfase.

Beregnet P/E-multiplikator for de komparative virksomhetene vises i tabell 12-3. Tilsvarende trend som for P/B gjør seg gjeldende her, ved at den høyeste multiplikatoren fraskrives Atea

på 20,67. Tieto og Knowit har relativt høye multiplikatorer på hhv. 17,09 og 16,13. EVRY har det laveste P/E-forholdet på 13,38. Dette viser til at markedet forventer høy fremtidig vekst i de komparative virksomhetene.

Pris/Fortjeneste	EVRY	Tieto	Atea	Knowit
Markedsverdi egenkapital	12051,20	18771,68	12568,50	2960,08
Balanseført netto finansiell gjeld	8884,9	3938,0	347,6	439
Netto driftsresultat	1564,4	1329,0	625	210,7
<b>VNDK / NDR</b>	<b>13,38</b>	<b>17,09</b>	<b>20,67</b>	<b>16,13</b>

Tabell 12-3: P/E-multiplikator for EVRY og komparative virksomheter

### 12.3.3 EV/EBIT

EV/EBIT uttrykker forholdet mellom selskapsverdi, eller “enterprise value” (EV), og driftsresultat før skatt (EBIT), se formel 12-3. Multiplikaen sammenligner selskapets underliggende drift, og tar delvis hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger. Dette er en fordel da enkelte forretningsområder innen IT-bransjen er, som tidligere diskutert, relativt kapitalintensive. I likhet med P/E, tar heller ikke EV/EBIT hensyn til ulikheter i risiko. For å få et mer helhetlig bilde av virksomheten, er det fordelaktig å bruke EV/EBIT i kombinasjon med andre multipler (Kaldestad & Møller, 2011).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital} + \text{Balanseført netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

$$mk = \frac{(VEK + NFG)}{EBIT} = \frac{VNDK}{EBIT}$$

$$VEK = mk * EBIT - NFG$$

Formel 12-3: Beregning av multiplikatoren EV/EBIT og verdi av egenkapital

Den største multiplikaen fraskriver seg fra Atea (14,96), etterfulgt av Tieto (12,97) og Knowit (12,32). Den laveste multiplikaen tilegnes EVRY (9,70).

EV/EBIT	EVRY	Tieto	Atea	Knowit
Markedsverdi egenkapital	12051,20	18771,68	12568,50	2960,08
Balanseført netto finansiell gjeld	8884,9	3938,0	347,6	439
EBIT	2158,8	1751,4	863,6	275,9
<b>EV/EBIT</b>	<b>9,70</b>	<b>12,97</b>	<b>14,96</b>	<b>12,32</b>

Tabell 12-4: EV/EBIT multiplikator for EVRY og komparative virksomheter

### 12.3.4 Komparativt verdiestimat

I det følgende avsnittet fastsettes den komparative multiplikatoren som benyttes til å finne EVRYs verdiestimat. Vårt bransjeutvalg er delvis heterogent, hvilket skyldes ulikheter i produktmiks og markeder. Av denne årsak velger vi å justere den komparative multiplikatoren for driftsulikheter ved hjelp av en regresjonsanalyse. Dette vil ikke være nødvendig ved homogene bransjer, der den komparative multiplikatoren kan estimeres direkte gjennom median eller gjennomsnitt.

Da samtlige multiplikatorer avhenger av rentabilitet, vil netto driftsrentabiliteten representere den primære forskjellen mellom selskapene. Av denne årsak analyseres korrelasjonen mellom de respektive multiplikatorene og netto driftsrentabilitet gjennom en regresjonsanalyse. Multiplikatorene er gitt i formel 12-4.

$$mk = skjæringspunkt + koeffisient * netto\ driftsrentabilitet$$

Formel 12-4: Beregning av multiplikator basert på tallmateriale fra regresjonsanalysen

	P/B	P/E	EV/EBIT
Skjæringspunkt	-0,38	5,32	0,65
Koeffisient	18,73	73,09	75,27
Netto driftsrentabilitet	0,14	0,14	0,14
<b>Multiplikator</b>	<b>2,24</b>	<b>15,55</b>	<b>11,19</b>

Tabell 12-5: P/B-, P/E-, og EV/EBIT-multiplikatorene justert for forskjeller i rentabilitet ved hjelp av regresjon.

Vi vil ikke benytte EV/EBIT til å finne komparativt verdiestimat, men bruker kun et gjennomsnitt av P/B- og P/E-metoden. Årsaken til dette er at EV/EBIT- og P/E-multiplikatoren vil gi svært like verdiestimat, samt at sistnevnte metode anses å være mer pålitelig. Tabell 12-6 gir et komparativt verdiestimat på 45,49 kr pr. aksje basert på snittet av justert P/B- og P/E-multiplikator.



	Pris/Bok	Pris/Fortjeneste	Gjennomsnitt
Multiplikator	2,24	15,55	8,90
Basisverdi	12124,05	1564,36	6844,20
Verdi netto driftskapital	27178,09	24326,58	25752,33
Netto finansiell gjeld	8884,90	8884,90	8884,90
Verdi egenkapital	18293,18	15441,68	16867,43
Antall utestående aksjer	370806077	370806077	370806077
<b>Aksjekurs</b>	<b>49,33</b>	<b>41,64</b>	<b>45,49</b>

Tabell 12-6: Komparativt verdiestimat basert på justert Pris/Bok og justert Pris/Fortjeneste

Det komparative verdiestimatet fastsettes til 45,49 NOK pr. aksje, sammenlignet med det fundamentale verdiestimatet på 32,68. Med et avvik på 39,88 %, kan det ved første øyekast tyde på at våre estimeringer er for lave. Aksjekursen pr. 31.12.17 på 32,50 NOK pr aksje indikerer at aksjekursen er sterkt undervurdert, da det komparative estimatet er om lag 40 % høyere. Til sammenligning er det fundamentale verdiestimatet kun 0,55 % høyere enn faktisk aksjekurs. På grunn av usikkerhet tilknyttet sammenligningsgrunnlaget, er det grunn til å tro at det komparative verdiestimatet er for optimistisk. Likevel kan verdiestimatet fra multiplikatormodellen antas å være reelt til en viss grad, og vi velger dermed å justere det fundamentale verdiestimatet basert på vekting, se kapittel 13.1.

## Kapittel 13 - Oppsummering og handlingsstrategi

Formålet med oppgaven har vært å estimere verdien av egenkapitalen til EVRY gjennom en fundamental verddivurdering. Som supplement til den fundamentale verdsettelsen er det gjennomført en komparativ verddivurdering, for å få et mest mulig helhetlig estimat på EVRYs egenkapitalverdi. I det følgende delkapittelet vil endelig verdiestimat beregnes basert på vekting av den fundamentale og den komparative verdsettelsen. Basert på det endelige verdiestimatet beregnes endelige P/B- og P/E-forhold. Videre følger en kort oppsummering av de viktigste funnene fra utredningen. Avslutningsvis vil vi komme med en handlingsstrategi basert på det endelige verdiestimatet pr. 31.12.17 og pr. 25.05.18.

### 13.1 Endelig verdiestimat

På bakgrunn av at det fundamentale verdiestimatet er basert på vesentlig mer informasjon enn det komparative, velges en betydelig større vekting av førstnevnte i beregningen av det endelige verdiestimatet. Dette underbygges også av valget av fundamental verdsettelse som hovedteknikk i kapittel 3.2. Det er tydelig at markedet priser bransjeutvalget høyt og observerer merverdier i de komparative selskapene. Verdiene kan henføres EVRY i en viss grad, hvilket underbygger argumentet om at vi velger å vektlegge deler av det komparative verdiestimatet. Fundamentalt verdiestimat vektet 80 % og komparativ verdiestimat 20 %. Dette gir et endelig verdiestimat på EVRYs aksje pr. 31.12.17 på 35,24 NOK, jf. tabell 13-1.

Endelig verdiestimat	Verdi per aksje
Fundamental verdsettelse	32,68
Komparativ verdsettelse	45,49
<b>Samlet verdi per aksje 31.12.2017</b>	<b>35,24</b>

Tabell 13-1: Endelig verdiestimat basert på vekting av fundamental og komparativ verdsettelse.

Med utgangspunkt i det endelige verdiestimatet beregnes P/B- og P/E-forhold. Sammenlignet med fundamentalt P/B-forhold på 3,74 fra delkapittel 11.5, fastsettes endelig P/B-forhold til 4,04, jf. tabell 13-2. Økningen skyldes det komparative verdiestimatet, da P/B-forholdet til de komparative virksomhetene er betydelig høyere enn hos EVRY.

