



Ice Group ASA

Strategisk rekneskapsanalyse og verdivurdering

Susanne Selland og Hilde Winjum

Rettleiar: Kjell Henry Knivsflå

Sjølvtendig arbeid – Masterstudiet i rekneskap og revisjon

NOREGS HANDELSHØGSKOLE

Dette sjølvstendige arbeidet er gjennomført som eit ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Noregs Handelshøgskole og godkjent som såleis. Godkjenninga inneber ikkje at høgskolen eller sensorar står inne for dei metodar som er brukt, resultat som er framkome eller konklusjonar som er trekte i arbeidet.

Samandrag

I denne oppgåva er det gjort ein omfattande strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av Ice Group ASA, heretter omtalt som Ice. Formålet med utgreiinga er å finna eit rimeleg verdiesimat på Ice sin eigenkapitalverdi og tilhøyrande aksjeverdi per 31.12.19, samt å synleggjera uvisse knytt til estimatet. Ice blei notert på Oslo Børs den 20.mai 2019 og er ei ung verksemd i ein oppstartsfase. Verksemda er prega av situasjonen dei finn seg i og er difor avhengige av at det skjer ein emisjon. Framtidsutsiktene til Ice vil vera kritisk dersom dette ikkje skjer og det vil i verste fall ende med konkurs. For å kunne gjennomføre ein god analyse, vil føresetnaden om framleis drift bli lagt til grunn, og verksemda vil bli vurdert som om at den kjem til å etablere seg som solid konkurrent i marknaden.

Del I omfattar ein grundig, kvalitativ, strategisk analyse av verksemda sine interne og eksterne omgjevnadar. Kartlegginga av omgjevnadene er naudsynt for å få innsikt i verksemda sine underliggjande økonomiske forhold. Analysen indikerer at den norske telekommunikasjonsbransjen står overfor ein svært stor bransjefordel. Dette kjem i stor grad av få aktørar, samt ein stor og lønnsam kundemasse. Vidare blir det avdekka at Ice har ei kraftig ressursulempe, som følgje av høge oppstartskostnadar og eit langt svakare merkenamn enn konkurrentane.

Del II inneheld strategiske rekneskapsanalysar, som tek utgangspunkt i verksemda sine historiske prestasjonar. Saman med dei kvalitative analysane i del 1, utgjer del II grunnlaget for utarbeiding av framtidsrekneskapen og tilhøyrande krav. Den strategiske rekneskapsanalysen viste ei gjennomsnittleg strategisk ulempe på 44,2 prosent, som skuldast den kraftige ressursulempa på 55,9 prosent. Den samla ulempa blir likevel redusert av ein bransjefordel på 32,9 prosent. Tala stadfestar funna frå den kvalitative analysen i del 1. Til slutt hadde verksemda også ein finansieringsfordel på 4,9 prosent og ein gearingfordel på 0,7 prosent.

Del III byrja med utarbeiding av framtidsrekneskap og tilhøyrande krav, ut frå funna i dei to førre delane. Vidare dannar framtidsrekneskapet og tilhøyrande krav grunnlag for kalkulering av framtidig strategisk fordel. Deretter blei den fundamentale verdsetjinga avslutta med å drøfte uvisse knytt til estimatet, før det blei gjort ein djupare analyse av konkursrisiko. For å tilføre soliditet til estimatet, vart komparativ verdivurdering brukt som supplerande metode. Estimata, ut frå dei to verdsetjingsmetodane, blei vekta med eit forhold på 90/10, og resulterte i eit verdiesimat per aksje på kr 26,69. Estimatet medfører tilråding til **kjøp**.

Forord

Masterutgreiinga er skriven som eit obligatorisk ledd i masterstudiet vårt i rekneskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole (NHH), og utgjer 30 studiepoeng. Tema for utgreiinga blei valt ut frå relevans til studiet og høve for å seinare kunne nytte kunnskapen i arbeidslivet som revisorar.

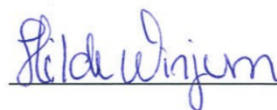
Oppgåva tek i stor grad utgangspunkt i kunnskap me har tileigna oss gjennom kurset BUS440A “Rekneskapsanalyse og verdivurdering”. I tillegg er det nytta innsikt som me har fått gjennom studietida elles, spesielt kurs retta mot finansrekneskap. Masterutgreiinga har vore utfordrande, kravd mykje arbeid og god økonomisk innsikt. Dette vil vera ei svært nyttig erfaring å ta med seg vidare.

Avslutningsvis vil me takke rettleiaren vår, Kjell Henry Knivsflå. Med sin kompetanse har han gitt gode råd og motivert oss til å halde fram med arbeidet gjennom semesteret. Me vil også takke våre medstudentar for gode diskusjonar og generelt god stemning.

Bergen, desember 2019



Susanne Selland



Hilde Winjum

Innholdsliste

SAMANDRAG	1
FORORD.....	2
INNHALDSLISTE	3
1. INNLEIING	11
1.1 MOTIVASJON.....	11
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING.....	11
1.3 AVGRENSING	12
1.4 STRUKTUR	13
2. PRESENTASJON AV ICE GROUP ASA OG NORSK TELEKOMMUNIKASJONBRANSJE.....	14
2.1 INNLEIING – KORT INTRODUKSJON AV VERKSEMDA	14
2.1.1 <i>Forretningsområde og lokalisering.....</i>	<i>14</i>
2.1.2 <i>Historie</i>	<i>16</i>
2.2 TELEKOMMUNIKASJONSBRANSJEN I NORGE	16
2.2.1 <i>Makroforhold.....</i>	<i>17</i>
2.2.2 <i>Bransjen.....</i>	<i>25</i>
2.3 NORSKE TELEKOMMUNIKASJONSVERKSEMDER.....	27
2.3.1 <i>Telenor.....</i>	<i>28</i>
2.3.2 <i>Telia.....</i>	<i>29</i>
2.4 ICE SAMANLIKNA MED GJENNOMSNITTSVERKSEMDA I BRANSJEN	29
3. VAL AV VERDSETJINGSTEKNIKK	32
3.1 OVERSIKT: FUNDAMENTAL, KOMPARATIV OG OPSJONSBASERT	32

3.1.1	<i>Fundamental verdsetjing</i>	32
3.1.2	<i>Komparativ verdsetjing</i>	33
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsetjing</i>	34
3.2	VAL AV HOVUDTEKNIKK – FUNDAMENTAL VERDIVURDERING.....	35
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING.....	37
4.	STRATEGISK ANALYSE	40
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE.....	40
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	41
4.2.1	<i>PESTEL-analyse</i>	41
4.2.2	<i>Porter sine fem konkurransekrefter</i>	46
4.2.3	<i>Oppsummering av bransjefordel</i>	52
4.3	INTERN RESSURSORIENTERT ANALYSE	53
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i>	53
4.3.2	<i>Oppsummering av intern ressursorientert analyse</i>	57
4.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL, RISIKO OG VEKST	58
4.4.1	<i>Strategisk fordel</i>	58
4.4.2	<i>SWOT-analyse</i>	60
4.4.3	<i>Strategisk vekstanalyse</i>	60
5.	REKNESKAPSANALYSE	63
5.1	RAMMEVERK	63
5.2	PRAKTISKE VAL	64
5.2.1	<i>Val av analysenivå</i>	64

5.2.2	<i>Val av analyseperiode</i>	65
5.2.3	<i>Val av komparative verksemder</i>	65
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TAL OG “TRAILING”	66
5.3.1	<i>Presentasjon av offentlege rekneskapstal</i>	66
5.3.2	<i>Trailing</i>	70
5.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	74
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatrekneskapen</i>	75
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	81
5.4.3	<i>Omgruppert resultatrekneskap og balanse</i>	86
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	89
5.5.1	<i>Om målefeil</i>	89
5.5.2	<i>Målefeil og justering av målefeil i Ice Group ASA sine rekneskap</i>	91
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALSANALYSE	94
6.	ANALYSE AV RISIKO	96
6.1	LIKVIDITETSANALYSE – KORTSIKTIG RISIKO	97
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	97
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	98
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	100
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	101
6.1.5	<i>Gjeldsdekning gjennom fri kontantstraum</i>	103
6.1.6	<i>Oppsummering av likviditetsanalyse</i>	104
6.2	SOLIDITETSANALYSE – LANGSIKTIG RISIKO	104

6.2.1	<i>Eigenkapitalprosent</i>	104
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	106
6.2.3	<i>Kapitalstruktur (statisk finansieringsanalyse)</i>	107
6.2.4	<i>Oppsummering av soliditetsanalysen</i>	109
6.3	SYNTETISK RATING	109
6.4	OPPSUMMERING AV RISIKOANALYSE	113
7.	HISTORISK AVKASTINGSKRAV	114
7.1	TEORI OM AVKASTNINGSKRAV.....	114
7.2	RISIKOFRI RENTE, RISIKOPREMIE OG BETA	115
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	116
7.2.2	<i>Risikopremie</i>	117
7.2.3	<i>Eigenkapitalbeta</i>	118
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	121
7.2.5	<i>Årleg eigenkapitalbeta</i>	122
7.3	KRAV TIL EIGENKAPITAL, MINORITET OG FINANSIELL GJELD	123
7.3.1	<i>Eigenkapitalkrav</i>	123
7.3.2	<i>Minoritetskrav</i>	124
7.3.3	<i>Finansielle krav</i>	124
7.4	NETTO DRIFTSKRAV	129
8.	ANALYSE AV LØNNSEMD	132
8.1	EIGENKAPITALRENTABILITET OG STRATEGISK FORDEL	133
8.2	DEKOMPONERING AV STRATEGISK FORDEL	134

8.3	DRIFTSFORDEL.....	134
8.3.1	<i>Bransjefordel drift</i>	135
8.3.2	<i>Ressursfordel drift</i>	136
8.3.3	<i>Gearingfordel - drift</i>	139
8.3.4	<i>Oppsummering av driftsfordel</i>	140
8.4	FINANSIERINGSFORDEL.....	141
8.4.1	<i>Finansieringsfordel – finansiell gjeld</i>	141
8.4.2	<i>Finansieringsfordel – finansielle egedelar</i>	142
8.4.3	<i>Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld</i>	142
8.4.4	<i>Finansieringsfordel – minoritetsinteresser</i>	143
8.4.5	<i>Oppsummering av finansieringsfordel</i>	144
8.5	OPPSUMMERING – SUPERPROFIT.....	144
9.	FRAMTIDSREKNESKAP	147
9.1	RAMMEVERK FOR FRAMTIDSREKNESKAP	147
9.2	VEKSTANALYSE OG VAL AV BUDSJETTHORISONT T	148
9.2.1	<i>Analyse av driftsinntektsvekst</i>	148
9.2.2	<i>Analyse av historisk egenkapitalvekst</i>	149
9.2.3	<i>Val av budsjetthorisont T</i>	151
9.2.4	<i>Val av detaljnivå og rammeverk for framskriving av budsjettdrivarar</i>	151
9.3	BUDSJETTERING AV DRIFTSINNTEKTSVEKST FRÅ 0 TIL T+1	152
9.3.1	<i>Pris</i>	153
9.3.2	<i>Volum</i>	154

9.3.3	<i>Samla vurdering av driftsinntektsvekst</i>	154
9.4	BUDSJETTERING AV ANDRE BUDSJETTDRIVARAR FRÅ 0 TIL T+1	157
9.4.1	<i>Netto driftseigendelar</i>	157
9.4.2	<i>Netto driftsresultat</i>	158
9.4.3	<i>Netto finansiell gjeld</i>	160
9.4.4	<i>Netto finansresultat</i>	162
9.5	PRESENTASJON AV FRAMTIDSREKNESKAP	164
9.5.1	<i>Framtidsresultat</i>	164
9.5.2	<i>Framtidsbalanse</i>	165
9.5.3	<i>Fri kontantstrøm</i>	166
10.	FRAMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	168
10.1	KRAV TIL EIGENKAPITAL OG MINORITET	168
10.1.1	<i>Framtidig risikofri rente</i>	169
10.1.2	<i>Marknadsrisikopremien</i>	170
10.1.3	<i>Årleg egenkapitalbeta</i>	171
10.1.4	<i>Framtidig likviditetspremie</i>	171
10.1.5	<i>Framtidig krav til egenkapital og minoritet</i>	172
10.2	FINANSIELLE KRAV	172
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	173
10.2.2	<i>Framtidig finansielt gjeldskrav</i>	175
10.2.3	<i>Framtidig finansielt egedelskrav</i>	176
10.2.4	<i>Framtidig netto finansielt gjeldskrav</i>	178

10.3	SELSKAPSKRAV / FRAMTIDIG KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	179
10.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL / ANALYSE AV BUDSJETT – SUPERRENTABILITET	181
11.	FUNTAMENTAL VERDSETJING	185
11.1	EIGENKAPITALMODELLEN.....	185
11.1.1	<i>Utbytemodellen.....</i>	<i>186</i>
11.1.2	<i>Fri kontantstrømmen.....</i>	<i>186</i>
11.1.3	<i>Superprofittmodellen.....</i>	<i>186</i>
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen.....</i>	<i>187</i>
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODEN.....	187
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	<i>188</i>
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT	188
11.3.1	<i>Oppsummering av første verdiestimat.....</i>	<i>191</i>
11.4	KONVERGENS MOT EIT FELLES VERDIESTIMAT	192
11.5	ANALYSE AV UVISSE	193
11.5.1	<i>Simuleringsanalyse med Crystal Ball</i>	<i>194</i>
11.5.2	<i>Konkursrisiko</i>	<i>202</i>
11.6	DRØFTING AV FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT OG UVISSE	205
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING	207
12.1	KOMPARATIVE VERKSEMDER.....	208
12.2	VAL AV MULTIPLIKATORAR	208
12.2.1	<i>Pris/Bok.....</i>	<i>209</i>

12.2.2	<i>EV/Sal</i>	210
12.2.3	<i>Andre multiplikatorar</i>	210
12.3	KOMPARATIVT VERDIESTIMAT.....	212
12.3.1	<i>Verdiestimat pris/bok</i>	213
12.3.2	<i>Verdiestimat EV/Sal</i>	213
12.4	VERDIESTIMAT ETTER KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	214
13.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	216
13.1	OPPSUMMERING.....	216
13.2	HANDLINGSSTRATEGI.....	218
	LITTERATURLISTE	221
	FIGUROVERSIKT	228
	TABELLOVERSIKT	230
	ORDLISTE	235

1. Innleiing

1.1 Motivasjon

Masteroppgåva er ein del av mastergraden innan rekneskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Oppgåva baserer seg på kurset BUS440 – Rekneskapsanalyse og verdivurdering, med fagansvarleg professor Kjell Henry Knivsfå. Formålet med kurset er å tileigne seg nok kunnskap til å kunne gjennomføre ein strategisk rekneskapsanalyse, og nytte denne innsikta til lage framtidsrekneskap, framtidskrav, verdiestimat på verksemda sin eigenkapital og til slutt identifisere uvisse knytt til estimatet. Utgreiinga gjev med dette høve for å nytte tileigna kunnskapar på ei oppgåve som er svært relevant for studiet og det seinare arbeidslivet som revisor.

Det er fleire grunnar for at masteroppgåva omhandlar telekommunikasjonsbransjen og verksemda Ice. Telekommunikasjonsbransjen i Norge har historisk sett vore prega av svært liten konkurranse og sterke aktørar. Dette har gjort det til ein svært lønnsam bransje, samt at inngangsbarrierane har vore så høge at det har vore vanskeleg for nye aktørar å etablere seg. For nokre år tilbake kom det likevel fram at staten hadde ynskje om ein tredje aktør i marknaden med eige nett. Bakgrunnen for dette var hovudsakleg knytt til ynskje om auka konkurranse i marknaden, men sikkerheit, overvaking og samling av informasjon blei også eit sentralt tema då det blei stadfesta at ein tredje aktør ville etablere seg.

Val av verksemd enda difor på Ice Group ASA, då dei er i ein interessant situasjon der dei prøver å etablere seg i ein marknad med berre to andre aktørar, som begge har svært sterke merkenamn. Verksemda har vore nøydd til å gjennomføre store investeringar knytt til utbygging av nett, og har med dette vore avhengige av kapitaltilføring. Den 20. mai 2019 blei Ice notert på børs, noko som kan vera eit stort steg i retning av å etablere seg i den lønnsame telekommunikasjonsbransjen i Norge.

1.2 Formål og problemstilling

Målet med denne masteroppgåva er å lage eit rimeleg verdiestimat av eigenkapitalen til Ice, med føresetnad om framleis drift. Estimatet er basert på innsikt i dei underliggjande økonomiske forholda, samt vurdering av verksemda sine framtidsutsikter. Verdien ein kjem fram vil reflektere kva forfattarane sjølve meiner verksemda er verd. Estimatet er i stor grad

basert på prognosar, noko som betyr at det inkluderer både føresetnadar, forenklingar og forventningar knytt til framtida. Som følgje av dette vil det vera uvisse knytt til estimatet. Den fundamentale verdivurderinga er laga på grunnlag av offentleg tilgjengeleg informasjon. Med utgangspunkt i dette vil det bli teke stilling til om Ice verkar å vera under- eller overprisa samanlikna med verdien dei har på Oslo Børs. Samanlikninga vil danne grunnlag for ein handlingsstrategi. Problemstillinga er med dette:

“Kva er verdien av eigenkapitalen til Ice Group ASA per 31.12.2019?”

1.3 Avgrensing

Masterutgreiinga byggjer berre på offentleg tilgjengeleg finansiell og- ikkje finansiell informasjon. Dette inkluderer års- og kvartalsrapportar, marknadsdata og anna informasjon som er tilgjengeleg for kvar og ein. Ingen informasjon er innhenta frå direkte kontakt med Ice. Datagrunnlaget består difor berre av sekundærdata, noko som er med å avgrense informasjonsmengda og dermed også omfanget av dei kvalitative og kvantitative analysane. Oppgåva er i stor grad ei fundamental verdivurdering, men den inkluderer også ei kortfatta komparativ verdivurdering for å gje eit meir robust estimat.

Det komparative utvalet i oppgåva avgrensar seg til Ice Group ASA, Telenor Norge AS og Telia Norge AS, og vil utgjere bransjen i denne samanheng. Det er berre Ice som er noterte på børs. Dette gjer at informasjonstilgangen knytt til dei andre verksemdene er noko avgrensa. Bakgrunnen for at det likevel er valt å ta utgangspunkt i dei norske verksemdene til Telenor og Telia, er at dei i mykje større grad er samanliknbare med Ice Group ASA enn det morselskapa i dei komparative konserna er. For Ice vil det bli teke utgangspunkt i konsernrekneskapen, då det er for lite tilgjengeleg informasjon knytt til det norske dotterselskapet. Dei tre verksemdene blir likevel vurdert til å i stor grad driva same næring.

Den historiske analyseperioden er sett til 2017-2019. Grunngevinga for den korte perioden er at Ice Group ASA er eit forholdsvis ungt konsern, og første tilgjengelege årsrapport er frå 2017. Tala for heile 2019 er traila basert på dei to første kvartalsrapportane for året. Verdsetjingstidspunktet er med dette sett til 31.12.2019. Framtidsrekneskapen er utarbeida for ein periode på 14 år, frå 2020 til 2033. Grunna kalkuleringar knytt til konstant vekstperiode, er det også budsjettert tal for 2034 og 2035.

1.4 Struktur

Masterutgreiinga baserer seg på rammeverket for fundamental verdsetjing presentert av Kjell Henry Knivsflå i kurset BUS 440A. Dette er basert på litteratur frå Penman (2013), Palepu, Healy og Peak (2013), Damodaran (2012) og Koller, Goedhart og Wessels (2010). Anna relevant faglitteratur vil bli brukt i tillegg. Rammeverket vil bli nærare forklart i delkapittel 3.3.

Del I omfattar kapittel 2, 3 og 4. Kapittel 2 gjev ein presentasjon av Ice og den norske telekommunikasjonsbransjen. I kapittel 3 blir det introdusert ulike verdsetjingsmetodar, samt ei grunngeving for val av metode. Kapittel 4 inneheld ein strategisk kvalitativ analyse, som omfattar både interne og eksterne forhold. For å vurdere dei interne ressursane til Ice, blir det gjennomført ein VRIO-analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen vil inkludere ein PESTEL-analyse for å drøfte makroforhold. Porter sin femkraftsmodell vil deretter bli nytta for å analysere bransjeforholda. Til slutt blir heile den kvalitative strategiske analysen oppsummert ved bruk av SWOT-analyse.

Del II inkluderer kapittel 5, 6, 7 og 8. I kapittel 5 blir dei historiske rekneskapstala til Ice presenterte. Deretter vert det laga ei trailing for heile 2019 basert på kvartalsrapportar. Vidare blir tala omgruppert og justert for målefeil. Kapittel 6 omhandlar analyse av risiko, både på kort og lang sikt. Risikoanalysen munnar ut i ei syntetisk rating av Ice. I kapittel 7 blir relevante avkastingskrav for den historiske analyseperioden estimert. Krava blir vidare nytta i lønnssemdsanalysen som blir gjennomført i kapittel 8. Her blir også Ice sin historiske strategiske fordel avdekka.

Del III omfattar kapittel 9, 10, 11, 12 og 13. Framtidsrekneskapen blir utarbeida i kapittel 9, og tek utgangspunkt i analysane i del 1 og del 2. Tilhøyrande relevante krav for budsjettperioden blir estimert i kapittel 10. I kapittel 11 vil den fundamentale verdsetjinga bli gjennomført og det vil komma fram eit verdiestimat på eigenkapitalen til Ice. Vidare i same kapittel vil det bli sett nærare på uvisse knytt til dette estimatet ved bruk av sensitivitets- og simuleringsanalysar. Scenarioet for konkurs vil bli drøfta i eit eige delkapittel, då det har spesielt stor innverknad for endeleg estimat. I kapittel 12 blir det gjort ei kortfatta komparativ verdivurdering for å gjere verdiestimatet på eigenkapitalen til Ice meir robust. Til slutt vil det i kapittel 13 bli gjort ei oppsummering av funna frå den fundamentale og den komparative verdivurderinga. Kapittelet blir avslutta med ei tilråding av handlingsstrategi for kjøp, hald eller sal av Ice sin aksje, på grunnlag av ei samanlikning mellom vårt endelege verdiestimat og aksjekursen på Oslo Børs.

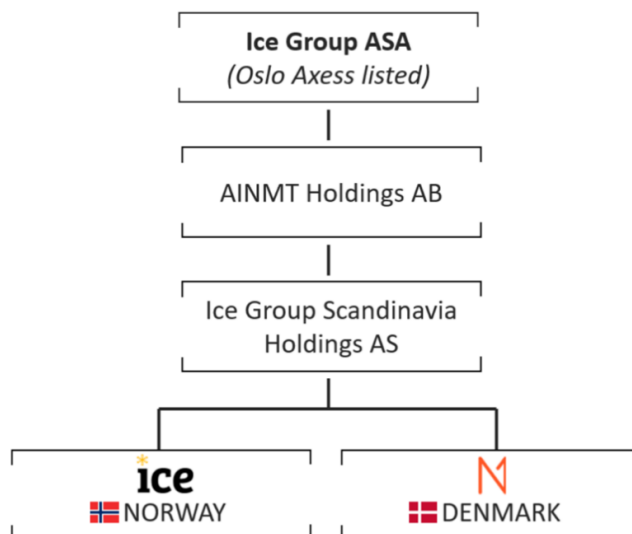
2. Presentasjon av Ice Group ASA og norsk telekommunikasjonsbransje

I dette kapitlet vil selskapet Ice Group ASA bli presentert, saman med telekommunikasjonsbransjen i Norge. I kapittel 2.1 blir forretningsområdet og historia til hovudverksemda skildra. Deretter blir det i kapittel 2.2 gått nærare inn på makroforhold som aktørane må høve seg til. Til slutt kjem ein presentasjon av Ice sine viktigaste konkurrentar og ei samanlikning med gjennomsnittsverksemda. Informasjonen som kjem fram i dei nemnte punkta legg grunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4.

2.1 Innleiing – kort introduksjon av verksemda

2.1.1 Forretningsområde og lokalisering

Ice Group ASA er Norges tredje største leverandør av telekommunikasjon. Verksemda består i all hovudsak av å tilby arealdekning for breiband- og mobiltelefoni. I dag byggjer verksemda ut landets tredje mobilnett og har i januar 2019 ei befolkningsdekning på 89 prosent (Ice Norge AS, 2019). I områder der Ice ikkje kan tilby si eiga dekning, tilbyr dei dekning frå Telia sitt nettverk. Ice held til i sine hovudkontor i Nydalen i Oslo. Verksemda har totalt ca. 200 tilsette, ca. 160 av dei i Norge. Ice Group ASA er morselskap i eit konsern med dotterselskap i både Norge og Danmark.



Figur 2-1: Organisasjonskart (Ice Group ASA, 2019)

Nyleg selde Ice si svenske verksemd til Teracom Group. Grunngevinga for salet skuldast at Ice meiner dei har størst vekstpotensiale i Norge. Administrerande direktør for Ice, Eivind Helgaker, uttalte i samband med salet at Ice sin vidare strategi vil vera «å ekspandere vårt nettverk i Norge vidare med mål om å styrke vårt kundetilbud, konkurransedyktighet og overordnede lønnsomhet» (Christensen, 2019).

Sjølv om Ice selde si svenske verksemd Netett, opererer Ice framleis som mobilnettoperatør med ein kunde-sentrisk forretningsmodell i både Norge og Danmark.

I Danmark opererer Ice gjennom verksemda Net 1. Selskapet tilbyr trådlause breibandtenester som dekkjer 98 prosent av Danmarks geografiske område (Ice Group ASA, 2019). I motsetnad til andre operatørar i Danmark, har Net1 sitt eige, reine 4G datanettverk. Net1 i Danmark har blant anna som målsetning å tilby sine kundar i Danmark trådlause breibanddekning på opptil 100 kilometer offshore.

I Norge opererer Ice gjennom dotterselskapet Ice Norge AS. Som Norge sin tredje største nettoperatør og leverandør av tale- og trådlause datatenester, utfordrar dei duopolet til Telenor og Telia. Ice har til dømes ein marknadsdel på 21,6 prosent av trådlause breibandstenester, basert på tal på abonnement. Så langt kontrollerer Ice 18 prosent av tilgjengeleg mobil- og MBB-frekvensar (Ice Group ASA, 2019). Vidare dekkjer den trådlause breibandsdekninga til Ice 75 prosent av Norge sine geografiske område. Ei anna målsetting dei også har er at dei skal

tilby trådløs breibandsdekning på opptil 120 kilometer offshore i Norge.

2.1.2 Historie

Den 20. juni 2003 blei Nordisk Mobiltelefon Norge AS grunnlagt av Arnfinn Røste, og verksemda opna sitt eige mobilnett. Nettverket blei marknadsført under merkevarenamnet ice.net og var berre rekna for å bli brukt som breibands-teneste. Verksemda skifta namn til Ice Norge AS september 2007. I 2008 blir AINMT Holdings AB etablert og i 2009 dei kjøper Ice Norge AS og ice.net verksemdene i Sverige og Danmark.

I 2014 inngjekk Ice ein avtale med Tele 2 i Norge om bruk av deira nettverksinfrastruktur. Året etter gjer dei også ein avtale med TeliaSonera, som innebar blant anna nasjonal gjesting, serviceavtalar og Ice sitt oppkjøp av Network Norway med tilhøyrande kundar (Ice Norge AS, 2015). Same året tek dei også i bruk 4G nettverk i både Sverige, Danmark og Norge. Selskapet gjekk også samstundes inn i telemarknaden i Indonesia og Filippinene, og eit par år seinare kjøpte dei 30 prosent eigarandel i Nextel Brasil.

I 2017 skiftar AINMT namn til Ice Group. Etter namneskiftet helt selskapet fram med å avhende eigarandelen i Nextel Brasil, samt at dei fisjonerte ut ikkje-skandinaviske verksemdar i Indonesia og Filippinene.

På noverande tidspunkt har selskapet to dotterselskap, eit i Danmark og eit i Norge. Det danske dotterselskapet endra namn frå ice.net til Net 1, medan dotterselskapet i Norge no berre blir kalla Ice. Den 20.05.2019 blei Ice Group ASA notert på børs.

2.2 Telekommunikasjonsbransjen i Norge

I delkapittel 2.2 blir det først gjort ein presentasjon av makroforholda som bransjen må forholde seg til og korleis desse påverkar bransjen. Vidare vil ein studere bransjen nærare. Det vil då bli gått nærare inn på konkurransesituasjonen som Ice står overfor.

2.2.1 Makroforhold

Ved å analysere verdien av Ice, vil det vera nødvendig å sjå på makroforhold. Slike forhold vil gje nødvendig innsyn i kva faktorar som pregar bransjen som Ice opererer i. Vidare vil desse faktorane leggja grunnlaget for PESTEL-analysen, som vil bli gjennomført i delkapittel 4.2.1. Makroforhold er rammeføresetnader som gjeld for heile bransjen, og som den enkelte verksemd har avgrensa innverknad på. Det er altså eksterne forhold som er like for alle verksemdene i bransjen. Følgande vil det bli gitt ei utdjuping i politiske- og legale forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, og teknologiske- og miljømessige forhold.