P/B	
Verdiestimat per aksje	35,24
Balanseført EK per aksje (2017)	8,73
<b>P/B</b>	<b>4,04</b>

Tabell 13-2: Pris/Bok basert på endelig verdiestimat

Endelig P/E-forhold beregnes i tabell 13-3 til 11,81, dette til sammenligning med det fundamentale P/E-forholdet på 10,95. Økningen skyldes også her det komparative verdiestimatet, hvor P/E-forholdet er høyere for de komparative virksomhetene. Dette gjenspeiler positive fremtidsutsikter hos samtlige virksomheter. Opprinnelig ble det forventet en reduksjon i EVRYs strategiske eierfordel på sikt. P/E-forholdet er nå høyere enn det normale P/E-forholdet på 11,01, hvilket indikerer en forventning om at EVRYs strategiske eierfordel vil vedvare på sikt.

P/E	
Verdiestimat per aksje	35,24
NRE per aksje (2018)	2,98
<b>P/E</b>	<b>11,81</b>

Tabell 13-3: Pris/Fortjeneste basert på endelig verdiestimat

## 13.2 Oppsummering

Gjennom den strategiske analysen ble IT-bransjen historisk oppfattet som særdeles lønnsom. Dette fulgte av den digitale transformasjonen i samfunnet og påfølgende etterspørsel, samt høye inngangsbarrierer og begrenset konkurranse. Til tross for EVRYs høye markedsandeler og sterk tilstedeværelse innen finanssektoren, ble det antatt en marginal ressursulempe. Årsaken til dette var selskapets tradisjonelle forretningsmodell og en treg evne til å omstille seg i takt med nye behov i bransjen. Den strategiske rentabilitetsanalysen indikerte at EVRY innehar en strategisk fordel på 10,81 %. Den primære driveren ble henført en sterk bransjefordel på 9,17 %, mens det imidlertid ble funnet en ressursulempe på 6,51 %. Ressursulempen ble forklart gjennom en omløpsulempe som skyldtes selskapets mangelfulle evne til å generere driftsinntekter på investert kapital, til tross for en marginfordel som følge av en fleksibel kostnadsstruktur.

Basert på strategisk analyse og historiske regnskapstall ble fremtidsregnskap og fremtidskrav fastsatt. Det ble estimert at EVRY vil inneha en strategisk fordel på 4 % i steady state.

Gearingfordelen utgjorde 1,9 %, mens resterende ble henført den rene driftsfordelen. Sistnevnte ble dekomponert i en bransjefordel og ressursulempe på hhv. 3,3 % og 1,2 %. Bransjefordelen ble fraskrevet en lukrativ bransje med gode vekstmuligheter. På lengre sikt vil etableringsbarrierene svekkes og trusselen fra substitutter øke, hvilket vil øke rivaliseringen i bransjen. Likevel vil bransjen være preget av en sterk etterspørselsvekst, da IT-tjenester vil være et nødvendighetsgode og potensiell kilde til konkurransefortrinn for enhver virksomhet i fremtiden. Det ble forventet at EVRY vil generere mer driftsinntekter og investere i mindre kapitalintensive forretningsområder som følge av en bedre utnyttelse av sin markedsposisjon. Til tross for en varig marginfordel, ble det estimert en svak omløpsulempe basert på lav historisk vekst og en krevende endringsfase det vil ta tid å høste resultater av. I all hovedsak ble fremtidig strategisk fordel henført forhold felles for bransjen i stedet for selskapets interne ressurser.

Den fundamentale verdsettelsen i kapittel 11 tok for seg en neddiskontering av kontantstrømmer ved hjelp av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Basert på disse konvergente EVRYs verdiestimat mot 32,68 NOK pr. aksje pr. 31.12.17. Dette var kun 0,56 % høyere enn aksjekursen pr. 31.12.17 på 32,50 NOK pr. aksje. Da det kunne knyttes usikkerhet rundt verdi- og budsjettdriverne, var det nødvendig å diskutere hvorvidt verdiestimatet burde bli behandlet som et punkttestimat. Ved omgjøring av budsjettdriverne til stokastiske variabler, ble det gjennomført en analyse av usikkerheten rundt estimatet i form av simulering og sensitivitetsanalyse. Simulert årlig standardavvik ble beregnet til 18,68 %, hvilket indikerte en lav usikkerhet tilknyttet vårt estimat. Simuleringen avdekket kun moderate opp- og nedsidepotensial. Variasjonsanalysen avdekket at det var mest usikkerhet tilknyttet omløpet til netto driftseiendeler i steady state, dernest netto driftsmargin på mellomlang sikt. På bakgrunn av lavt simulert årlig standardavvik, ble verdiestimatet på 32,68 NOK pr. aksje vurdert som rimelig, da det er bygget på innsikt fra strategisk analyse og regnskapsanalyse.

Som et supplement ble det gjennomført en komparativ verdivurdering i kapittel 12. Det komparative verdiestimatet beregnet på justert Pris/Bok og justert Pris/Fortjeneste ble 45,49 NOK pr. aksje, og følgelig høyere enn det fundamentale estimatet. Dette kunne skyldes ulikheter blant de komparative virksomhetene, hvor rimeligheten til estimatet kunne diskuteres. Da fundamentalt verdiestimat er basert på vesentlig høyere grad av informasjon, ble det tillagt mest vekt (80 %) i utarbeidelsen av det endelige verdiestimatet. Vårt endelige verdiestimat for EVRY-aksjen ble 35,24 NOK pr. 31.12.17.

### 13.3 Handlingsstrategi

Avslutningsvis vil det endelige verdiestimatet på 35,24 NOK pr. aksje sammenlignes med børskursen per 31.12.17 og 25.05.18. Dette vil danne grunnlaget for en handlingsstrategi, der investor får valget mellom kjøp, hold eller selg. På grunn av usikkerhet tilknyttet verdiestimatet defineres grenser for handlingsstrategien. Dersom verdiestimatet ligger innenfor  $\pm 10\%$  fra aksjekursen, velger vi å holde på aksjen. Videre anbefales salg av aksjen dersom verdiestimatet ligger  $10\%$  under børskursen. I motsatt tilfelle foreligger en kjøpsanbefaling dersom verdiestimatet ligger  $10\%$  over børskursen.

#### 13.3.1 Handlingsstrategi pr. 31.12.17

Pr. 31.12.2017 var aksjekursen 32,50 NOK pr. aksje. Basert på det endelige verdiestimatet på 35,24 NOK pr. aksje fra vår analyse, foreligger en hold-strategi da verdiestimatet er  $8,44\%$  høyere enn aksjekursen. Dersom usikkerheten i verdiestimatet kunne elimineres, ville det foreligge en kjøpsanbefaling.

#### 13.3.2 Handlingsstrategi pr. 25.05.18

Siden vårt verdiestimat på 35,24 kr er pr. 31.12.17, vil det være hensiktsmessig å flytte dette frem i tid for å kunne sammenlikne estimatet med dagens aksjekurs. Dette gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$VEK_{0+m/12} = (1 + ekk_1)^{\frac{m}{12}} \times VEK_0 - NBU_{0+m/12}$$

*Formel 13-1: Formel for flytting av estimatet m måneder frem i tid (Knivsfå K. H., 2017n)*

For å flytte estimatet frem til skrivende dato 25.05.18, settes  $m=4,81$ . Det er videre blitt betalt ut utbytte på 1,25 kr pr. aksje 04.05.18 (EVRY, 2018m). Det fremskrevne verdiestimatet blir dermed 35,01 pr. aksje pr. 25.05.18.

Børskurs pr. 25.05.18 er 28,50 NOK pr. aksje, hvilket er  $22,84\%$  lavere enn vårt verdiestimat. Basert på våre analyser foreligger det dermed en kjøpsanbefaling. Fra 11.7.1.4 ble det funnet en sannsynlighet tilnærmet  $80\%$  for at den virkelige verdien på EVRY-aksjen er høyere enn dagens aksjekurs. Det er dermed grunn til å anta at EVRY-aksjen er underpriset i markedet. Det kan spekuleres i hvilke verdier vi finner ved selskapet som markedet ikke observerer. Jf. delkapittel 10.4, estimerer vi en sterk driftsfordel på kort og mellomlang sikt. Dette henføres

primært en sterk tro på positiv marginutvikling, samt forventninger til en rask økning i driftsinntektene. I tillegg vil innskrenkningen av infrastruktursegmentet frigjøre kapital som kan investeres i mindre kapitalintensive og mer effektive forretningsområder. IT-bransjen anses som en lukrativ bransje i fremtiden med gode vekstmuligheter, drevet av høy etterspørsel, teknologisk utvikling og moderate etableringsbarrierer. Vi mener at EVRY har positive fremtidsutsikter og at aksjen vil stige i nær fremtid. På bakgrunn av nevnte forhold anbefaler vi kjøp av EVRY-aksjen.