2.2.1.1 Politiske- og legale forhold

Mobiltelefoni har overteke mykje av taletrafikken frå fastnett. Dei siste åra brukar befolkninga i Norge mobilnettet til fleire tenester enn før. Difor blir det ei viktig oppgåve å sikre ein stabil og god tilgang på mobiltenester i framtida for å følgje opp etterspurnaden frå samfunnet.

I Norge er samferdselsdepartementet ansvarlege for rammevilkår i marknaden for elektronisk kommunikasjon. Nasjonal kommunikasjonsmyndigheit er departementets underliggende etat. Etaten skal ta vare på viktige tilsynsfunksjonar innan både post- og telemarknaden. Eit av måla for arbeidet ein gjer i etaten er å sikre heile landet gode, framtidsretta og rimelege teletenester.

Konsesjon og frekvensauksjon

For å sikre konkurranse i telekommunikasjonsbransjen blir det i dag tildelt frekvensar ved bruk av frekvensauksjonar. Saman med Samferdselsdepartementet har Nasjonal kommunikasjonsmyndigheit (heretter Nkom) i medhald av Lov om elektronisk kommunikasjon (ekom-loven) kompetanse til å tildele rett til å bruke radiofrekvensar. Det betyr at Nkom vurderer etterspurnaden etter frekvensar og set i gang auksjon for dei ulike frekvensane eller frekvensbanda. Auksjonen vil då avgjere kven av søkerane som skal få tildelt dei ulike løyva (Nasjonal kommunikasjonsmyndigheit, 2015). Vinnaren av auksjonen får då konsesjon på den konkrete frekvensen. Vidare er det Nkom som fører tilsyn på om forpliktingane som føl med løyva blir oppfylt.

I dag tilbyr ein både andre-, tredje- og fjerdegenerasjons mobilkommunikasjonstenester (2G, 3G og 4G) i Norge. Ice tilbyr i tillegg mobilt breiband i 450 MHz-bandet basert på 3G-teknologien CDMA2000 (Regjeringa, 2014). Dekningskrava knytt til 2G- og 3G-tenester er i dag fylt opp langt over fastsette krav. Dette er ein av grunnane til at Ice vel å berre fokusere

på utbygging av reint 4G-datanett. Leiinga har valt å ikkje bygge nett med gamal teknologi. I staden kjøper dei all den gamle teknologien som framleis lev, som til dømes 2G, av eksterne. I Ice sitt tilfelle er det frå Telia.

Ved utbygginga av det nye nettet hadde Ice eit godt utgangspunkt ved at dei tileigna seg ein del basestasjonar då dei kjøpte opp Tele 2. I tillegg er Telenor pliktige til å leige ut nett i dei mest etablerte områda. Likevel vil Ice vera avhengige av å vinne fleire frekvensauksjonar for å kunne etablere seg som ein reell konkurrent (Lorentzen, Slik skal Ice bygge Norges nye mobilnett, 2018). Dette kan verte utfordrande sidan Ice har langt mindre tilgang på kapital enn Telia og Telenor.

Finanspolitikk: Samferdselsdepartementet er den offentlege myndigheita som har ansvaret for rammevilkår blant anna for televerksemda. Departementets underliggande etat, Nasjonal kommunikasjonsmyndigheit (Nkom), skal ivareta viktige tilsynsfunksjonar og tildele rett til bruk av radiofrekvensar. Som nemnt ovanfor tilbyr ein både andre-, tredje og fjerdegenerasjons mobilkommunikasjonstenestar i Norge i dag. Ein av departementet sine hovudprioriteringar i statsbudsjettet for 2019 er å leggje til rette for tidleg introduksjon av 5G mobilt breiband. Forslaget til regjeringa er å setje av 150 millionar kroner til tidleg frigjering av frekvensane på 700 MHz-bandet, og bruke dette til neste generasjons mobilt breiband, og dermed sikre betre mobilnett i Norge. Bransjen mottok dermed eit offentleg tilskot til utvikling av sin teknologi. Staten tildeler også tilbydarane av elektronisk kommunikasjonsnett tilskot til telesikkerheit og beredskap. Midlane skal dekke meirkostnadar til pålagte sikkerheitstiltak, jf. ekomlova § 2-10. I 2015 var tilskotsmidlane i underkant av 76 millionar kroner.

Vidare gjev staten tilskot til utbygging av breiband. Bakgrunnen for dette er at ordninga skal bidra til at alle husstandar får tilbod om eit breiband med grunnleggjande god kvalitet. I 2015 mottok 16 fylker tilskot som skal nyttast til utbygging av breiband. Tilskotet går dermed indirekte vidare til tilbydarane i bransjen, som får høve til å etablere seg over heile landet. I 2016 utgjorde tilskotsmidlane 126,5 millionar kroner (Samferdselsdepartementet, 2016). Statsbudsjettet innvilgar dermed økonomisk støtte til utbygging i områder der det er opplagt at marknaden ikkje strekker til (Samferdselsdepartementet, 2016). Samanlikna med private investeringar, er dei offentlege tilskota til telekommunikasjonsbransjen beskjedne. Telekommunikasjonsbransjen skil seg difor noko frå ei rekke andre sektorar, inkludert resten av samferdselssektoren.

I tillegg mottek staten inntekter frå auksjonane. Ved tildelingar og auksjonar av frekvensar gjev myndigheita løyve til bruk av bestemte frekvensar for ein gitt periode. På frekvensar der etterspurnaden er stor går tildelinga føre seg ved bruk av auksjonar. Inntektene til staten frå auksjonar vil variere frå år til år, avhengig av om frekvensar blir auksjonert ut og kor store ressursane er. Inntektene etter auksjon i 2015 på 1800 MHz-bandet utgjorde 878 millionar kroner, medan i auksjonen på 800 MHz-bandet offshore i 2014 utgjorde 16 millionar kroner. Telekommunikasjonstilbydarane betalar også årlege avgifter for bruk av frekvensar. Denne inntekta blei budsjettert med 307 millionar kroner for 2015.

Legale forhold

Konkurransforholda innanfor elektronisk kommunikasjon regulert av ekom-lova. Saman med Samferdselsdepartementet har Nkom kompetanse til å utøve kven av operatørane som skal få tildelt frekvensar, og kontrollfunksjonen over å føre tilsyn over at operatørane held seg til avtalen. Grunnlaget for reguleringa er at myndigheitene ønskjer ein meir reell konkurranse i telekommunikasjonsbransjen. Dei tre største aktørane i bransjen kjempar dermed om frekvensar. Når dei får tildelt ein frekvens startar vidare arbeid med å byggje nett og sette opp eventuelle nye basestasjonar.

I eit intervju med E24, uttalte administrerande direktør Eivind Helgaker at det var svært tidkrevjande å drive nettverksutbygginga. Mykje av tida ein nyttar er eit resultat av dei strenge legale forholda (Lorentzen, Slik skal Ice bygge Norges nye mobilnett, 2018). For å kunne byggje ut eit mobilnettverk er ein avhengig av løyve for å få tilgang på store områder med mange ulike eigarar. Det kan til dømes vera snakk om tilgang til private hustak, offentlege bygg og konkurrentane sine master. Slik prosessar er ofte svært tidkrevjande og kan vera utfordrande.

I tillegg skal brukarane kunne stole på kommunikasjonsvernet i norske nettenester. Vern av informasjon er eit prinsipp som står sterkt både i norsk lov og i dei internasjonale menneskerettigheitskonvensjonane. General Data Protection Regulation (GDPR) er EU si nye ordning for personvern. Ordninga skal implementerast i alle lokale personvernlover i heile EU og EØS og den tredde i kraft i mai 2018. Målet med personvernreglane er at dei skal harmonisere på tvers av dei europeiske landa, samt tilpasse det til dagens digitale verd (Datatilsynet, 2016).

Innanfor elektronisk kommunikasjon sitt bransjen på mykje informasjon om sine brukarar. Dei er difor underlagt av både aktive plikter for å sikre nettet sitt, og ei teieplikt for å ivareta

brukarane sitt kommunikasjonsvern (Samferdselsdepartementet, 2016). Elektronisk kommunikasjon kan gje informasjon om til dømes geografiske rørslemønster, kontaktnett og liknande opplysningar som gjeld den enkelte brukar sin private sfære og personlege integritet. Samfunnet har dermed behov for ei regulering av kommunikasjonsvernet for den enkelte for å beskytte nasjonal sikkerheit og brukaren sjølv.

2.2.1.2 Økonomiske forhold

Under blir det gjort ei vurdering av korleis makroøkonomiske forhold påverkar telekommunikasjonsnæringa. Ice driv verksemd i fleire land, i likskap med dei komparative verksemdene Telenor og Telia. Difor vil det vera interessant å sjå på internasjonale økonomiske forhold, då desse gjerne påverkar konserna som heilheit. Vidare vil det også vera sentralt å sjå på dei nasjonale forholda og korleis rente og inflasjon påverkar bransjen, då analysen først og fremst dreier seg om den norske telekommunikasjonsbransjen.

Internasjonale forhold

Både Ice og dei komparative selskapa er del av større konsern. Alle konserna har dotterselskap i andre land. Det er med dette tenkjeleg at verdsøkonomien kan påverke lønnsmda til ulike konserna. Dette vil i så fall vera mest utslagsgjevande for dei største selskapa. Telenor driv verksemd i langt fleire land enn konkurrentane, og vil difor i større grad bli påverka av internasjonale svingingar.

Telekommunikasjonsselskapa er avhengige av nettverksleverandørar. Ice har valt å kjøpe sine nettverk av den europeiske leverandøren Nokia. Konkurrentane, Telia og Telenor, har derimot valt å gjere sine kjøp frå kinesiske leverandørar (Kibar, 2019). Tidlegare Telenor-sjef Jon Fredrik Baksaas utalte til DN at pris var avgjerande då dei valde Huawei som utstyrsleverandør. Kva for leverandør Ice og dei komparative verksemdene vel, og kva dei betalar for nettverka, kan påverkast av kva tilstand verdsøkonomien finn seg i.

Etter at det norske oljeeventyret for alvor starta ved funnet av Ekofisk 23. desember 1969, har oljesektoren hatt stor betydning for norsk økonomi. Norge har blant anna bygd opp eit oljefond som skal sikre midlar i tida framover. Regjeringa har etablert ein handlingsregel som seier kor mykje av fondet som skal nyttast kvart år, og dermed sikrar at oljeinntektene gradvis blir fasa inn i økonomien. Forbruket var lenge fastsett til 4 prosent, men blei i 2017 redusert til 3 prosent etter ein lengre periode med nedgang i dei internasjonale oljeprisane (Regjeringa, 2019). Dette

medfører at det blir teke ut mindre pengar av fondet. Eit slikt trekk kunne tenkjast å føre til mindre tilskot til telekommunikasjonsnæringa. Likevel ser ein i statsbudsjettet for 2019 at regjeringa har sett av 150 millionar kroner for å prioritere ein tidleg introduksjon av 5G mobilt breiband (Regjeringen, 2019).

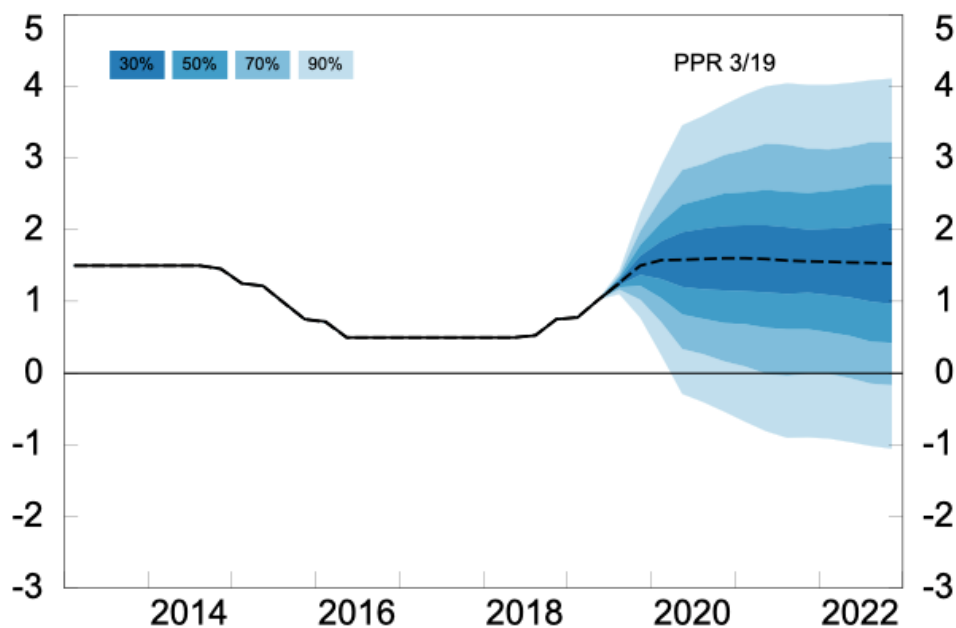
Nasjonale økonomiske forhold

Dersom ein ser på dei nasjonale forholda er det fleire faktorar som kan påverke verksemdene si økonomiske stilling. Både rente og inflasjon påverkar kor god råd forbrukaren har, og dermed også betalingsvilligheita. Dei fleste telekommunikasjonsselskapa tilbyr i dag abonnement der taletid og tal på SMS ikkje er avgrensa. Den største delen av abonnementkostnadane til forbrukarane er difor typisk knytt til databruk. Sjølv om dette varierer i stor grad mellom kundegruppene, kan det likevel tenkast at betalingsvilligheita kan påverkast til ein viss grad av nasjonale rente- og inflasjonsnivå.

Rente

I Norge er det Norges Bank som fastset styringsrenta. Dette er renta på bankane sine innskot, inn til ei viss grense. Styringsrenta er verkemiddelet som Norges Bank nyttar for å halde eit lågt og stabilt inflasjonsnivå. Dersom renta blir sett ned vil det ofte medføre store endringar for dei kortsiktige rentene i pengemarknaden, samt for rentene som bankane gjev til kundane sine knytt til utlån og innskot.

Figuren under viser styringsrenta si utvikling sidan 2012, samt venta framtidige rentebaner. I 2014 skjedde det eit stort fall i oljeprisen. Dette medførte ein verdsøkonomi på veg inn i lågkonjunktur. Norges Bank valde då å setje ned styringsrenta for å skape vekst. Renta vart verande på 0,5 prosent fram til september 2018 då dei valde å setje den opp til 0,75 prosent (Norges Bank, 2019). Etter dette har Norges Bank auka renta to gonger og den ligg per 24. oktober på 1,5 prosent. Norges Bank har sjølv uttalt at dei ser for seg at renta vil halde seg uendra i næraste framtid, men at det ikkje er usannsynleg at ein kan forvente ei lita renteauke til, noko den framtidige rentebana i figuren stadfestar.

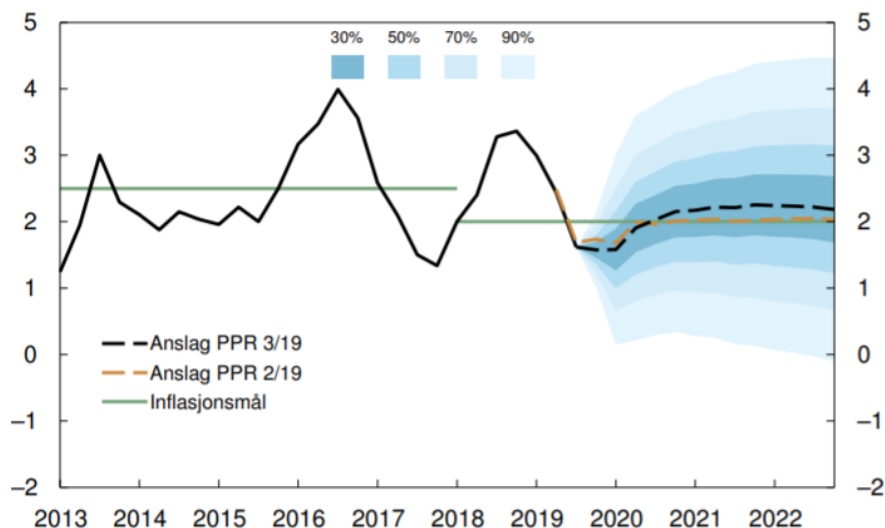


Figur 2-2: Norges Bank sin prognose for styringsrenta i åra framover (Norges Bank, 2019)

Ei stigande rente vil bety at verksemdene i bransjen vil få høgare kostnader knytt til lånemidlar, og dermed høgare finanskostnader. Det vil då vera avgjerande kor mykje av verksemda som er gjeldsfinansiert og kor mykje som er finansiert av eigenkapital. Ut frå rekneskapen til Ice kan ein sjå at dei har mykje gjeld. Dette betyr at ei utvikling mot høgare rente vil kunne bli svært kostbart for verksemda.

Inflasjon

I Norge har regjeringa fastsett eit inflasjonsmål på 2,5 prosent. Dette betyr at dei har som mål at konsumprisnivået skal vekse med 2,5 prosent årleg over tid. Norges Bank har fått mandat frå regjeringa til å utføre denne inflasjonsstyringa. Figuren under er også henta frå pengepolitisk rapport. Her kjem det fram at det er venta ein liten reduksjon i prisvekst i den næraste framtida. Dette betyr at konsumenten får større kjøpekraft, noko som kan verke positivt for bransjen.



Figur 2-3: Norges Bank sin forventning om vekst i konsumpris (Norges Bank, 2019)

2.2.1.3 Sosoikulturelle forhold

SSB sine tal frå 2017 viser at 98 prosent av befolkninga i Norge har mobil, og heile 91 prosent av befolkninga har til smarttelefon (Statistisk sentralbyrå, 2019). I eit intervju med E24 uttalte direktør i Nkom, Elisabeth Aarsæther, at folketalet i Norge er svært stabilt på rundt fem millionar menneske, noko som skulle tilseie at det ikkje låg til rette for ei positiv utvikling i bransjen. Likevel meiner Aarsæther at mobilselskapa har vore flinke til å tilby tenester til kundane sine, og folk må betale mykje meir for det dei treng mest og viser til at det i dag er i mobildata pengane ligg (Lorentzen, Slik skal Ice bygge Norges nye mobilnett, 2018). Tala frå SSB underbyggjer at bruk av internett på mobil har hatt ei enorm auke, og at det er den delen av mobilbruken som har hatt den største utviklinga frå 2012 til 2017.

Ein grunn til den store auken i bruk av mobildata er truleg eit resultat av befolkninga sin betydelege bruk av sosiale media. Folk ønskjer i dag, i mykje større grad enn før, å halde seg oppdatert til ein kvar tid. Dette betyr at nettverkstilgang, også utanfor husstanden, er noko kundane i stor grad etterspør. Appane Facebook, Instagram og Snapchat er blant dei mest nedlasta gratis-appane i både App-store og Google-Play. Dei er alle avhengige av nettverkstilgang, og kan vera ein av mange grunnar til at etterspurnaden aukar.

Auka bruk av mobildata er også vera eit resultat av at den teknologiske utviklinga, då mange av dei kvardagslege handlingane går gjennom mobilen. Til dømes hentar ein fram billetter i samband med transport og kulturelle arrangement eller ein nyttar telefonen når ein skal betale

i ein butikk. I den samanheng er det også dei siste åra vorte meir behov for tilgang på nettverk når ein er på reise. Dette behovet blei i større grad tilfredsstilt etter at det i 2017 kom eit nytt EU-direktiv. Dei nye reglane gav dei norske mobilkundane høve til å kunne ringe, sende SMS/MMS og bruke mobildata i heile EU/EØS utan ekstra kostnad (NTB, 2017). Frå dette tidspunktet blei det altså slutt på dyr roaming i land med EU/EØS-medlemskap fordi ein no slepp kostnaden ved å kople seg til andre nett enn kundeforholdet i utgangspunktet gav løyve til.

2.2.1.4 Teknologiske- og miljømessige forhold

I eit moderne samfunn er god infrastruktur ein viktig grunnpilar. Infrastruktur for elektronisk kommunikasjon skal blant anna redusere avstandsulempene mellom distrikt og by, slik at samferdselsnett blir en konkurransefordel for Norge og norsk næringsliv. Samstundes fungerer IKT og breiband som ein nøkkel til velferd og vekst. Regjeringa ønskjer difor å satse på eit toppmoderne samferdselsnett i heile Norge for å blant anna redusere miljøkonsekvensar og auka mobilitet for folk og næringsliv.

Norge er i dag eit av dei mest digitaliserte landa i verda. Gjennom dei siste 10-15 åra har det skjedd eit teknologisk kjempesprang innanfor elektronisk kommunikasjon. Eit toppmoderne samferdselsnett er dermed avhengig av ny- og moderne teknologi. Regjeringa vil sikre dette ved å leggje til rette for neste generasjons mobilnett, 5G. Det er satt av 150 millionar kroner i statsbudsjettet for å leggje til rette for ein tidlegare oppstart av 5G og avanserte mobiltenester. Ein grunn til at ein sett av finansielle midlar til dette er at regjeringa ønskjer at Norge skal liggje i fremre rekke i å ta i bruk ny teknologi. 5G er ein raskare versjon enn 4G, og operatørane har allereie starta med utbygginga. Telenor byrja med pilotprosjekt i blant anna Kongsberg og Elverum, og har meldt om offisiell lansering av 5G-nett i Trondheim allereie i 2020 (Lorentzen, Telenor straks klare for å trykke på knappen: Trondheim blir Norges første by med 5G, 2019). Dette er ei dyr utbygging som krev finansiering og rett teknologi. Når ein skal byggje ut mobilnett må ein kjøpe tilgang til basestasjonar, ein kjøper nødvendigvis ikkje tilgangen til teknologien knytt opp til basestasjonen. Dette underbyggjer at finansiering av ny teknologi er kostbart.

Auka bruk av digitale tenester krev ein infrastruktur som er fleksibel, stabil, robust og open for ulik bruk. Ein omtaler digital kommunikasjonsteknologi som konvergerande teknologi på grunnlag av at felles standardar og kommunikasjonsprotokollar gjer det mogleg å bruke digitale

tenester på mange typar nett og utstyr. Dei siste åra har ein forska på verknadane av IKT og breiband (Samferdselsdepartementet, 2016). Resultatet viser at gjennomgåande utbreiing av breibandsinfrastruktur har hatt ein betydeleg positiv effekt på økonomisk vekst.

Ved å ta i bruk ny teknologi håpar ein også at næringa vil leggje til rette for betydelege kutt i klimagassutslepp frå sektoren. Norge har som mål å bli eit lågutsleppssamfunn innan 2050. Bransjen har dermed ytra eit ynskje om å fremme spreiding og utvikling av miljøvennleg teknologi. I tillegg ønskjer operatørselskapa at deira leverandørar skal opptre i samsvar med internasjonale og lokale anerkjente miljøstandardar, samstundes som dei skal minimere miljøbelastningar.

Vidare har bruk av elektroniske kommunikasjonstenester tradisjonelt vore dominert av informasjonsutveksling mellom personar, til dømes tale, e-post og SMS. Dette er derimot i endring, og i seinare tid har ein heller teke i bruk nye “smarte” løysingar der også ting kommuniserer med kvarandre. Teknologien har bidrege til denne endringa. I dag mottek mange fakturaer elektronisk, les avisa på elektroniske hjelpemiddel etc. Ei slik endring sparar miljøet for blant anna mindre papirbruk. Framvekst av slike innovative løysningar kan også vera avgjerande når ein møter utfordringar innanfor blant anna miljø- og energisektoren. Til dømes kan innovative løysningar innanfor elektroniske kommunikasjonen vera nødvendige for å overvake forureining og varsle ved naturkatastrofar.

2.2.2 Bransjen

Informasjon som blir vidare presentert i dette delkapittelet vil leggja grunnlag for bransjeanalysen som vert gjennomført i delkapittel 4.2.

2.2.2.1 Eksisterande konkurrentar

I Norge finn ein 19 mobiloperatørar fordelt på tre mobilnett. Telenor, Telia og Ice er dei tre største operatørane i norsk telekommunikasjonsnæring, og dei eig kvar sitt mobilnett. Ettersom Ice, Telenor og Telia har sitt eige mobilnett, samstundes som dei utgjer ein stor del av marknaden i Norge, vil me avgrensa bransjen mot desse i analysen.

Gjennom lov om elektronisk kommunikasjon har ein lovfesta at ein skal sikre brukarar i heile Norge “gode, rimelige og fremtidsrettede elektroniske kommunikasjonstjenester..”, jf. e-ko.nl.

§ 1-1. For å sikre dette konkurrerer dei tre netteigarane konstant om å kunne tilby best mogleg dekning over heile landet. Myndigheitene er opptekne av at dette skal vera ein berekraftig konkurranse. Difor er det eit politisk mål å ha tre sjølvstendige mobilnett. Konkurransen utspelar seg ved at dei tre operatørane konkurrerer om ulike frekvensar rundt om i landet. Det er Nkom som vurderer denne etterspurnaden av frekvensar i eitt eller fleire frekvensband. Dersom det er fleire som etterspør er det grunnlag for bruk av auksjon. Frekvensauksjon vert nytta som eit verktøy for å kunne avgjera kven av søkjarane som skal få tildelt frekvensløyve (Nasjonale kommunikasjonsmyndigheit, 2015).

Nkom har såleis ansvaret for at konkurransen er berekraftig ved å sikre at alle aktørar stiller med like konkurransevilkår. Dette vil sei at myndigheitene kan tre inn å gjera nødvendige reguleringar, slik at alle som tilbyr dei same tenestene får konkurrere på like vilkår. Med andre ord vil det i nokre tilfelle vera nødvendig å stimulere til at mindre aktørar skal få utvikle eiga konkurransekraft.

2.2.2.2 Leverandørar- og kundar si forhandlingsmakt

Det har lenge vore få tilbydarar av telekommunikasjonstenestar i marknaden over lang tid. Dette har ført til at kundane har hatt lite forhandlingsmakt. Når Ice etablerte seg med det tredje telenettet og auka konkurransen i bransjen, førte dette til at kundane fekk meir forhandlingsmakt. Dette gav meir press på pris og andre vilkår, noko som var eit ynskje frå myndigheitene då dei la til rette for utbygginga.

Eit tredje telenett førte også til at mobiloperatørar utan eige nett fekk fleire val når det kom til leige av nettfrekvensar, noko som også tilseier større konkurranse. Likevel er desse kundane avhengige av leverandørane og har difor relativt lite makt. Samstundes er det relativt få av desse kundane, slik at også leverandørane sit igjen med mindre makt. Dette gjev ein form for maktbalanse.

Grunna få aktørar og lite kundemakt over lang tid, har leverandørane hatt stor makt. Lenge var Telenor aleine i bransjen, før Telia og Ice kom inn som nye leverandørar av telenett. Dette gjorde at Telenor kunne drive som eit monopol og dermed kunne ha full kontroll over marknaden. Ved at Telia og Ice har etablert seg, har Telenor fått svekka si makt som leverandør. Makta hjå dei tre noverande aktørane med eige nett er likevel stor, då dei er få tilbydarar med

stor kundemasse.

2.2.2.3 Truslar frå nyetableringar og substituttar

Då Ice etablerte det tredje telenettet i Norge entra dei bransjen som ein ny aktør. Konkurransen i marknaden auka dermed på grunn av den auka kapasiteten og eit større tilbod overfor kundane. Høve for nye aktørar til å etablere seg følgjer av kor store etableringshindringane er. Eit døme på hindringar kan vera politiske reguleringar, mangel på kapital og stordriftsfordelar. Norske myndigheiter har eit ynskje om ein større konkurranse i telekommunikasjonsbransjen i Norge og la til rette for at ein aktør kunne byggje ut eit tredje telenettverk. Sidan Ice har gjort dette er det ikkje nokre truslar frå nyetableringar i næraste framtid når det kjem til utbygging av fleire telenett.

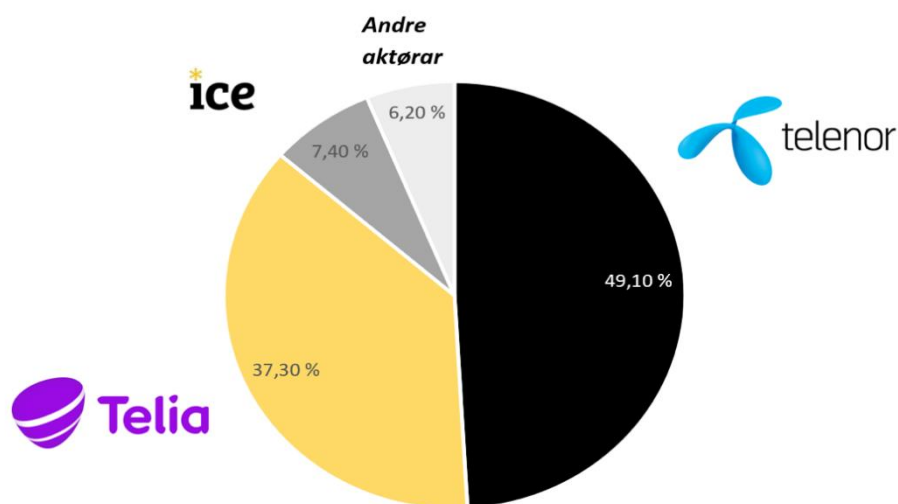
Eit substitutt er eit produkt som har same funksjon eller kan dekkje dei same behova som det produktet bransjen tilbyr. På noverande tidspunkt er det problematisk å observere at det eksisterer substituttar som kan vera trugande for den noverande marknaden. Samstundes kan det vera vanskeleg å forutsjå slike truslar i bransjar der teknologi spelar ei viktig rolle. Ein kan tenke seg ei utvikling der utbygging av telenett ikkje er nødvendig for aktørar å kunne tilby telekommunikasjonstenestar. Ein kan til dømes tenke seg at mobildekning blir levert via satellittar.