Etter fjorårets børsnotering har syv meglerhus tatt opp dekningen av EVRY aksjen. I følge DN pr. 25.05.18 opererer fire av de med en kjøpsanbefaling, og de resterende anbefaler en hold-strategi (DN Investor, 2018). Pareto Securities opererer med et kursmål på 31,00 NOK pr. aksje og en påfølgende holdanbefaling (Pareto Securities, 2018). DNB Markets ser en større oppside i selskapet, og opererer med en kjøpsanbefaling gjennom et kursmål på 40,00 NOK pr. aksje. Median kursmål fastsettes til 34,00 NOK pr. aksje, hvilket er 2,9 % lavere enn vårt verdiestimat (Hegnar.no, 2018).

## Kapittel 14 - Referanser

- Atea. (2017a). *Annual Report 2016*. Atea. Retrieved Januar 27, 2018, from <https://www.atea.com/media/2425/atea-annual-report-2016-interactive-version.pdf>
- Atea. (2017b, April 5). Atea kaster seg inn i kampen om mobilkundene. Retrieved Februar 13, 2018, from <https://www.atea.no/om-atea/nyhetsarkiv/pressemeldinger/2017/atea-kaster-seg-inn-i-kampen-om-mobilkundene/>
- Atea. (2018). *Annual Report 2017*. Atea. Retrieved Mai 5, 2018, from [https://www.atea.com/media/2511/atea\\_annual\\_report\\_2017\\_interactive.pdf](https://www.atea.com/media/2511/atea_annual_report_2017_interactive.pdf)
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance*. Pearson Education Limited.
- Business Insider. (2018, Mai 10). What is the Internet of Things (IoT)? Meaning & Definition. Retrieved Februar 2, 2018, from <http://www.businessinsider.com/internet-of-things-definition?r=US&IR=T&IR=T>
- ComputerWeekly. (2017, Desember 5). Third of Sweden's IT providers could be gone in two years. Retrieved Februar 15, 2018, from <https://www.computerweekly.com/news/450431279/Third-of-Swedens-IT-providers-could-be-gone-in-two-years>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons, Incorporated.
- Danmarks Nationalbank. (2018). Offisielle rentesatser. Retrieved Januar 28, 2018, from <http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officiellerentesatser/Sider/default.aspx>
- Datatilsynet. (2014, August 26). Hva er skytjenester? Retrieved Februar 2, 2018, from <https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-skjema/veiledere/skytjenester---cloud-computing/hva-er-nettskytjenester/>
- Datatilsynet. (2016a, Februar 19). EUs personvernreform. Retrieved Januar 25, 2018, from <https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-skjema/nye-personvernregler/eus-personvernreform/>
- Datatilsynet. (2016b, Juni 23). Alle databehandlere får nye plikter. Retrieved Januar 26, 2018, from <https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-skjema/veiledere/hva-betyr/alle-databehandlere-far-nye-plikter/>
- digi.no. (2014, Desember 8). Evry selges til utlandet. Retrieved Januar 27, 2018, from <https://www.digi.no/artikler/evry-selges-til-utlandet/285379>
- digi.no. (2015, August 25). Evry går av børs. Retrieved Januar 19, 2018, from <https://www.digi.no/artikler/evry-gar-av-bors/209035>
- digi.no. (2017, Januar 23). – IT-bransjen kan takke seg selv for dette. Retrieved Februar 16, 2018, from <https://www.digi.no/artikler/it-bransjen-kan-takke-seg-selv/367960>
- Direktoratet for forvaltning og IKT. (2017a, Juni 30). Digital transformasjon. Retrieved from <https://www.difi.no/fagomrader-og-tjenester/digitalt-forstevalg/hva-er-digitalt-forstevalg/digital-transformasjon>
- Direktoratet for forvaltning og IKT. (2017b, Juni 30). Kva er digitalt førstevalg? Retrieved Januar 27, 2018, from <https://www.difi.no/fagomrader-og-tjenester/digitalt-forstevalg/hva-er-digitalt-forstevalg>

- DN. (2014, September 1). Truer med oppsigelse. Retrieved Februar 14, 2018, from <https://www.dn.no/nyheter/finans/2014/06/18/Bank/truer-med-oppsigelse>
- DN. (2015, April 19). Indisk it-bølge i Norge. Retrieved Februar 15, 2018, from <https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/04/19/2053/IT/indisk-itblge-i-norge?v=28986>
- DN. (2017a, Mai 23). Evry søker om børsnotering. Retrieved Januar 19, 2018, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/05/23/0731/Teknologi/evry-soker-om-borsnotering>
- DN. (2017b, Desember 14). Norges Bank: Slik blir utviklingen i renten fremover. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.dn.no/nyheter/2017/12/14/1035/Makroekonomi/norges-bank-slik-blir-utviklingen-i-renten-fremover>
- DN Investor. (2018). EVRY. Retrieved Mai 25, 2018, from [https://investor.dn.no/?&\\_ga=2.116681028.37491981.1526990369-2101736939.1521391715#!/Aksje/S262/EVRY/EVRY](https://investor.dn.no/?&_ga=2.116681028.37491981.1526990369-2101736939.1521391715#!/Aksje/S262/EVRY/EVRY)
- DNB Markets. (2018). Økonomiske utsikter januar 2018. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.dnb.no/portalfront/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR180124.pdf>
- E24. (2016a, Juni 7). World Economic Forum: Norge i IKT-toppen. Retrieved Januar 29, 2018, from <https://e24.no/naeringsliv/digitalisering/ny-world-economic-forum-rapport-norge-fjerde-beste-ikt-land-i-verden/23732529>
- E24. (2016b, Juli 2). IKT Norge: Stadig flere datasenter-giganter ser mot Norge. Retrieved Februar 12, 2018, from <https://e24.no/digital/facebook/ikt-norge-stadig-flere-datasenter-giganter-ser-mot-norge/23727572>
- E24. (2017a, Juni 21). IT-giganten Evry tilbake på børs: – Vi har snudd skuten. e24.no. Retrieved Januar 19, 2018, from <https://e24.no/boers-og-finans/boersnotering/it-giganten-evry-tilbake-paa-boers-vi-har-snudd-skuten/24078577>
- E24. (2017b, Juni 6). Forvalter om Evry-retur til Oslo Børs: – Ikke et «must» å bli med. Retrieved Januar 22, 2018, from <https://e24.no/boers-og-finans/boersnotering/evry-retur-til-tredobbel-pris-ikke-et-must-aa-bli-med/24022731>
- E24. (2017c, September 7). Sverige tviholder på negativ rente. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://e24.no/boers-og-finans/riksbanken/sverige-tviholder-paa-negativ-rente/24135638>
- E24. (2017d, Desember 30). – Et uvanlig år for kronkursen. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://e24.no/makro-og-politikk/valuta/valutaekspertes-bommet-paa-kronen-et-uvanlig-aar-for-kronkursen/24218624>
- E24. (2017e, Desember 10). Fersk rapport: Dette er de største digitale truslene mot bedriftene. Retrieved Februar 3, 2018, from <https://e24.no/digital/datakriminalitet/fersk-rapport-dette-er-de-stoerste-digitale-truslene-mot-bedriftene/24204906>
- E24. (2018, Januar 20). Ser fem grunner til at kronen skal bli sterkere. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://e24.no/makro-og-politikk/valuta/kronehopp-paa-nyaaret-ser-fem-grunner-til-billigere-utenlandsferie-i-aar/24236745>
- ethereum.no. (2016, Mars 14). Hva er Blockchain? Retrieved Februar 3, 2018, from <http://www.ethereum.no/blog/hva-er-blockchain>
- EUGDPR.org. (u.d.). GDPR Key Changes. Retrieved Januar 26, 2018, from <https://www.eugdpr.org/key-changes.html>