2.3 Norske telekommunikasjonsverksemdar

Det eksisterer ein del aktørar innan telekommunikasjonsbransjen i Norge. Ice er Norge sitt tredje største verksemd på marknaden. Bransjen i Norge er i stor grad omfatta av tre verksemdar, Telenor, Telia og Ice. Det finst også nokre få andre aktørar, men dei er svært små kvar for seg. Det komparative utvalet vil difor omfatte Telenor og Telia, og saman med Ice utgjere det me omtalar som «bransjen» i denne oppgåva. Verksemdene vil difor presenterast under, og seinare nyttast som supplement i den strategiske analysen og rekneskapsanalysen av Ice. Informasjonen om aktørane er henta frå selskapa sine heimesider og årsrapportar frå 2017 og 2018. Kjeldene er likevel nytta på ein kritisk måte, då desse ofte inneheld mykje marknadsføring.

Figuren under viser dei tre største tilbydarane av mobiltelefoniabonnement i Norge ved utgangen av første halvår i 2018. Abonnement hjå andre tilbydarar inngår i kategorien «andre

aktørar». Ein kan sjå av figuren at Telenor har ein marknadsdel på heile 49,1 prosent og med dette er den dominerande tilbydaren, noko dei har vore i ei årrekke. Likevel har Telia og Ice teke store marknadsdelar dei siste åra, og til saman utgjer dei tre største aktørane heile 93,8 prosent av marknaden (Nasjonale kommunikasjonsmyndigheit, 2019). Det er med dette naturleg å fokusere på desse verksemdene vidare i oppgåva.



Figur 2-4: Fordeling av mobiltelefoniabonnement i den norske marknaden

2.3.1 Telenor

Telenor er ei av verdas største, og Norge sin største, leverandør av tale- og datatenester. Selskapet blei oppretta i 1855 som det statseigde Telegrafverket. Deira opphavslege oppgåve var å knytte landet saman ved hjelp av telegraflinjer. Dei har sidan den gong stått for mykje av utbygginga av telegraf, telefon, sendenett for radio og fjernsyn. I 1969 bytta dei namn til Televerket, som i 1994 blei til statsaksjeselskapet Telenor. I 1998 blei Telenor utsett for konkurranse på ei rekke områder då dei mista ein retten til å drive offentlege telenett og telefonenester i Norge. Året etter blei dei forsøkt samanslegne med det svenske statseigde Telia. Dette blei ikkje noko av grunna manglande tillitsforhold mellom dei statlege eigarane. (Store norske leksikon, 2018). I dag er dei to aktørane dei største konkurrentane i den norske marknaden.

Telenor er i dag eit delprivatisert og børsnotert allmennaksjeselskap. Staten sin eigardel er på om lag 54 prosent gjennom nærings- og fiskeridepartementet, og om lag 5 prosent gjennom

Folketrygdefondet (Proff, 2019). Telenor Norge AS er heileigd av eit holdingselskap som igjen er heileigd av Telenor ASA. Når verksemd seinare i oppgåva skal nyttast som komparativ verksemd til Ice, vil det bli teke utgangspunkt i Telenor Norge AS sitt rekneskap. Grunnen til dette er at ei samanlikning mellom Ice Group ASA og Telenor ASA ville verte urimeleg då allmennaksjeselskapet er langt større på verdsbasis og har langt fleire verksemdsområder.

2.3.2 Telia

Telia er Norge sin andre største mobiltelefoniooperatør. Det som i dag heiter Telia Company, er eit svensk telekommunikasjonskonsern, som blei oppretta i 1993. Dette var ei følgje av omdanninga av det svenske televerket. I Norge starta det heile som selskapet NetCom GSM AS i 1989. Netcom blei i år 2000 kjøpt opp av svenske Telia. Selskapet har hatt ei stor utvikling i Norge etter at dei har kjøpt opp ei rekke mindre mobilselskap som Tele2, OneCall og MyCall. I 2016 endra også den norske avdelinga namn til Telia, og nådde myndigheitskravet på 98 prosent befolkningsdekning på høghastigheits mobildata. Same år gjennomførte dei også oppkjøpet av Phonero, og styrka med dette posisjonen sin bedriftsmarknaden (Telia, 2019). I 2018 gjorde dei samanslåinga med Chess fullstendig, og fjerna Chess som merkevare. Det er no berre Telia, OneCall, MyCall og Phonero som står att i den norske portefølgja til Telia (Olsen, 2018).

Telia Company AB, som er morselskapet til det norske selskapet Telia Norge AS, er i dag delprivatisert og notert på børs i Sverige. Den svenske og den finske staten eig resterande del av selskapet, som til saman utgjer 51 prosent av aksjane. Eigarstrukturen minner difor svært mykje om Telenor sin. Dette skil dei komparative selskapa frå Ice som er heilprivatisert. Seinare i oppgåva når Telia skal brukast som komparativ verksemd, vil det bli teke utgangspunkt i Telia Norge AS sin rekneskap for ei mest mogleg rettferdig samanlikning.

2.4 Ice samanlikna med gjennomsnittsverksemda i bransjen

Over er det gitt ein presentasjon av Ice, telekommunikasjonsbransjen og dei største konkurrentane i marknaden som skal brukast som komparative verksemdar. Vidare vil det bli gjort ei samanlikning av Ice opp mot dei komparative verksemdene for å sjå korleis dei eventuelt viker frå gjennomsnittsverksemda. Informasjonen som kjem fram her vil bli nytta vidare i den interne ressursbaserte VRIO-analysen som blir gjort i kapittel 4.3.1.

Kapital

Ut frå ressursar stiller Ice og dei komparative verksemdene ganske ulikt. Telenor har alltid hatt stor tilgang på ressursar, noko dei framleis har. Grunnen til dette er at staten alltid har vore ein av eigarane i selskapet og støtta utbygginga av telenett i Norge frå starten av. Selskapet er framleis deleigd av staten, noko som betyr at dei også no får mykje støtte frå det offentlege. Den norske stat har ingen slik eigardel i verken Telia eller Ice. Telia sitt morselskap i Sverige har til samanlikning den svenske og den finske staten som deleigar, og har på denne måten også ein viss ressurstilgang. Ice er derimot heilprivatisert og er avhengig av kapital for å drive utbygginga av det tredje nettet. Dette er ein av dei største utfordringane til verksemda framover. Ice har likevel klart å skaffe seg nok kapital til å bli notert på børs. Dette vil truleg gjere det lettare for selskapet å tileigne seg større kapital i åra framover.

Merkenamn

Som tidlegare nemnt er dei komparative verksemdene Telenor og Telia langt meir etablert i marknaden enn Ice. Spesielt er Telenor eit selskap som dei aller fleste nordmenn har kjennskap til, noko som gjer at dei har eit sterkare merkenamn enn konkurrentane. Etter kvart har også Telia vorte eit relativt etablert merkenamn. Dette gjer det vanskelegare for Ice å tileigne seg kundar, då nye kundar i mange tilfelle vel aktørar dei er kjende med. Akkurat no har difor Ice eit dårlegare merkenamn enn konkurrentane. Situasjonen kan likevel endre seg på lang sikt med børsnoteringa og vidare marknadsføring.

Teknologi

Teknologien Ice leverer er tilnærma lik den som konkurrentane leverer. Alle dei tre aktørane jobbar aktivt med utbygging av 5G-nett. Nye teknologiar vil ofte vera lett å imitere, og det er difor vanskeleg for verksemdene i bransjen å skape seg langvarige konkurransefortrinn på denne måten. Dei tre aktørane i den norske marknaden stiller med dette ganske likt når det gjeld denne ressursen. Det vil vera vanskeleg å forutsjå korleis dette kan utvikle seg i framtida. Ein kan tenkast at substituttar eller andre teknologiske løysningar kan endre konkurranseforholda, men det er lite truleg at det vil føre til store skilnadar mellom dei noverande aktørane.

Kompetanse

Korleis kompetansen Ice sit på er i forhold til kompetansen som Telenor og Telia har vanskeleg å vite. Ein etablert aktør som Telenor kan ha tilsette med meir erfaring og ein fordelaktig

samansetning av medarbeidarar. Likevel vil kompetanse som er tileigna gjennom utdanningsløp vera relativt lett for alle verksemdene å tileigne seg. Det er difor truleg mindre skilnadar mellom verksemdene når det gjeld kompetanse som ressurs, og kanskje endå mindre i tida framover. Kompetanse kan også følgje med oppkjøp av andre mindre selskap. Eit døme på dette er Telia sitt oppkjøp av Phonero. Konkurransetilsynet gav Telia løyve til å kjøpe opp Phonero slik at ein kunne styrke konkurransen i bedriftsmarknaden. Ved å kjøpe Phonero har Telia forsterka sin kompetanse og posisjon i bedriftsmarknaden. Det kan difor tenkjast at Ice har langt færre ressursar på dette området enn dei komparative verksemdene.

3. Val av verdsetjingsteknikk

Det finst fleire ulike teknikkar for å verdsetje ei verksemd sin eigenkapital. Når ein finn totalverdien, kan ein fordele denne på samlege aksjar og samanlikne med aksjekurs. Ein vil då kunne vurdere kor vidt den estimerte verdien ein har komme fram til skil seg frå børsverdien på aksjen. Kva teknikk ein vel å nytte må vurderast ut frå forholda rundt verksemda, som for eksempel bransje og fase i livssyklus (Kaldestad & Møller, 2016).

Dersom ein ser hen til Damodaran (Damodaran, Investment valuation, 2012), deler ein gjerne verddivurderingsteknikkane inn i tre hovudtypar. Desse kallast fundamental, komparativ og opsjonsbasert. Ein nyttar gjerne ein av dei som hovudteknikk for analysen og supplerer med informasjon frå andre teknikkar.

3.1 Oversikt: fundamental, komparativ og opsjonsbasert

3.1.1 Fundamental verdsetjing

Fundamental verdsetjing er ein grunnleggjande verdsetjingsteknikk som mange av dei andre teknikane byggjer på. Tanken bak metoden er at den rette verdien av verksemda kan relaterast til firmaet sine karakteristikkar og underliggjande forhold, som til dømes vekst, risiko og kontantstraumar (Damodaran, Investment valuation, 2012). Dette blir gjort ved å gjennomføre ei strategisk rekneskapsanalyse og ved å utarbeide framtidsrekneskap. Tilnærminga tek utgangspunkt i kva for kontantstraumar eit selskap ventar å generere framover (Kaldestad & Møller, 2016).

Det er to ulike metodar å gjennomføre fundamental verdsetjing på, eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Knivsflå, Førelsing 1, 2019). Når ein nyttar eigenkapitalmetoden finn ein verdien av eigenkapitalen direkte, som vil seie ved diskontering av framtidige kontantstraumar. Denne skil seg frå selskapskapitalmetoden, der ein verdset eigenkapitalen indirekte ved å nytte selskapskapitalen med fråtrekk for gjeld. Metodane skal i utgangspunktet gje det same resultatet dersom avkastningskravet er basert på verkeleg verdi og er konsistent (Damodaran, Investment valuation, 2012). Dei to metodane kan igjen gjennomførast ved bruk av tre ulike modellar; fri kontantstraum-modell, superprofitt-modell og superprofitt-

vekstmodell. Vidare kan også utbytemodellen nyttast i samband med eigenkapitalmodellen (Knivsflå, Førelesing 1, 2019).

Fordelen med fundamental verdsetjing er at den blir noko grundigare enn ved dei andre verdsetjingsteknikkane. Grunnen til dette er at ein trekk inn fleire sider ved verksemdene i analysen, både strategiske og rekneskapsrelaterte. Trass at metoden gjev eit svært godt bilete av selskapet blir den mindre brukt i praksis, då den er arbeidskrevjande.

3.1.2 Komparativ verdsetjing

Komparativ verdsetjingsmetode er den metoden som er mest brukt i praksis. Grunnen til dette er truleg fordi den er enkel å bruke. Ved å gjennomføre denne type verdsetjing estimerer ein verdien av verksemda på grunnlag av kva liknande selskap blir omsett for i marknaden. (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ metode kan difor vera utfordrande sidan det i røynda er utfordrande å finne verksemdar som er like nok og som gjer samanlikninga nøyaktig og truverdig. Metoden vil likevel bli nytta som supplerande metode i kapittel 12, for å kunne gje eit meir robust verdiestimat i kapittel 13.

Ein deler gjerne komparativ verdsetjingsteknikk inn i to ulike metodar; multiplikatormetoden og substansverdimetoden.

Multiplikatormetoden

Dersom ein nyttar denne modellen blir verdien av eigenkapitalen estimert ved bruk av nøkkeltal for samanliknbare verksemdar. Nøkkeltala blir så multiplisert med ein skaleringsfaktor. Ein tek utgangspunkt i tal frå resultatoppstillinga, kontantstraum eller balanse, som for eksempel pris/bok-forholdet, pris/forteneste-forholdet og pris/sal-forholdet (Knivsflå, Førelesing 1, 2019). Alle desse multiplikatorane spring ut frå eigenkapitalen og tek utgangspunkt i pris per aksje, altså kva marknaden er villig til å betale for ein aksje i denne type selskap.

Bruk av multiplikatormetoden tek føresetnad om at ein har komparative verksemdar til den verksemda som skal verdsetjast. Å finne to identiske verksemdar viser seg ofte som problematisk, og ein må i mange tilfelle gjennomføre normalisering og justering av rekneskapa. Skilnadane kan likevel vera vanskelege å måle, noko som kan føre til ei verdsetjing som ikkje er presis nok og representativ.

Substansverdimetoden

Substansverdimetoden er ein verdsetjingsteknikk der ein gjennomfører ei absolutt samanlikning. Dette betyr at ein verdset ein eigendel i verksemda med same verdi som komparativ eigendel i det samanliknbare selskapet. Denne verdien kjem fram som marknadsverdien av eigendelen, altså kva pris den kan seljast for i marknaden i dag. Bruk av metoden avhenger difor av at det finst ein marknad for verksemda sine eigedelar. Modellen tek likevel ikkje omsyn til verdier som immaterielle eigedelar, menneskelege ressursar, relasjonar og synergieffektar. I bransjar der slike verdier er sentrale vil substansverdimetoden kunne medføre undervurdering (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen eignar seg difor best for verksemdar der viktige eigedelar har gode samanliknbare verdier, som til dømes i eigeomsbransjen.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsetjing

Opsjonsbasert verdivurdering fungerer godt som eit supplement til fundamental verdivurdering. Metoden går ut på å gjennomføre ei separat verdsetjing av fleksibilitet og andre opsjonar i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Det hender at ein tradisjonell fundamental verdianalyse gjev ei undervurdering av verdien av selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Ei slik undervurdering skuldast at ein ikkje har med verdien av å ha ein opsjon. Altså er verdien av rettigheter til for å kunne gjere ulike tiltak, som likevel ikkje er ei plikt. Slike rettigheter kan til dømes vera rett til å utsetje, utvide eller avlyse prosjekt (Kaldestad & Møller, 2016). Ved opsjonsbasert verdsetjingsmetode vil ein altså få ein verdi lik summen av «statisk verdi» (gjerne basert på fundamental verdivurdering) og verdien av særleg fleksibilitet (Knivsflå, Førelsing 1, 2019).

Ein skil ofte mellom finansielle- og realopsjonar. Finansielle opsjonar omfattar blant anna valuta, aksjar og verdipapir. Realopsjonar gjeld driftseigedeler derimot driftseigedelar. Verdien av eit selskap med sistnemnde, er noverdien av framtidige kontantstraumar i strategisk samanheng med tillegg av verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016).

3.2 Val av hovudteknikk – Fundamental verdivurdering

I det førre kapittelet blei dei tre teknikkane for verdivurdering skildra og i følgande kapittel vil oppgåva drøfte kven av dei tre teknikkane som passar best til denne utgreiinga. Det er ikkje naudsynt å velje ein bestemt metode for verdivurdering. Dei ulike metodane har ulike styrkar og svakheiter. Ein kombinasjon av dei ulike metodane vil difor vera ei god tilnærming for å gjera ei god verdivurdering.

Kva for ein verdsetjingsteknikk ein skal nytte er, som tidlegare nemnt, avhengig av eigenskapar ved selskapet og bransjen. Dette gjeld blant anna livssyklusen, unikheit og drift eller avvikling (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Tilgang på informasjon

Dei ulike metodane for verdivurdering krev ulik mengde informasjon. Den fundamentale metoden er tufta på framtidige kontantstraumar. Desse må prognostiserast med grunnlag av brei informasjonsbase (Kaldestad & Møller, 2016).

Ice Group ASA er notert på børs. Dette er det ikkje lenge sidan, men likevel er det nok historisk informasjon tilgjengeleg. På grunnlag av dette kan ein framleis gjennomføre ei fundamental verdsetjing så vel som andre metodar.

Krav til lojalitet

I nokre tilfelle kan eit grovt overslag av verdien vera nok, særleg i tilfelle der ein vurderer verdien til selskap som utgjer ein liten del av totalportefølgja (Kaldestad & Møller, 2016).

Formålet med denne masterutgreiinga er å vurdere verdien til eit konkret selskap, og ikkje ulike selskap som skal utgjera ei portefølje. Dette sett krav til eit presist verdiestimat og kravet til lojalitet må følgeleg vera høgt. Fundamental verdsetjing er såleis eit passende val.

Bransje

For å skape ein konkurransedyktig marknad i telekommunikasjonsbransjen gjev staten stønad til verksemdene i marknaden. I tillegg er bransjen avhengig av sine kundar for å få inntening til å drive vidare. Dette kan tale for ei innteningsbasert tilnærming.

På den andre sida blir bransjen framleis påverka av konjunktursvingingar, sjølv om bransjen er regulert av staten. Difor blir det sett krav til ein grundig analyse av makroforhold, noko som talar for ei fundamental verdsetjing. Bransjeforholda kan dermed tale for at ein kombinasjon av dei to teknikkane for verdivurdering er hensiktsmessig.

Tid til disposisjon

Ein knapp faktor når ein skal verdsette eit selskap er tid. Enkelte metodar er meir tidkrevjande enn andre og tid til rådighet er difor eit viktig element knytt til val av teknikk.

Verdivurderinga blir gjennomført på ca. 5 månader og er relatert til ei masterutgreiing. I utgangspunktet vil dette vera tilstrekkeleg god tid til å gjennomføre grundige analyser. På den andre sida kan det føre til nokre avgrensingar. Tid til disposisjon blir likevel ikkje sett på som ein tydelig avgrensing i denne oppgåva og vil dermed ikkje leggje noko klare føringar for val av metode.

Fase i livssyklusen

Damodaran sitt livssyklus-perspektiv tek utgangspunkt i at ei verksemd går gjennom fem steg (Damodaran, Investment valuation, 2012). Det verkar naturleg å sette Ice inn under steg 1. I det første steget i livssyklusen finn ein oppstarts-selskap. Sidan Ice nyleg har gjennomgått ei omorganisering, og i tillegg har notert seg på børs verkar dette naturleg.

Kjenneteikn for denne fasen er blant anna:

- Inntekter er ikkje-eksisterande og noverande operasjonar har negative driftsinntekter
- Verksemda har inga driftshistorie
- Verksemda har ingen samanliknbare verksemder
- Verdikjelde er noko som kjem i framtidig vekst

Ice har dei to siste åra gjennomgått ei omorganisering for å bli notert på børs. Verksemda har dermed inga lang driftshistorie. Omorganiseringa har ført til at dei har gått i underskot dei siste åra og verksemda har såleis ein del gjeld. Dei andre komparative verksemdene i bransjen er meir etablerte og mykje større enn Ice. Det eksisterer dermed ingen samanliknbare verksemder. Sjølv om verksemda har ein negativ eigenkapital og kan bli sett på som eit konkursselskap, vil me rekne dei som eit oppstartsselskap som er inne i ein fase der utgiftene er høgare enn innteninga. Ice kan dermed reknast å finne seg i den første fasen av livssyklusperspektivet.

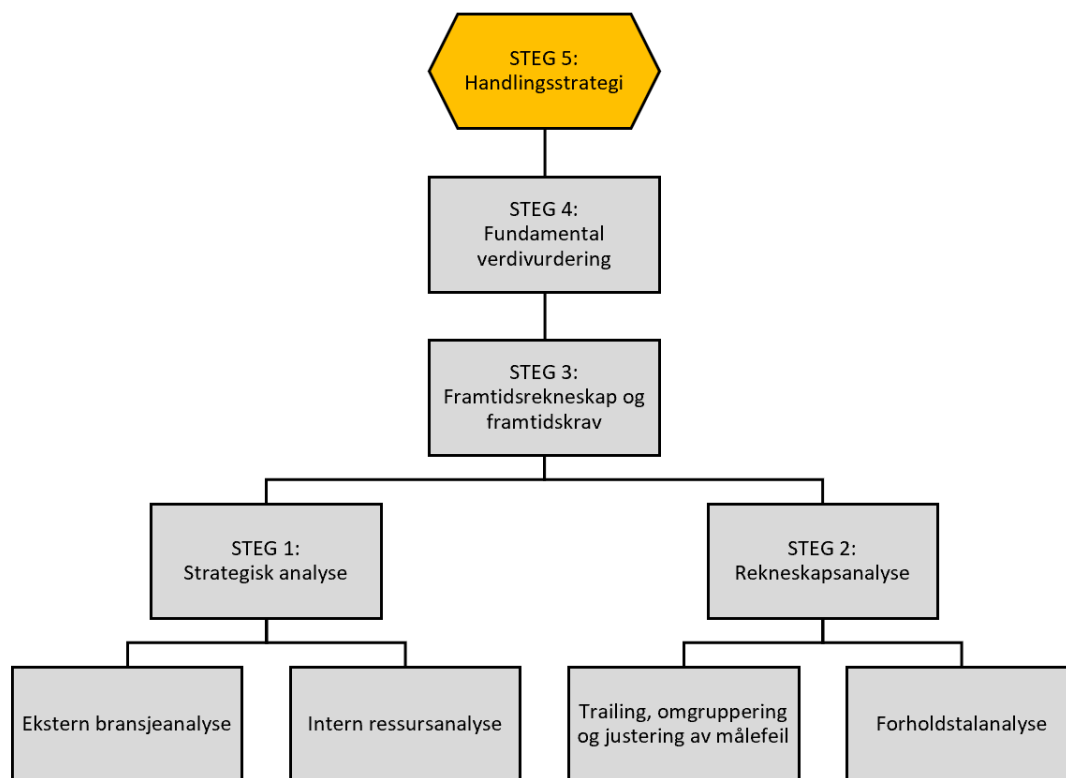
Endeleg val av teknikk for verdsetjing

Ut frå dei ulike momenta ovanfor verkar det mest formålstenleg å nytte fundamental verdsetjing. Metoden tek utgangspunkt i verksemda sine underliggjande økonomiske forhold, samstundes som grundige kvalitative og kvantitative undersøkingar dannar grunnlaget for verddivurdering. Sidan me har tilstrekkeleg tid til disposisjon og tilgjengeleg informasjon for å gjera grundige vurderingar, samtidig som me føresett at Ice skal oppnå vekst, er det rimeleg å tru at den fundamentale metoden vil gje det beste verdiestimatet.

Likevel baserer metoden seg på mange skjønsmessige vurderingar, til dømes ved prognostisering av framtidig kontantstraum. Metoden kan dermed gje eit usikkert verdiestimat. For å teste at estimatet ikkje er for usikkert vil det vera fornuftig å gjennomføre ei kortfatta, komparativ verddivurdering av selskapet avslutningsvis i utgreiinga.

3.3 Rammeverk for fundametal verddivurdering

I vår verdsetjing av Ice Group ASA vil rammeverket som Kjell Henry Knivsflå har presentert i kurset BUS 440A “Verddivurdering med rekneskapsanalyse” ved Norges Handelshøgskule bli nytta. Rammeverket er presentert av Penman (Penman, 2013) og seinare utvikla av Knivsflå i samband med kurset. Det består av fem steg: strategisk analyse, rekneskapsanalyse, framtidsrekneskap, fundamental verdsetjing og bruk av estimatet. Rammeverket kjem fram av figur 3-1:



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdivurdering

Det første steget i ei fundamental verdivurdering er ein strategisk analyse. Dette er ein kvalitativ analyse av underliggjande økonomiske forhold som viser om verksemda har ein strategisk fordel. Hensikten med analysen er å få svar på om Ice har ein strategisk fordel, enten som bransje- eller ressursfordel. Den strategiske posisjonen vil så bli teken omsyn til ved utarbeiding av framtidsrekneskapen.

Den andre delen omfattar ein rekneskapsanalyse. Dette er ein kvantitativ analyse av underliggjande økonomiske forhold, som viser kor godt rekneskapen fangar opp desse forholda. Steget er samansett av fire deler, trailing av årsrekneskapen, omgruppering av finansrekneskapen, analyse av målefeil og justering for vesentlege målefeil. For å gjennomføre denne analysen tek ein utgangspunkt i årsrapportar. Basert på den strategiske analysen og rekneskapsanalysen skal det utarbeidast ein framtidsrekneskap, som er det tredje steget i verdivurderinga.

Med utgangspunkt i framtidsrekneskapen gjennomfører ein sjølv verdsetjinga, som er det fjerde steget. Dette kan gjerast enten ved å nytte eigenkapitalmetoden eller ved å nytte selskapskapitalmetoden. Begge metodane legg til grunn ei neddiskontering av kontantstraumar over budsjettperioden og tek omsyn til verdiskaping utover den. Verdsetjinga vil gje eit verdiestimat på verksemda sin eigenkapital.

Til slutt samanliknar ein det endelege verdiestimatet ein har komme fram til med marknadsverdi. Ein vil då få ein indikasjon på om Ice er over- eller undervurdert. Dette vil vera med på å utgjere handlingsgrunnlag for investorar.

4. Strategisk analyse

I kapittel 4 blir det gjennomført ein strategisk analyse, både av Ice og telekommunikasjonsbransjen. Analysen gjev grunnlag for vurdering av Ice sin strategiske risiko og blir med dette sentral når det seinare skal utarbeidast ein framtidsrekneskap. Den strategiske analysen vil byggje på kapittel 2 som presenterte Ice og telekommunikasjonsbransjen. Kapittelet 4 vil starte med ein gjennomgang av rammeverket for strategisk analyse.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Ein strategisk analyse består av to delar, ein ekstern bransjeorientert analyse og ein intern ressursorientert analyse. Ut frå desse undersøkingane vil ein kunne avdekke om Ice har ein strategisk fordel samanlikna med andre verksemdar i bransjen og samanlikna med andre bransjar. For å analysere telekommunikasjonsbransjen vil det bli nytta PESTEL-analyse for å vurdere makroforholda og Porter-analyse for å vurdere konkurransekraftene i bransjen. Den interne ressursorienterte analysen vil basere seg på ein VRIO-analyse (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Denne tek føre seg kor vidt Ice har ressursar som dei andre i bransjen ikkje har.

Den strategiske analysen er ein kvalitativ analyse av underliggjande økonomiske forhold. Kvalitativ strategisk analyse gjev innsikt som er nyttig for å vurdere kvaliteten på kvantitativ rekneskapsanalyse. Analysen vil også seie noko om Ice sin strategiske posisjon, som uttrykkjer verksemda si evne til å generere ein strategisk fordel (Knivsflå, Føreling 2, 2019). Ein strategisk fordel oppstår dersom ein har ein eigenkapitalrentabilitet som er større enn eigenkapitalkravet. Prosentvis blir dette målt ved bruk av superrentabilitet, som gjev: $r-k$, der r = rentabilitet og k = kravet.

Strategisk analyse er ein teknikk som kan nyttast for å identifisere kva som er årsaka eller opphavet til ein eventuell strategisk fordel. Ein kan også finne ut kva risikoar som er knytt til posisjonen til verksemda. Fordelen kan delast i to, ein driftsfordel og ein finansieringsfordel. Driftsfordelen vert ofte rekna som den viktigaste. Ein av grunnane til dette er at finansieringsfordelen er venta å vera liten. Årsaka er høg konkurranse i finansmarknaden, samstundes som netto finansiell gjeld i prinsippet er ført til verkeleg verdi, og finansieringsfordelen dermed er venta å vera tilnærma null (Knivsflå, Føreling 2, 2019). Vidare vil driftsfordelen formidle kor stor strategisk fordel verksemda sjølv skapar.