- EVRY. (2012, Mars 17). Norges største IT-selskap bytter navn til EVRY. Retrieved Januar 18, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/pressemeldinger/norges-storste-it-selskap-bytter-navn-til-evry-1594934/>
- EVRY. (2015). Nordmenn bekymret for personvern og datalagring. Retrieved Januar 29, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/artikler/nordmenn-bekymret-for-personvern-og-datalagring/>
- EVRY. (2017a). *Årsrapport 2016*. Hentet Januar 17, 2018 fra <https://investor.evry.com/static-files/dd657e34-596c-4dd7-9cae-bb3fac099d2b>
- EVRY. (2017b, April 3). EVRY investerer i kognitive løsninger og utvider partnerskapet med IBM. Retrieved Februar 15, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/artikler/evry-investerer-i-kognitive-losninger-og-utvider-partnerskapet-med-ibm/>
- EVRY. (2017c). PSD2, direktivet som vil endre bankvirksomheten slik vi kjenner den. Retrieved Januar 27, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/artikler/psd2-the-directive-that-will-change-banking-as-we-know-it/>
- EVRY. (2018a). *Årsrapport 2017*. Hentet April 25, 2018 fra <https://investor.evry.com/static-files/eab226cb-0924-4438-85c7-f36752025700>
- EVRY. (2018b). Om EVRY. Retrieved Januar 17, 2018, from <https://www.evry.com/no/selskapet/om-oss2/om-evry/>
- EVRY. (2018c). Historie. Retrieved Januar 19, 2018, from <https://www.evry.com/no/selskapet/om-oss2/historie/>
- EVRY. (2018d). Vision and values. Retrieved Januar 23, 2018, from <https://www.evry.com/no/selskapet/om-oss2/vision-and-values/>
- EVRY. (2018e). Et komplett tjenestetilbud. Retrieved Januar 23, 2018, from <https://www.evry.com/no/bransjer-og-tjenester/bransjer/financialservices/tjenestetilbud/>
- EVRY. (2018f). *Interim Report for Q4 2017 and preliminary full year 2017*. Retrieved Februar 10, 2018, from <https://www.evry.com/globalassets/evryreports/2017/evry-asa---q4-2017-report.pdf>
- EVRY. (2018g). Om oss (EVRY Sverige). Retrieved Januar 25, 2018, from <https://www.evry.com/sv/foretaget/om-oss2/evry/>
- EVRY. (2018h, Mai). EVRY ASA Webcast Q1 2018. Oslo. Retrieved Mai 10, 2018, from <http://webtv.hegna.no/presentation.php?webcastId=83479721>
- EVRY. (2018i). Datasikkerhet. Retrieved Februar 3, 2018, from <https://www.evry.com/no/bransjer-og-tjenester/tjenester/infrastruktur/tjenester/sikkerhet/datasikkerhet/>
- EVRY. (2018j). GDPR – baner veien for nye forretningsmuligheter. Retrieved Februar 11, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/artikler/the-gdpr--creating-new-business-opportunities/>
- EVRY. (2018k). Banktjenester via blockchain. Retrieved Februar 13, 2018, from <https://www.evry.com/no/media/artikler/banktjenester-via-blockchain/>
- EVRY. (2018l). Grønn IT. Retrieved Februar 13, 2018, from <https://www.evry.com/no/innsikt/miljo-og-it/gronn-it/>
- EVRY. (2018m, Mai 4). Ex dividend NOK 1.25 today. Retrieved Mai 20, 2018, from <https://investor.evry.com/news-stock-exchange-notices/stock-exchange-notices>

- EVRY. (u.d.). EVRY Cloud Services: Fra nødvendighet til mulighet. Retrieved Februar 15, 2018, from <https://www.evry.com/no/bransjer-og-tjenester/key-services/evry-cloud-services/evry-cloud-partnerships/>
- Finans Norge. (u.d.). PSD2 eller betalingstjenestedirektivet. Retrieved Januar 26, 2018, from <https://www.finansnorge.no/tema/bank/psd2-eller-betalingsstjenestedirektivet/>
- Finlands Bank. (2018). Interest rates. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.suomenpankki.fi/en/Statistics/interest-rates/>
- Forbes. (2017, Februar 10). The Complete Beginner's Guide To FinTech In 2017. Retrieved Februar 3, 2018, from <https://www.forbes.com/sites/bernardmarr/2017/02/10/a-complete-beginners-guide-to-fintech-in-2017/#7519efe53340>
- Gartner. (2017a, Oktober 3). Gartner Top 10 Strategic Technology Trends for 2018. Retrieved Januar 31, 2018, from <https://www.gartner.com/smarterwithgartner/gartner-top-10-strategic-technology-trends-for-2018/>
- Gartner. (2017b, Desember 21). Gartner Predictions for the Future of Supply Chain Operations in 2018. Retrieved Februar 1, 2018, from <https://www.gartner.com/smarterwithgartner/gartner-predictions-for-the-future-of-supply-chain-operations-in-2018/>
- Hegnar.no. (2018, Mai 4). DNB Markets ser stor oppside i Evry. Retrieved Mai 25, 2018, from <https://www.hegнар.no/Nyheter/Boers-finans/2018/05/DNB-Markets-ser-stor-oppside-i-Evry>
- IASPlus. (2018). IAS 17 — Leases. Retrieved Mars 2, 2018, from <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>
- IKT-Norge. (2017). IKT-Norges kompetanseundersøkelse 2017. Retrieved Januar 29, 2018, from <https://www.ikt-norge.no/wp-content/uploads/2017/12/ikt-norges-kompetanseundersokelse-2017-1.pdf>
- IKT-Norge. (u.d.). Grønn IT. Retrieved Februar 13, 2018, from <https://www.ikt-norge.no/bransjenormer-guider/gronn-it/>
- IMF. (u.d.). Real GDP growth. Retrieved Januar 28, 2018, from [http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/NOR/SWE/FIN/DNK/ISL](http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/NOR/SWE/FIN/DNK/ISL)
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Khrono.no. (2017, Desember 20). NTNU får flest studieplasser og stipendiater innen ikt. Retrieved Januar 29, 2018, from <https://khrono.no/ntnu-it-studieplasser-bovim/ntnu-far-flest-studieplasser-og-stipendiater-innen-it/204972>
- Kjerkreit, O. (2007). Regnskapsanalyse og verdsettelse av IT- selskaper. Retrieved Februar 9, 2018, from [https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse\\_og\\_verdsettelse\\_av\\_it\\_selskaper](https://www.idunn.no/pof/2007/02/regnskapsanalyse_og_verdsettelse_av_it_selskaper)
- Knivsflå, K. (2017a). BUS440 - Forelesning 16.
- Knivsflå, K. (2017b). BUS440 - Forelesning 21.
- Knivsflå, K. H. (2017c). BUS440 - Forelesning 1.
- Knivsflå, K. H. (2017d). BUS440 - Forelesning 2.
- Knivsflå, K. H. (2017e). BUS440 - Forelesning 3.
- Knivsflå, K. H. (2017f). BUS440 - Forelesning 6.

- Knivsflå, K. H. (2017g). BUS440 - Forelesning 5.
- Knivsflå, K. H. (2017h). BUS440 - Forelesning 8.
- Knivsflå, K. H. (2017i). BUS440 - Forelesning 9.
- Knivsflå, K. H. (2017j). BUS440 - Forelesning 15.
- Knivsflå, K. H. (2017k). BUS440 - Forelesning 10.
- Knivsflå, K. H. (2017l). BUS440 - Forelesning 14.
- Knivsflå, K. H. (2017m). BUS440 - Forelesning 13.
- Knivsflå, K. H. (2017n). BUS440 - Forelesning 17.
- Knivsflå, K. H. (2017o). BUS440 - Forelesning 18.
- Knivsflå, K. H. (2018). BUS440 - Forelesning 10.
- Knowit. (2018). *Annual Report 2017*. Knowit. Retrieved Mai 2, 2018, from <https://www.knowit.no/globalassets/om-knowit2/finansrapporter/financial-reports---english/annual-report-2017.pdf>
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & Cichello, M. (2015). *Valutation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Kraftnytt.no. (2018, Januar 18). Ny industri bør se til Norden. Retrieved Februar 13, 2018, from <http://kraftnytt.no/2018/01/18/ny-industri-bor-se-til-norden/>
- Lien, L. B., Knudsen, E. S., & Baardsen, T. (2016). *Strategiboken*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lovdata. (2007, Juni 29). Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Retrieved Mai 25, 2018, from [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL\\_2-1#%C2%A73-3](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75/KAPITTEL_2-1#%C2%A73-3)
- Magma. (2001). Verdsetting av høyteknologibedrifter. Retrieved Februar 9, 2018, from <https://www.magma.no/verdsetting-av-hoeyteknologibedrifter>
- McKinsey. (2017). *Shaping the future of work in Europe's 9 digital front-runner countries*. McKinsey. Retrieved Februar 12, 2018, from <https://www.mckinsey.com/featured-insights/europe/shaping-the-future-of-work-in-europes-nine-digital-front-runner-countries>
- Menon Business Economics. (2015). *Den norske IKT-næringens*. Menon Business Economics. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://ikt-norge.no/wp-content/uploads/2015/05/Den-norske-IKT-n%C3%A6ringens-verdiskapingsbidrag-rapport-2015.pdf>
- Menon Business Economics. (2017). Fintech: En internasjonal sammenligning av finansiell teknologi. Retrieved Februar 3, 2018, from <https://www.menon.no/wp-content/uploads/2017-40-En-internasjonalt-sammenligning-av-finansiell-teknologi.pdf>
- Microsoft. (2018). Microsoft University partnere 2018. Retrieved Februar 14, 2018, from <https://www.microsoft.com/nb-no/about/university/partnere.aspx>
- Moody's. (2018). EVRY. Retrieved Mars 13, 2018, from [https://www.moody's.com/research/Moodys-assigns-PB1-CFR-to-Lyngen-Midco-AS-EVRY-Outlook--PR\\_317955](https://www.moody's.com/research/Moodys-assigns-PB1-CFR-to-Lyngen-Midco-AS-EVRY-Outlook--PR_317955)
- NITO. (2018, Januar 17). Ny regjering, ny retning? Flere gode planer, men dobbeltkommuniserer om den norske modellen. Retrieved Januar 30, 2018, from <https://www.nito.no/aktuelt/2018/1/regjeringsplattformen-ny-regjering-ny-retning-flere-gode-planer-men-dobbelkommuniserer-om-den-norske-modellen/>

- Norges Bank. (2018a). Styringsrenten. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (2018b). Valutakurser. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>
- Norges Bank. (2018c). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Retrieved Mars 15, 2018, from <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Noroff. (2016, April 14). Derfor bør du vurdere IT-utdanning. Retrieved Februar 3, 2018, from <https://www.noroff.no/nyheter/it-sikkerhet/370-derfor-bor-du-vurdere-it-utdanning>
- NorSIS. (2017, November 24). Ny rapport om nordmenn og digital sikkerhetskultur. Retrieved Februar 11, 2018, from <https://norsis.no/rapport-nordmenn-digital-sikkerhetskultur/>
- Oracle. (2018). Measuring Variable Effects with the Tornado Analysis Tool. Retrieved Mai 5, 2018, from [https://docs.oracle.com/cd/E57185\\_01/CYBUG/ch09s03.html](https://docs.oracle.com/cd/E57185_01/CYBUG/ch09s03.html)
- Oslo Børs. (2018). EVRY. Retrieved Mai 25, 2018, from <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/EVRY.OSE/overview>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. Hampshire: Cengage Learning.
- Pareto Securities. (2018). EVRY. Retrieved Mai 25, 2018, from [http://www.paretosec.no/?gclid=CjwKCAjw\\_47YBRBxEiwAYuKdw8XxChRbD-g\\_TDeBZjGjjfGMvwZNwE6ZKsLIDLZVHZGLA9LeSJPSARoCidoQAvD\\_BwE](http://www.paretosec.no/?gclid=CjwKCAjw_47YBRBxEiwAYuKdw8XxChRbD-g_TDeBZjGjjfGMvwZNwE6ZKsLIDLZVHZGLA9LeSJPSARoCidoQAvD_BwE)
- Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. København: Fagbokforlaget.
- Proff Forvalt. (u.d.). Registrerte foretak. Retrieved Februar 12, 2018, from [https://www.forvalt.no/Default.aspx?gclid=EAIAIQobChMIv8jIvdnD2wIVD9myCh3Q9wbtE AAYASAAEgLZ0\\_D\\_BwE](https://www.forvalt.no/Default.aspx?gclid=EAIAIQobChMIv8jIvdnD2wIVD9myCh3Q9wbtE AAYASAAEgLZ0_D_BwE)
- PwC. (2016, April). Ny IFRS-standard for regnskapsføring av leieavtaler. Retrieved Mars 3, 2018, from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/ifrs/regnskapsforing-av-leieavtaler.pdf>
- PwC. (2018). Risikopremien i det norske markedet 2017. Retrieved Mars 15, 2018, from <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2017.html>
- Radar. (2017a). *Market shares Norway, Sweden and Denmark*. Stockholm: Radar Ecosystem Specialists.
- Radar. (2017b). *EVRY - Vendor Profile Worldwide*. Sitsi Market Research.
- Regjeringen.no. (2016, April 15). Digital agenda for Norge: IKT for en enklere hverdag. Retrieved Januar 27, 2018, from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/digital-agenda-for-norge--ikt-for-en-enklere-hverdag/id2484184/>
- Regjeringen.no. (2017, Mars 31). Meld. St. 27 (2016–2017). *Industrien – grønnere, smartere og mer nyskapende*. Retrieved Februar 18, 2018, from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-27-20162017/id2546209/sec1>

- Roos, G., Krogh, G. v., & Roos, J. (2005). *Strategi - en innføring*. Fagbokforlaget.
- Skatteetaten. (2017). Håndbok: Skatte-ABC. Retrieved Februar 28, 2018, from <https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/#x258197>
- SSB. (2017a, August 23). Hva er egentlig BNP? Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/hva-er-egentlig-bnp>
- SSB. (2017b, August 29). Halvparten av norske føretak kjøper nettskytenester. Retrieved Februar 2, 2018, from <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/halvparten-av-norske-foretak-kjoper-nettskytenester>
- SSB. (2017c, Mai 19.). Norge i Eurotoppen på digitale ferdigheter. Retrieved Februar 11, 2018, from <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/artikler-og-publikasjoner/norge-i-eurotoppen-pa-digitale-ferdigheter>
- SSB. (2018a). Standard for næringsgruppering (SN). Retrieved Februar 1, 2018, from <https://www.ssb.no/klass/klassifikasjoner/6>
- SSB. (2018b, April 25). Informasjon og kommunikasjon, strukturstatistikk. Retrieved April 29, 2018, from <https://www.ssb.no/stinfokom>
- Store Norske Leksikon. (2018a, Januar 29). informasjons- og kommunikasjonsteknologi. Retrieved Februar 1, 2018, from [https://snl.no/informasjons-\\_og\\_kommunikasjonsteknologi](https://snl.no/informasjons-_og_kommunikasjonsteknologi)
- Store Norske Leksikon. (2018b, Januar 20). Kunstig intelligens. Retrieved Januar 31, 2018, from [https://snl.no/kunstig\\_intelligens](https://snl.no/kunstig_intelligens)
- Store Norske Leksikon. (2018c, Mars 3). Bank. Retrieved Mars 9, 2018, from <https://snl.no/bank>
- Sveriges Riksbank. (2018). Reporänta, in- och utlåningsränta. Retrieved Januar 28, 2018, from <https://www.riksbank.se/sv/statistik/sok-rantor--valutakurser/reporanta-in--och-utlaningsranta/>
- TechTarget. (u.d.). Retrieved Februar 3, 2018, from <https://searchdatacenter.techtarget.com/definition/infrastructure>
- Telenor. (2018, Januar 21). Gode muligheter i store datasentre. Retrieved Februar 1, 2018, from <https://www.telenor.no/om/teknologi-norge/muligheter.jsp>
- Telia. (2018). Edge Computing avlaster skyen. Retrieved Februar 2, 2018, from <https://telia.no/bedriftsmagasinet/edge-computing-avlaster-skyen>
- Tieto. (2017, Juni 8). Cloud Maturity Index 2017: Norske virksomheter kommer seg ikke raskt nok opp i skyen – taper konkurransekraft til Sverige og Finland. Retrieved Februar 2, 2018, from <https://www.tieto.no/nyheter/cloud-maturity-index-2017-norske-virksomheter-kommer-seg-ikke-raskt-nok-opp-i-skyen>
- Tieto. (2018). *Annual Report 2017*. Tieto. Retrieved Mai 2, 2018
- TU.no. (2014, Juni 4). Bedriftene synes egen IT-avdeling er for treg. Retrieved Februar 14, 2018, from <https://www.tu.no/artikler/bedriftene-synes-egen-it-avdeling-er-for-treg/225582>