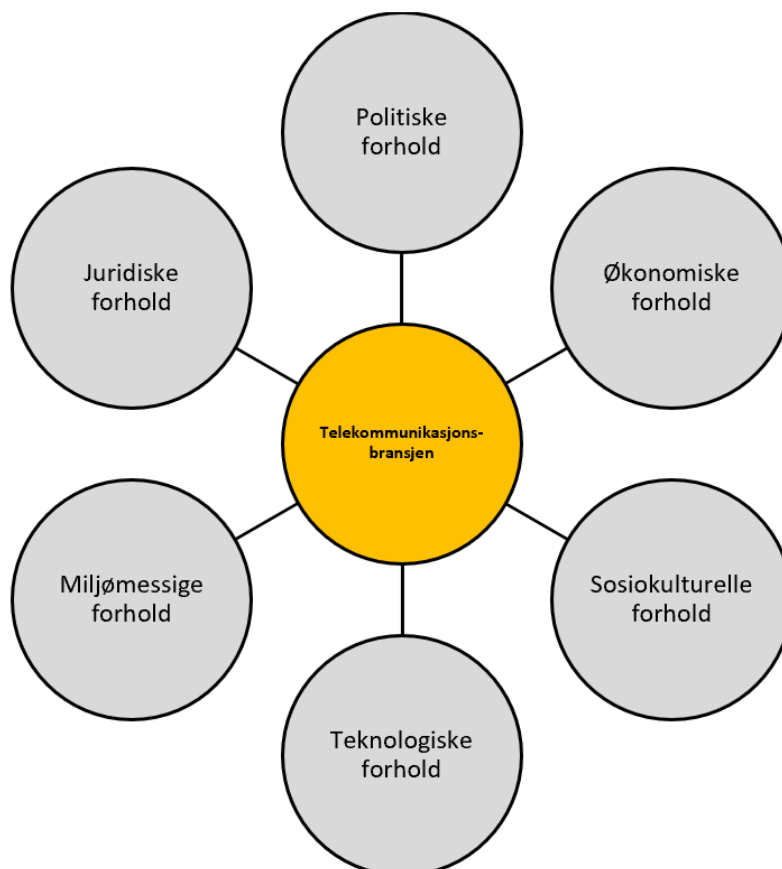
Driftsfordelen omfattar både ein ekstern bransjefordel og ein intern ressursfordel. Å ha ein bransjefordel betyr at bransjen som verksemda opererer i har ein rentabilitet som er større enn kravet. Dersom verksemda har ein rentabilitet som er større enn rentabiliteten i bransjen, har dei ein intern ressursfordel (Knivsflå, Førelesing 2, 2019).

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

I denne delen vil det blir gjort ein ekstern bransjeorientert analyse med utgangspunkt i utgreiinga i kapittel 2. For å gjennomføre analysen vil det bli brukt to ulike analysemodellar, PESTEL-analyse og Porter sin analyse av fem konkurransekrefter. Førstnemnte vil ta utgangspunkt i makroforholda som blei skildra i delkapittel 2.2. Porter-analysen omhandlar i større grad konkurransen i marknaden, korleis nye og eldre aktørar påverkar kvarande og korleis eventuelle substituttar kan kapre delar av marknaden (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Den eksterne bransjeorienterte analysen vil kunne indikere kor vidt det ligg føre ein strategisk fordel i telekommunikasjonsbransjen, og om nokon av aktørane utnyttar den betre enn andre.

4.2.1 PESTEL-analyse

PESTEL er eit akronym for politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold. Analyseverktøyet tek utgangspunkt i makroforhold som er viktige for bransjen, og er illustrert i figur 4-1:



Figur 4-1: Makroforhold i PESTEL

Følgende vil kvart forhold som er sentralt for bransjen bli gjennomgått. Analysen kan skildrast som nøkkelverktøy for å analysere makroforholda som påvirker verksemda (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Informasjonsgrunnlaget for analysen er delkapittel 2.2.

4.2.1.1 Politiske forhold

Det politiske elementet i PESTEL viser kva rolle staten og andre politiske faktorar har i bransjen. Dei mest sentrale politiske forholda i telekommunikasjonsbransjen er frekvensauksjonar og finanspolitikk (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017).

Frekvensauksjon: For å kunne drive med telekommunikasjon er selskapa i bransjen avhengige av konsesjonar gjennom frekvensauksjonar. Politiske myndigheiter deler ut konsesjon på bakgrunn av frekvensauksjonar. Auksjonar blir såleis nytta som verktøy for å avgjere kven av søkerane som skal få tildelt frekvensløyve. For bransjen er det positivt at frekvensauksjonane er strengt regulert av konkurranserettslege reglar frå politiske myndigheiter.

Telekommunikasjonsbransjen er regulert på bakgrunn av svak konkurranse i den norske marknaden. Myndigheitene ønskjer difor tre ulike eigarar av mobilnettverk i bransjen for å skape ein reell konkurranse.

Finanspolitikk: Finanspolitikk spelar ei viktig rolle ved tildeling av offentleg stønad til telekommunikasjonsbransjen. Som det er utdjupa i delkapittel 2.2.1.1 mottek telekommunikasjonsbransjen lite stønad samanlikna med andre bransjar innanfor samferdselssektoren. Stønaden som blir gitt skal gå til utvikling av 5G-nettet og anna teknologi, samt stønad for å oppretthalde telesikkerheit og beredskap i samfunnet.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Den andre delen av analysen knyter seg til makroøkonomiske forhold. Dette kan vera forhold som til dømes rente, inflasjon, valutakursar og handelssyklusar (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Dei tre omtalte aktørane driv alle verksemd i andre land gjennom søsterselskap, noko som betyr at bransjen i stor grad blir påverka av både nasjonale og internasjonale økonomiske trendar. Vidare blir først dei internasjonale høva drøfta, før det blir sett nærare på dei nasjonale forholda.

Internasjonale forhold

Tilstanden i oljemarknaden internasjonalt har stor påverknad på den norske økonomien. Etter at oljeprisane stupte i 2014, og handlingsregelen blei redusert til 3 prosent, blei det mindre pengar til rådighet ved utarbeiding av statsbudsjettet. Det kunne tenkjast at dette også ville ramme telekommunikasjonsbransjen, men ein kan sjå av statsbudsjettet 2019 at det er avsett støtte til utbygging av 5G-nettverk. Reduserte oljeprisar og handlingsregel ser såleis ikkje ut til å påverke stønaden til nettverksutbygginga, og vil med dette ikkje påverke bransjen negativt.

Verdsøkonomien påverkar også prisane på utstyret som verksemdene kjøper frå utanlandske leverandørar. Dette kan påverke verksemdene i valet av leverandørar. Tidlegare Telenor-sjef har sjølv uttalt at pris var avgjerande då dei valde Huawei som utstyrsleverandør.

Nasjonale forhold

Rente: Som me såg ut av figur 2-2, er det venta ei stabil- til svak auke i renta i åra framover. Dette vil føre til høgare finanskostnadar dersom ein har gjeld. Dette kan vera utfordrande for Ice som driv med utbygging av nett og har opparbeida mykje gjeld som følgje av dette. Likevel

kan det seiast at renta framleis er låg, og at det er framleis er relativt låge finanskostnadar knytt til langsiktig gjeld.

Inflasjon: Under drøftinga av makroforhold kom det fram at ein ventar redusert prisvekst i åra framover. Dette betyr at kundane får større kjøpekraft, noko som også kan slå positivt ut for telekommunikasjonsbransjen. Dersom kundane får større kjøpekraft, kan dei bli villige til å betale meir for mobildata og dei andre produkta som verksemdene i bransjen tilbyr. Det er likevel usikkert kor vidt kundane er villige til å betale meir for noko som på noverande tidspunkt er langt billigare i andre land. I ei undersøking frå 2018, gjennomført av NRK Beta, såg ein at ein norske mobilselskap hadde ei inntening på 97 norske kroner per selt gigabyte, medan dei danske og finske aktørane hadde høvesvis 30 norske kroner og 13 norske kroner for tilsvarande mengd (Gundersen, 2018). Dette kan vitje om at ein har nådd eit pristak på dette produktet på den norske marknaden allereie.

4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Dei sosiokulturelle makroforholda kan ha to ulike effektar på bransjen. Først og fremst kan dei påverke tilbud og etterspurnad innanfor den generelle økonomiske veksten. For det andre kan dei også skape innovasjon, makt og effektivitet i organisasjonar (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017).

Stadig fleire i Norge nyttar seg av smarttelefonar og mobilt nettverk. Eit auka behov for tilgang på mobildata og andre kommunikasjonstenester er svært fordelaktig for bransjen. Som diskutert over, har teleaktørane i Norge kunne teke seg godt betalt for produkta sine.

Det er likevel viktig å ta omsyn til at folketalet held seg stabilt på rundt fem millionar, og ikkje aukar i den grad som det gjer i mange andre land. Dette betyr at tal på potensielle kundar ikkje blir særleg større, og at ein må utnytte dei potensielle kundane ein har i større grad. Det blir dermed endå viktigare å kunne trekke til seg kundar frå konkurrentane for å komme seg inn på marknaden. Ein slik situasjon kan føre til endå hardare konkurranse i bransjen, noko som også kan medføre at prisane blir pressa ned.

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold dreier seg om forhold knytt til teknologisk utvikling (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Denne utviklinga kan vera eit resultat av nye moglegheiter eller nye utfordringar i bransjen.

Teknologi utgjer eit viktig makroforhold for telekommunikasjonsbransjen, då bransjen er avhengig av den teknologiske utviklinga. Dagens digitale transformasjon skapar høgare etterspurnad etter stabilt nettverk med større fart og kapasitet. Dei teknologiske trendane, som er gjort meir greie for i delkapittel 2.2.1.4, gjev enorme moglegheiter, men også utfordringar, for bransjen i kommande år. Dette er ein av grunnane til at statsbudsjettet sett av stønad til utvikling av 5G-nett i Norge, då dei ønskjer at Norge skal vera ein av dei fremste på den teknologiske utviklinga. Samstundes føl omfattande kostnadar med ei slik utvikling. Stønaden skal dermed ikkje berre hjelpe ein aktør, men heile bransjen med utviklinga. Dermed skal fleire ha moglegheita til å konkurrere på eit meir rettferdige grunnlag. Dette skapar konkurranse i marknaden, noko som er positivt for bransjen.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Dei miljømessige forholda i analysen fokuserer på klima, utslepp og forureining. Miljømessige reguleringar kan medføre ein del ekstrakostnadar, men det kan også skape moglegheiter i bransjen (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Eit døme på dette er resirkulering av mobiltelefonar. Telekommunikasjonsbransjen er med på å omstille Norge til å bli eit lågutsleppssamfunn ved å utvikle betre nett som kan støtte opp under tenester som gagnar miljøet. Dette fører til at ein stiller eit strengare kvalitetskrav til bransjen, noko som igjen driv til positiv bransjevekst. I tillegg ønskjer operatørselskapa at deira leverandørar skal opptre i samsvar med internasjonale og lokale anerkjente miljøstandardar, samstundes som dei skal minimere miljøbelastningar. Ei slik utvikling kan sjåast som positiv for bransjen.

4.2.1.6 Legale forhold

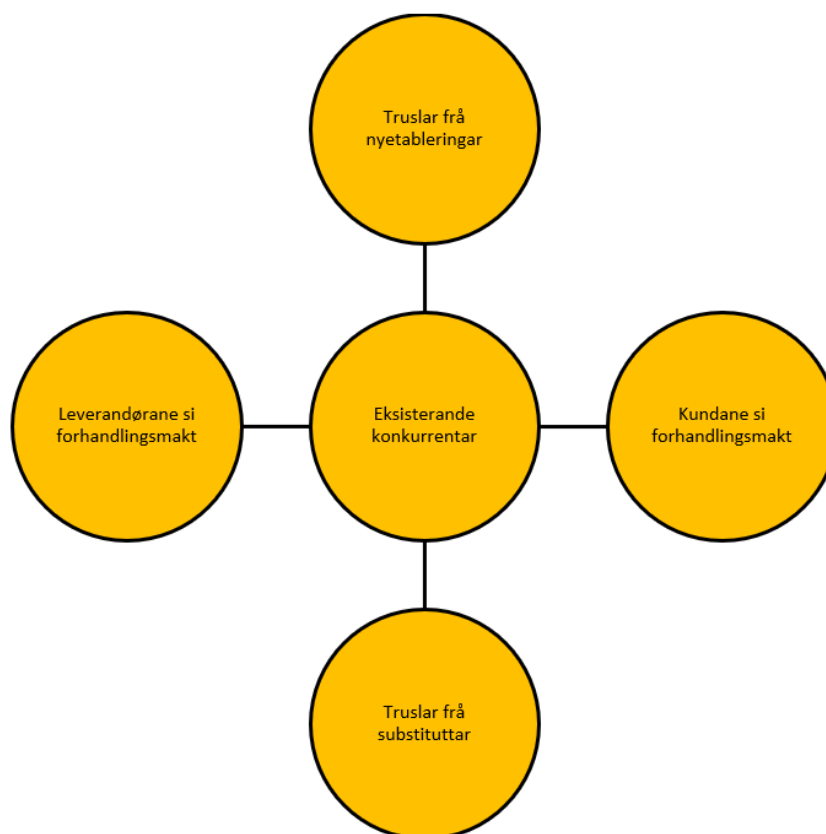
Den siste delen av PESTEL-analysen er dei legale forholda. Desse makroforholda knyter seg til føringane og endringane som myndigheitene fastset (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017).

Aktørane i telekommunikasjonsbransjen må rette seg etter føresegnene i ekom-lova. Bakgrunnen for dette er at konkurransen skal vera regulert av offentleg myndigheit. Tidlegare har bransjen vore prega av svak konkurranse, og difor vil ei regulering påverke marknaden positivt. Sjølv om ein aktør har fått konsesjon står det framleis att mange reguleringar aktørane må halde seg til. Utbygging av mobil- og fibernett samt basestasjonar krev store områder. Aktørane må difor ofte halde seg til mange ulike eigarar og reguleringar som til dømes eigendomsrett. Ein slik prosess kan vera tidkrevjande og føre til at ein ikkje får utnytta ynskja kapasitet. Slike legale avgrensingar kan sjåast som ei ulempe for bransjen.