## Kapittel 15 - Figur-, formel-, og tabelloversikt

### Figuroversikt

<i>Figur 2-1: Aksjekursutvikling EVRY (Oslo Børs, 2018)</i> .....	6
<i>Figur 2-2: Antall foretak, sysselsatte og omsetning i bransjen</i> .....	12
<i>Figur 2-3: Utvikling i BNP i de nordiske landene (IMF, u.d.)</i> .....	19
<i>Figur 2-4: Utvikling i den norske styringsrenten (Norges Bank, 2018a)</i> .....	20
<i>Figur 2-5: Utvikling i rentenivå i de nordiske landene</i> .....	21
<i>Figur 2-6: Vekslingskurser for EUR, GBP og USD mot NOK (Norges Bank, 2018b)</i> .....	22
<i>Figur 2-7: Vekslingskurser for DKK og SEK mot NOK (Norges Bank, 2018b)</i> .....	22
<i>Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse</i> .....	32
<i>Figur 4-1: Oppsummering PESTEL-analyse</i> .....	40
<i>Figur 4-2: Porters femkraftsmodell (Porter, 1979)</i> .....	40
<i>Figur 4-3: Oppsummering Porter-analyse</i> .....	45
<i>Figur 4-4: Oppsummering SWOT-analyse</i> .....	56
<i>Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse</i> .....	57
<i>Figur 5-2: Steg to til fire i omgrupperingen av balansen</i> .....	69
<i>Figur 5-3: Rammeverk for forholdstallsanalyse</i> .....	81
<i>Figur 7-1: Historisk utvikling i egenkapitalkrav for EVRY og bransjen</i> .....	108
<i>Figur 7-2: Historisk utvikling i netto driftskrav for EVRY og bransjen</i> .....	109
<i>Figur 8-1: Dekkomponering av strategisk fordel</i> .....	111
<i>Figur 8-2: Utviklingen i EVRYs egenkapitalkrav og egenkapitalrentabilitet</i> .....	112
<i>Figur 8-3: Utviklingen i EVRYs netto driftsrentabilitet og netto driftskrav</i> .....	114
<i>Figur 8-4: Utviklingen i EVRYs og bransjens netto driftsmargin</i> .....	116
<i>Figur 8-5: Dekkomponering av strategisk fordel</i> .....	126
<i>Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap</i> .....	127
<i>Figur 9-2: Budsjettmodellen</i> .....	131
<i>Figur 10-1: Fremtidig strategisk fordel</i> .....	152
<i>Figur 10-2: Fremtidig strategisk ren driftsfordel</i> .....	153
<i>Figur 11-1: Verdikonvergering</i> .....	165
<i>Figur 11-2: Fordelingen til verdiestimatet per aksje</i> .....	171
<i>Figur 11-3: Sannsynligheten for underprising</i> .....	172
<i>Figur 11-4: Oppsidepotensial for aksjeverdien</i> .....	173
<i>Figur 11-5: Nedsiderisiko for aksjeverdien</i> .....	173
<i>Figur 11-6: Variasjonsanalyse</i> .....	174
<i>Figur 11-7: Tornadoanalyse</i> .....	175
<i>Figur 11-8: Sensitivitet</i> .....	179

## Formeloversikt

Formel 5-1: Driftsskattesats ( <i>dss</i> ).....	67
Formel 5-2: Bokført verdi av leiekapital.....	76
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1 .....	83
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2 .....	84
Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	84
Formel 6-4: Rentedekningsgrad.....	85
Formel 6-5: Egenkapitalprosent .....	88
Formel 6-6: Netto driftsrentabilitet.....	89
Formel 7-1: Netto driftskrav (WACC) .....	95
Formel 7-2: Avkastningskrav til egenkapitalen (CAPM).....	96
Formel 7-3: Avkastningskrav til egenkapitalen + illikviditetspremie.....	96
Formel 7-4: Finansielt gjeldskrav.....	96
Formel 7-5: Finansiell gjeldsbeta.....	97
Formel 7-6: Risikofri rente etter skatt.....	97
Formel 7-7: Markedsrisikopremien .....	98
Formel 7-8: Egenkapitalbeta .....	99
Formel 7-9: Justert egenkapitalbeta .....	100
Formel 7-10: Justert netto driftsbeta .....	100
Formel 7-11: Egenkapitalbeta .....	100
Formel 7-12: Årlig egenkapitalbeta.....	101
Formel 7-13: Finansielt eiendelskrav .....	104
Formel 7-14: Netto finansielt gjeldskrav .....	106
Formel 8-1: Strategisk fordel.....	110
Formel 8-2: Dekomponering av strategisk fordel .....	113
Formel 8-3: Dekomponering av driftsfordel .....	114
Formel 8-4: Dekomponering av ressursfordel.....	116
Formel 8-5: Dekomponering av finansieringsfordel.....	122
Formel 8-6: Dekomponering av netto finansiell gjeldsfordel .....	123
Formel 8-7: Finansiell gjeldsfordel .....	123
Formel 8-8: Finansiell eiendelsfordel.....	124
Formel 8-9: Finansieringsfordel minoritetsinteresser .....	124
Formel 9-1: Egenkapitalvekst .....	128
Formel 9-2: Budsjettering av driftsinntekter.....	131
Formel 9-3: Driftsinntektsvekst i 2018.....	132
Formel 9-4: Budsjettering av netto driftseiendeler .....	134
Formel 9-5: Budsjettering av netto driftsresultat.....	135
Formel 9-6: Budsjettering av netto driftsmargin i steady state.....	136
Formel 9-7: Budsjettering av finansiell gjeld .....	136
Formel 9-8: Budsjettering av finansielle eiendeler.....	137
Formel 9-9: Budsjettering av netto finanskostnad .....	138
Formel 9-10: Budsjettering av netto finansinntekt.....	138
Formel 9-11: Netto betalt utbytte.....	139
Formel 9-12: Earnings per share (EPS).....	140
Formel 9-13: Residual beregning av egenkapital .....	141
Formel 10-1: Egenkapitalkrav via CAPM .....	143
Formel 10-2: Netto finansielt gjeldskrav .....	146
Formel 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE).....	156
Formel 11-2: Superprofitt til egenkapitalen (SPE).....	157
Formel 11-3: Superprofittmodellen (SPE).....	157
Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen .....	158

<i>Formel 11-5: Verdien av egenkapitalen ved netto driftskapitalmetoden .....</i>	<i>159</i>
<i>Formel 11-6: Verdien av egenkapitalen ved sysselsatt kapitalmetoden.....</i>	<i>161</i>
<i>Formel 11-7: Verdi av egenkapital justert for kortsiktig konkursrisiko.....</i>	<i>167</i>
<i>Formel 11-8: Verdi av egenkapital justert for kortsiktig konkursrisiko.....</i>	<i>167</i>
<i>Formel 12-1: Multiplikatoren P/B og verdi av egenkapital.....</i>	<i>182</i>
<i>Formel 12-2: Multiplikatoren P/E og verdi av egenkapital.....</i>	<i>183</i>
<i>Formel 12-3: Multiplikatoren EV/EBIT og verdi av egenkapital.....</i>	<i>184</i>
<i>Formel 12-4: Multiplikator basert på regresjonsanalysen .....</i>	<i>185</i>
<i>Formel 13-1: Flytting av estimatet frem i tid.....</i>	<i>190</i>



## Tabelloversikt

Tabell 2-1: Oversikt over de ti største IT-leverandørene i Norge, Sverige og Danmark pr. 2016.....	10
Tabell 2-2: Markedsandeler for bransjeutvalget i de nordiske landene .....	15
Tabell 4-1: Oppsummering SVIMA-analyse .....	53
Tabell 4-2: Oppsummering strategisk fordel .....	55
Tabell 5-1: Resultatregnskap for EVRY .....	60
Tabell 5-2: Balanseoppstilling for EVRY.....	61
Tabell 5-3: Endring i egenkapital for EVRY.....	61
Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat for EVRY .....	63
Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt for EVRY.....	63
Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt for EVRY.....	63
Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat før skatt for EVRY.....	65
Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat for EVRY.....	65
Tabell 5-9: Selskapsskattesats.....	66
Tabell 5-10: Netto finanskostnader for EVRY.....	66
Tabell 5-11: Netto finansinntekter for EVRY .....	66
Tabell 5-12: Unormalt netto finansresultat for EVRY .....	67
Tabell 5-13: Netto driftsresultat for EVRY.....	67
Tabell 5-14: Unormalt netto driftsresultat for EVRY.....	68
Tabell 5-15: Fordeling av EVRYs skattekostnad .....	68
Tabell 5-16: EVRYs totalbalanse .....	72
Tabell 5-17: Sysselsatt kapitalbalanse for EVRY.....	73
Tabell 5-18: Netto driftskapital balanse for EVRY .....	73
Tabell 5-19: Omgruppert resultatregnskap for EVRY .....	74
Tabell 5-20: Omgruppert balanse for EVRY.....	74
Tabell 5-21: Gjennomsnittlige utgifter til operasjonell leie og gjennomsnittlig rente .....	76
Tabell 5-22: Effekt av leiejustering i balansen .....	77
Tabell 5-23: Effekt av leiejustering i resultatet.....	77
Tabell 5-24: Justert resultatregnskap for EVRY.....	78
Tabell 5-25: Justert totalbalanse for EVRY .....	79
Tabell 5-26: Justert sysselsatt kapital balanse for EVRY .....	79
Tabell 5-27: Justert netto driftskapital balanse for EVRY .....	80
Tabell 5-28: Justert fri kontantstrøm til EVRY .....	80
Tabell 5-29: Tidsvekting for analyseperioden.....	81
Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for EVRY og bransjen.....	83
Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for EVRY og bransjen.....	84
Tabell 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad for EVRY og bransjen.....	85
Tabell 6-4: Rentedekningsgrad for EVRY og bransjen .....	85
Tabell 6-5: Justert fri kontantstrøm til EVRY .....	86
Tabell 6-6: Egenkapitalprosent for EVRY og bransjen.....	88
Tabell 6-7: Endring i egenkapital for EVRY .....	89
Tabell 6-8: Netto driftsrentabilitet for EVRY og bransjen .....	89
Tabell 6-9: Statisk finansieringsmatrise for EVRY .....	90
Tabell 6-10: Statisk finansieringsmatrise for bransjen .....	91
Tabell 6-11: Syntetisk rating.....	92
Tabell 6-12: Syntetisk rating for EVRY.....	92
Tabell 6-13: Syntetisk rating for bransjen .....	93
Tabell 6-14: Syntetisk rating basert på ujusterte tall, EVRY .....	93
Tabell 6-15: Syntetisk rating basert på ujusterte tall, bransje .....	94
Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt .....	98
Tabell 7-2: Markedsrisikopremie.....	99

<i>Tabell 7-3: Årlig egenkapitalbeta for EVRY</i>	101
<i>Tabell 7-4: Egenkapitalkrav etter skatt for EVRY</i>	103
<i>Tabell 7-5: Minoritetsinteressekrav etter skatt for EVRY</i>	103
<i>Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav</i>	103
<i>Tabell 7-7: Finansielt gjeldsbeta</i>	104
<i>Tabell 7-8: Finansielt eiendelskrav etter skatt</i>	105
<i>Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta</i>	105
<i>Tabell 7-10: Netto finansielt gjeldskrav</i>	106
<i>Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta</i>	106
<i>Tabell 7-12: Netto driftskrav (WACC)</i>	107
<i>Tabell 7-13: Netto driftsbeta</i>	107
<i>Tabell 7-14: Bransjens avkastningskrav</i>	107
<i>Tabell 7-15: Historiske avkastningskrav for EVRY og bransjen</i>	108
<i>Tabell 8-1: Superrentabilitet, EVRY</i>	112
<i>Tabell 8-2: Superrentabilitet, bransjen</i>	112
<i>Tabell 8-3: Strategisk fordel drift (ren driftsfordel), EVRY</i>	113
<i>Tabell 8-4: Bransjefordel</i>	115
<i>Tabell 8-5: Ressursfordel drift</i>	115
<i>Tabell 8-6: Marginfordel, EVRY</i>	116
<i>Tabell 8-7: "Common size" resultat for EVRY og bransjen</i>	117
<i>Tabell 8-8: Oppsummering av marginfordel</i>	119
<i>Tabell 8-9: Omløpsfordel</i>	119
<i>Tabell 8-10: Kravfordel</i>	121
<i>Tabell 8-11: Gearingfordel drift</i>	121
<i>Tabell 8-12: Oppsummering av samlet driftsfordel for EVRY</i>	122
<i>Tabell 8-13: Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	123
<i>Tabell 8-14: Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	124
<i>Tabell 8-15: Finansieringsfordel minoritetsinteresser</i>	125
<i>Tabell 8-16: Oppsummering av finansieringsfordel</i>	125
<i>Tabell 9-1: Historisk driftsinntektsvekst, EVRY</i>	128
<i>Tabell 9-2: Historisk driftsinntektsvekst, bransjen</i>	128
<i>Tabell 9-3: Historisk egenkapitalvekst, EVRY</i>	129
<i>Tabell 9-4: Historisk egenkapitalvekst, bransjen</i>	129
<i>Tabell 9-5: Budsjettering av driftsinntekter</i>	133
<i>Tabell 9-6: Budsjettering av netto driftseiendeler</i>	135
<i>Tabell 9-7: Budsjettering av netto driftsresultat</i>	136
<i>Tabell 9-8: Budsjettering av netto finansiell gjeld</i>	138
<i>Tabell 9-9: Budsjettering av netto finanskostnad</i>	139
<i>Tabell 9-10: Fremtidsresultat</i>	140
<i>Tabell 9-11: Earnings per share (EPS)</i>	140
<i>Tabell 9-12: Fremtidsbalanse, sysselsatt kapital</i>	141
<i>Tabell 9-13: Fremtidsbalanse, netto driftskapital</i>	141
<i>Tabell 9-14: Fremtidig fri kontantstrøm</i>	142
<i>Tabell 10-1: Fremtidig risikofri rente</i>	144
<i>Tabell 10-2: Fremtidig egenkapitalbeta</i>	145
<i>Tabell 10-3: Egenkapitalkrav</i>	145
<i>Tabell 10-4: Minoritetskrav</i>	146
<i>Tabell 10-5: Syntetisk fremtidsrating</i>	147
<i>Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav</i>	147
<i>Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta</i>	148
<i>Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav</i>	148
<i>Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta</i>	149
<i>Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldskrav</i>	149

<i>Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta</i> .....	150
<i>Tabell 10-12: Sysselsatt kapitalkrav</i> .....	150
<i>Tabell 10-13: Netto driftskrav</i> .....	150
<i>Tabell 10-14: Netto driftsbeta</i> .....	151
<i>Tabell 10-15: Fremtidig strategisk fordel (ekr - ekk)</i> .....	152
<i>Tabell 10-16: Driftsfordel</i> .....	153
<i>Tabell 11-1: Fri kontantstrømmodellen (FKE)</i> .....	156
<i>Tabell 11-2: Superprofittmodellen (SPE)</i> .....	157
<i>Tabell 11-3: Superprofittvekstmodellen</i> .....	158
<i>Tabell 11-4: Fri kontantstrømmodellen (FKD) via netto driftskapital metoden</i> .....	160
<i>Tabell 11-5: Superprofittmodellen (SPD) via netto driftskapital metoden.</i> .....	160
<i>Tabell 11-6: Superprofittvekstmodellen via netto driftskapital metoden.</i> .....	161
<i>Tabell 11-7: Fri kontantstrømmodellen (FKS) via sysselsatt kapitalmetoden</i> .....	162
<i>Tabell 11-8: Superprofittmodellen (SPS) via sysselsatt kapitalmetoden</i> .....	162
<i>Tabell 11-9: Superprofittvekstmodellen via sysselsatt kapitalmetoden</i> .....	163
<i>Tabell 11-10: Oppsummering av første verdierstatimant</i> .....	164
<i>Tabell 11-11: Oppsummering av første verdierstatimant per aksje</i> .....	164
<i>Tabell 11-12: Verdikonvergering</i> .....	165
<i>Tabell 11-13: Fundamentalt Pris/Bok-forhold</i> .....	165
<i>Tabell 11-14: Fundamentalt Pris/Fortjeneste-forhold</i> .....	166
<i>Tabell 11-15: Historiske std.avvik for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, og omløpet til netto driftseiendeler for EVRY og for bransjen</i> .....	168
<i>Tabell 11-16: Forventningsverdi, std.avvik og fordeling for driftsinntektsvekst</i> .....	169
<i>Tabell 11-17: Forventningsverdi, std.avvik og fordelin for netto driftsmargin</i> .....	169
<i>Tabell 11-18: Forventningsverdi, std.avvik og fordelin for omløpet til netto driftseiendeler</i> .....	169
<i>Tabell 11-19: Forventningsverdi, std.avvik og fordelin for NIBOR-renten, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og finansiell gjeldsdel.</i> .....	170
<i>Tabell 11-20: Prosentvis endring i onde i steady state</i> .....	176
<i>Tabell 11-21: Prosentvis endring i netto driftsmargin på mellomlang sikt (2023)</i> .....	177
<i>Tabell 11-22: Prosentvis endring i onde i 2018</i> .....	177
<i>Tabell 11-23: Prosentvis endring i driftsinntektsveksten på mellomlang sikt (2026)</i> .....	178
<i>Tabell 12-1: Markedsverdi egenkapitalen for komparative selskap.</i> .....	181
<i>Tabell 12-2: P/B multiplikator for EVRY og komparative virksomheter</i> .....	183
<i>Tabell 12-3: P/E-multiplikator for EVRY og komparative virksomheter</i> .....	184
<i>Tabell 12-4: EV/EBIT multiplikator for EVRY og komparative virksomheter</i> .....	185
<i>Tabell 12-5: P/B-, P/E-, og EV/EBIT-multiplikatorene justert med regresjon.</i> .....	185
<i>Tabell 12-6: Komparativt verdierstatimant basert på justert Pris/Bok og justert Pris/Fortjeneste</i> .....	186
<i>Tabell 13-1: Endelig verdierstatimant basert på vektin av fundamental og komparativ verdierstatimant</i> .....	187
<i>Tabell 13-2: Pris/Bok basert på endelig verdierstatimant</i> .....	188
<i>Tabell 13-3: Pris/Fortjeneste basert på endelig verdierstatimant</i> .....	188

## Kapittel 16 – Vedlegg

### Vedlegg 1 – Justert og omgruppert bransjetall

Justert og omgruppert resultatregnskap		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Driftsinntekter	48679,4	50222,0	53091,6	57191,0	59338,1	62966,2
-	Driftskostnader	45050,5	46438,1	49849,7	53591,4	54888,5	57960,3
=	<b>Driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>3628,9</b>	<b>3783,8</b>	<b>3241,9</b>	<b>3599,5</b>	<b>4449,5</b>	<b>5005,9</b>
-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	955,3	995,0	850,9	943,0	1178,4	1324,1
=	<b>Netto driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>2673,6</b>	<b>2788,9</b>	<b>2391,0</b>	<b>2656,6</b>	<b>3271,2</b>	<b>3681,8</b>
+	Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	70,0	73,9	68,6	52,5	45,0	47,5
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>2743,6</b>	<b>2862,8</b>	<b>2459,7</b>	<b>2709,1</b>	<b>3316,1</b>	<b>3729,3</b>
+	Netto finansinntekt	108,4	87,9	81,0	66,3	72,5	32,8
=	<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>2852,0</b>	<b>2950,8</b>	<b>2540,7</b>	<b>2775,3</b>	<b>3388,6</b>	<b>3762,1</b>
-	Netto finanskostnad	1208,9	1234,8	614,0	925,1	1013,0	1043,4
-	Netto minoritetsresultat	6,5	4,5	8,2	8,1	6,3	8,0
=	<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1636,6</b>	<b>1711,5</b>	<b>1918,4</b>	<b>1842,0</b>	<b>2369,3</b>	<b>2710,8</b>
+	Unormalt netto driftsresultat	-635,5	-39,3	-1721,0	-958,0	-1214,7	-434,6
+	Unormalt netto finansresultat	-37,0	-77,1	-51,8	-76,2	-76,5	-226,9
-	Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,6	0,2	1,1	-1,3	0,5
=	<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>964,1</b>	<b>1594,4</b>	<b>145,5</b>	<b>806,8</b>	<b>1079,3</b>	<b>2048,8</b>
-	Netto betalt utbytte	911,3	1507,9	1235,6	2603,5	3499,9	-1548,5
=	<b>Endring i egenkapital</b>	<b>52,7</b>	<b>86,7</b>	<b>-1090,0</b>	<b>-1796,6</b>	<b>-2420,7</b>	<b>3597,4</b>

Justert og omgruppert NDK-balanse		2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	24548	25863	25006	26448	26167	27813
	Driftsrelatert arbeidskapital	884	302	-698	-2174	-1929	-1959
	<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>25432</b>	<b>26165</b>	<b>24308</b>	<b>24274</b>	<b>24238</b>	<b>25854</b>
	Egenkapital	13842	13927,7	12838,4	11042,4	8622,5	12226,3
	Minoritetsinteresser	5,3	6,7	12,3	14,5	10,0	18,4
	Netto finansiell gjeld	11585	12230	11456	13215	15608	13611
	<b>Netto driftskapital</b>	<b>25432</b>	<b>26164</b>	<b>24306</b>	<b>24271</b>	<b>24240</b>	<b>25855</b>

Fri kontantstrøm		2013	2014	2015	2016	2017
	Netto driftsresultat	2743,6	2862,8	2459,7	2709,1	3316,1
+	Unormalt netto driftsresultat	-635,5	-39,3	-1721,0	-958,0	-1214,7
-	Endring i netto driftseiendeler	732,8	-1857,0	-33,8	-36,1	1616,5
=	<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>1375,4</b>	<b>4680,6</b>	<b>772,4</b>	<b>1787,2</b>	<b>484,9</b>
+	Netto finansinntekt	108,4	87,9	81,0	66,3	72,5
+	Unormal netto finansinntekt	-37,0	-77,1	-51,8	-76,2	-76,5
-	Endring i finansielle eiendeler	900,0	445,7	680,4	-906,5	604,2
=	<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>546,7</b>	<b>4245,7</b>	<b>121,3</b>	<b>2683,8</b>	<b>-123,3</b>
-	Netto finanskostnad	1208,9	1234,8	614,0	925,1	1013,0
+	Endring i finansiell gjeld	1546	-329	2439	1487	-1393
-	Netto minoritetsresultat	6,5	4,5	8,2	8,1	6,3
-	Unormalt netto minoritetsresultat	0,0	0,6	0,2	1,1	-1,3
+	Endring i minoritetsinteresser	1,5	5,6	2,2	-4,5	8,4
=	<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>878,3</b>	<b>2682,8</b>	<b>1940,2</b>	<b>3231,8</b>	<b>-2526,0</b>

## Vedlegg 2 – Regresjonsanalyse beta komparative virksomheter

### Atea

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,02339107
R-kvadrat	0,00054714
Justert R-kvadrat	-0,01698712
Standardfeil	0,06469079
Observasjoner	59

#### Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,00013059	0,00013059	0,03120418	0,86041179
Residualer	57	0,23853918	0,0041849		
Totalt	58	0,23866976			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,0092631	0,0088508	1,0465865	0,2997082	-0,0084602	0,0269864	-0,0084602	0,0269864
<b>X-variabel 1</b>	<b>0,0507565</b>	0,2873329	0,1766471	0,8604118	-0,5246177	0,6261308	-0,5246177	0,6261308

## Tieto

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,497317588
R-kvadrat	0,247324783
Justert R-kvadrat	0,234119955
Standardfeil	0,044464161
Observasjoner	59

### Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,03703012	0,03703012	18,7298749	6,1469E-05
Residualer	57	0,11269251	0,00197706		
Totalt	58	0,14972263			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,00253749	0,00591446	0,42903099	0,66951790	-0,00930602	0,01438099	-0,00930602	0,01438099
<b>X-variabel 1</b>	<b>0,69526940</b>	0,16065183	4,32780255	0,00006147	0,37356966	1,01696915	0,37356966	1,01696915

## Knowit

<i>Regresjonsstatistikk</i>	
Multippel R	0,39358972
R-kvadrat	0,15491286
Justert R-kvadrat	0,14008677
Standardfeil	0,07748572
Observasjoner	59

### Variansanalyse

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,06273417	0,06273417	10,4486661	0,00204202
Residualer	57	0,34223009	0,00600404		
Totalt	58	0,40496426			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,01191883	0,01034292	1,15236644	0,2539807	-0,0087925	0,03263016	-0,0087925	0,03263016
X-variabel 1	0,97007748	0,30010691	3,23243965	0,00204202	0,36912376	1,5710312	0,36912376	1,5710312