Vidare sett GDPR, saman med norsk lov, strenge krav for personvern. Tilbydarane i telekommunikasjonsbransjen må følgje reglane og teieplikta, då dei sit på sensitiv informasjon om sine brukarar. Regelverket for alle som handterer personopplysningar, og må dermed bli omhandla som ei rutine i kvar enkelt verksemd. Difor vil regelverket vera likt for mange, og kan såleis ikkje reknast som ei ulempe for bransjen. Snarare tvert i mot vil det vera ein fordel for bransjen at ein har eit regelverk som harmoniserer med andre europeiske land. Det kan til dømes vera lettare for verksemdar i bransjen å tre inn i marknaden i andre europeiske land, når dei slepp å bruke tid på å sette eg inn i ny lovgjevning om personvern. Med andre ord kan lovgjevningen vera positiv for telekommunikasjonsbransjen.

4.2.2 Porter sine fem konkurransekrefter

I denne analysen tek ein utgangspunkt i bransjeforholda skildra i delkapittel 2.2.2 og deira viktigaste konkurransekrefter. Porter deler desse kreftene inn i fem ulike faktorar: truslar frå nyetableringar, kundane si forhandlingsmakt, truslar frå substituttar, leverandørane si forhandlingsmakt og intern rivalisering mellom eksisterande konkurrentar (Porter, 2007). Desse forholda skal seie noko om aktørane sitt høve til å skape og behalde ein strategisk fordel. Modellen har likevel ei ulempe ved at den ikkje tek omsyn til forhold som politiske reguleringar, endring i bransjeforhold og inngangsbarrierar.



Figur 4-2: Porter sine fem konkurransekrefter (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017)

4.2.2.1 Eksisterande konkurrentar

Konkurranse mellom eksisterande aktørar i ein bransje er prega av eit ynskje om å ta større eller nye marknadsdelar (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017). Kor stor trusselen er for at konkurrentane skal ta marknadsdelar er avhengig av tal på aktørar og kor vidt det er ein vekst i bransjen (Porter, 2007). Trusselnivået kan også bli påverka av kor store konkurrentane er, utgangsbarrierane i bransjen og kor store dei faste kostnadane er. Det er i dag tre aktørar i den norske telekommunikasjonsmarknaden i Norge som har eigne nett. Det er med dette få og store aktørar i bransjen, sjølv om Ice er langt mindre enn dei komparative verksemdene.

Alle frekvensar i Norge blir auksjonert ut av offentlege myndigheiter. Det er også dei som bestemmer kva frekvensar som skal haldast i takt og kva frekvensar som eventuelt skal leggjast ned. Tal på frekvensar aukar stadig, i takt med utvikling av fleire og meir omfattande nettverk. Sidan Telenor og Telia er langt større verksemdar enn Ice har dei ofte ein fordel i slike auksjonar, då dei har meir tilgang på kapital. Likevel har Ice dei siste åra klart å sikre sigeren i ei rekke av frekvensauksjonane og skaffa seg særskilte viktige marknadsdelar på denne måten.

Utviklinga i bransjen går fort, og konkurransen mellom aktørane blir stadig sterkare. Trusselen frå eksisterande konkurrentar kan seiast å vera høg, då dei er langt meir etablerte i marknaden enn det Ice er. Likevel er det no lagt til rette for at Ice skal kome inn som ein tredje aktør, då dette er noko myndigheitene ønskjer for å oppnå større konkurranse. Dette er fordelaktig for Ice.

På lang sikt kan det tenkjast at eksisterande aktørar i utlandet kjem inn som reelle konkurrentar på den norske marknaden, enten ved oppkjøp eller som resultat av den teknologiske utviklinga. På kort sikt vil det lite truleg vera store endringar i konkurransesituasjonen. Det er heller ikkje noko som tilseier at ein fjerde norsk aktør vil bygge ut endå eit nytt nett med det første, då det som tidlegare omtalt er høge inngangsbarrierar.

4.2.2.2 Kundemakt

Kundar med mykje makt kan bidra til redusert lønnsemd i bransjen, som eit resultat av at dei har makt til å drive ned prisane (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017). I slike tilfelle har ofte kundane fleire gode leverandørar å velje i, medan leverandørane ikkje har same høve til å skaffe andre kundar. Ei kundegruppe oppnår forhandlingsmakt ved at gruppa består av få kundar som konsumerer store kvantum. Dersom kjøpet har mindre betydning for sluttproduktet til kunden, tyder det på at det ligg føre ei større forhandlingsmakt (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2014). Kundegruppa i telekommunikasjonsbransjen er todelt. Først har ein enkeltkundane og bedriftskundane som har mobilabonnement i selskapa, og så har ein den andre gruppa som omfattar televerksemder som leiger nettverk.

Den første kundegruppa som må vurderast er privatkundane og bedriftskundane. Denne gruppa omfattar svært mange kundar og relativt få leverandørar. Det at det har vore få tilbydarar i marknaden over lang tid, har ført til at kundane har hatt mindre forhandlingsmakt både på pris og andre vilkår. Etterkvart som det kjem fleire mobilselskap, og no eit tredje mobilnett inn i bransjen, vil dette kunne vera med på å auke konkurransen, og dermed vil kundane kunne få større forhandlingsmakt. Likevel er kundane i dag avhengige av telekommunikasjonsbransjen for å kunne sende SMS, ringe og bruke mobile nettverk. Å unngå denne bransjen blir dermed svært vanskeleg, noko som gjev denne kundegruppa minimal forhandlingsmakt.

Den andre kundegruppa, som omfattar alle mobiloperatørar utan eige nett, er ei relativt lita kundegruppe med berre tre leverandørar. Desse kundane er altså dei mobilselskapa som tilbyr

mobilabonnement, men som ikkje er blant dei tre med eige nett. Verksemdene det her er snakk om, leiger nett av Telenor, Telia eller Ice, for så å selje tenestene vidare. Desse kundane er heilt avhengige av sine leverandørar for å kunne tilby eit produkt og har i tillegg få leverandørar å velje mellom. Ein slik posisjon tilseier minimal kundemakt. Likevel har også leverandørane relativt få kundar å velje i, noko som balanserer maktfortrinnet til leverandøren litt.

På lang sikt er de svært sannsynleg at kunden vil sitte igjen med meir makt enn på noverande tidspunkt. Dette er det fleire grunnar til. Blant anna er det stor sjans for at Ice vil etablere seg som ein større aktør. I tillegg kan det komme utanlandske aktørar og substituttar som aukar konkurransen i marknaden. På kort sikt er det sannsynleg at kundemakta vil auka noko.

4.2.2.3 Leverandørmakt

Dersom ein leverandør har mange gode kundealternativ, samstundes som kundane har lite høve til leverandørbytte, vil dette auke leverandøren si forhandlingsmakt. Ved stor forhandlingsmakt kan leverandørane drive ned lønnsmda i bransjen dersom dei set opp prisane (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017). Det er fleire faktorar som kan auke forhandlingsmakta til leverandørane, til dømes at det er færre leverandørar enn kundar, at produktet dei sel er ein viktig del av sluttproduktet til kunden, og at dei slepp å hanskast med substituttar. Det er relativt få og store leverandørar i telekommunikasjonsbransjen. Dette har gjort at det har oppstått problemstillingar, som vil bli diskutert i det følgjande.

Det finst ulike leverandørar av utstyr som aktørane kan nytte seg av ved utbygging av mobilnett, men det er nokre få store som ofte går igjen. Huawei og Nokia, som blir brukt av dei norske aktørane, driv også med anna verksemd enn produksjon av utstyr til bygging av mobilnett, blant anna produksjon av mobiltelefonar og anna elektronisk utstyr. Dei er med dette ikkje aleine avhengige av å vera utstyrsleverandørar. Kva makt leverandørane har, vil difor også avhenge av situasjonen i dei andre marknadane.

Store delar av utstyret som leverandørane leverer er knytt til basestasjonar. Desse koplår trådlause mobiltelefonar og andre einingar med mobildataforbinding til det fiberbaserte kjernenettet til mobiloperatørane. Leverandørane er dermed svært viktige for sluttproduktet som skal leverast til kunden.

Som tidlegare nemnt, har Ice valt å nytte seg av den europeiske utstyrsleverandøren Nokia. Dette skil dei frå konkurrentane som har valt den asiatiske utstyrsleverandøren Huawei.

Administrerende direktør Eivind Helgaker uttalte i eit intervju med Dagens Næringsliv at sikkerheit spelte ei viktig rolle i dette valet. Heile det norske statsapparatet, inkludert politiet, nyttar i dag mobiltenester som går gjennom infrastruktur som er levert av Huawei. PST åtvare difor i denne samanheng Ice mot å velje denne leverandøren.

Bakgrunnen for åtvaringa frå PST, var at dei ikkje ønskjer å knytte alt av norske mobilnett til ein leverandør av sikkerheitsmessige grunnar. Huawei sin hovudleveranse til dei norske aktørane er basestasjonar. Stasjonane loggar all informasjon om alle sim-kort og telefonar som er kopla til basestasjonen trådløst. Det er også høve for å vera tilkopla fleire basestasjonar samstundes, noko som gjer det mogleg å triangulere telefonen sin posisjon presist. Sjølv om Huawei har avvist alle skuldingar om at selskapet representerer ein potensiell sikkerheitstrussel, valde Ice å følgje rådet til PST. På denne måten var Ice med å hindre at Huawei som leverandør fekk for mykje makt i den norske marknaden (Kibar, 2019). Aktørane vil truleg halde fram i denne retninga, då store leverandørar stadig blir ein større trussel for sikkerheit. Dermed er det på kort sikt sannsynleg at leverandørmakta vil stagnere noko, medan den på lang sikt vil bli redusert.

4.2.2.4 Nye konkurrentar

Når det kjem nye aktørar inn i bransjen vil konkurransen auke, fordi kapasiteten blir større og kundane får fleire alternativ å velje i. Dette kan føre til redusert lønnsemd som følgje av at prisane bli pressa ned eller ved at kostnadane blir pressa opp. Kor lett det er for nye aktørar å etablere seg i bransjen, er avhengig av kor store etableringshindringane er (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2014). Slike hindringar kan til dømes vera politiske reguleringar, mangel på kapital eller stordriftsfordelar. Nye konkurrentar kan også dra ned lønnsmda i bransjen ved å ta marknadsdelar, redusere marknadskonsentrasjonen og auke den interne rivaliseringa (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017).

Det kjem stadig nye aktørar inn i marknaden som tilbyr mobilabonnement. Desse leiger som oftast nett hjå dei store aktørane som har eigne nett, og sel så produktet vidare. Det er ikkje usannsynleg at Ice vil bli meir konkurransedyktige her etter kvart som nettverket deira blir meir fullstendig. Vidare har det også vore ein trend i bransjen at dei mindre aktørane blir kjøpt opp av dei store. Dette er ein av grunnane til at bransjen no blir dominert av tre verksemder, der dei to største til saman har 86 prosent av kundemassen.

For å kunne drive dei ulike frekvensane krev det konsesjon som ein tileignar seg gjennom frekvensauksjonane. Dette inneber at ein må vinne rett til å drive dei enkelte frekvensane, noko som skapar ei etableringshindring for nye aktørar som ønskjer å byggje eige nett. Det er med andre svært vanskeleg for nye tilbydarar å etablere seg som sjølvstendig aktør i marknaden. Utbygging av eige nett er svært krevjande og det vil vera behov for mykje kapital. Etter ein del tilrettelegging har Ice klart å komme inn som ein tredje aktør, men det ser ikkje ut til at det kjem nokon fleire med det første. Nye tilbydarar er med dette førebels ingen stor trussel.

I bedriftsmarknaden har Telenor vore dominerande over lang tid. Likevel ser det ut til at Telia også vil hevde seg her framover, etter at dei gjennomførte oppkjøpet av Phonero. Det vil med dette bli meir utfordrande for Ice å kunne etablere seg på denne marknaden. Administrerande direktør i Ice, Eivind Helgaker, var skeptisk til at konkurransetilsynet gav Telia lov til å gjennomføre oppkjøpet av Phonero (Lorentzen, Slik skal Ice bygge Norges nye mobilnett, 2018). Konkurransetilsynet sjølv meinte det ville vera bra for marknaden sidan Phonero ville få reduserte kostnader som ville komme kundane til gode (Lekanger, 2017). Telia vil då kunne bli ein meir slagkraftig utfordrar til Telenor. At Telia er inne i bedriftsmarknaden for fullt, kan dermed sjåast på som ein trussel for Ice.

4.2.2.5 Substituttar

Eit substitutt er eit produkt som har same funksjon eller kan dekke dei same behova som det produktet bransjen tilbyr. Substituttar som er nære blir sett på som ein trussel på same måte som nyetableringar, då dei kan stela marknadsdelar og auke den interne rivaliseringa (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017). Det er likevel ikkje ein trussel før kunden lett kan velje substituttet framfor produktet som er i bransjen.

Slik som bransjen er i dag er det vanskeleg å sjå at det er substituttar til telekommunikasjonsbransjen som står fram som truslar. For nokre år tilbake kunne ein sjå nye kommunikasjonstenester som var gode substituttar for den vanlege telefonsamtalen eller tekstmeldinga. Desse substitutta gjekk stort sett ut på å kommunisere over nett. I dag har telekommunikasjonsverksemdene tilpassa seg dette i stor grad, og nyttar mykje ressursar for å byggje ut nettverk. Dette gjer at dei tidlegare substituttane ikkje lenger er truslar, men heller eit høve til å kunne selje meir nettverkstenester.

Det er likevel vanskeleg å seie noko om eventuelle substituttar fram i tid. Bransjen er prega av teknologi som stadig er i utvikling. Det er difor ein sjans for at det om kort tid har vokse fram substituttar som kan blir svært farlege. Eit døme på dette er bruk av satellittar, som kan føre til at behovet for telenett på landejorda blir overflødig. På bakgrunn av dette er det difor viktig at aktørane i bransjen er fokuserte og heng med på utviklinga, og ikkje risikerer å stå igjen utan kundar. Denne tilpassinga har dei vore flinke med så langt ved å satse på mobilnett som har teke meir og meir over for dei vanlege telefon- og meldingstenestene. På noverande tidspunkt er det likevel vanskeleg å sjå at det er substituttar som står fram som store truslar.

4.2.3 Oppsummering av bransjefordel

Analysen som er gjort i kapittel 4.2 viser forholda som kan skape ein bransjefordel, altså den delen av den strategiske fordel som kjem frå bransjen. Dette oppnår ein dersom avkastinga i bransjen er større enn avkastingskravet (Knivslå, Førelsing 2, 2019). Dersom det er potensiale i bransjen, vil denne fordelene auke over tid. Er det derimot truslar, vil bransjefordelen reduserast.

Den strategiske analysen starta med ein gjennomgang av makroforholda som er relevante for bransjen. Det viktigaste som kom fram her er at politiske slutningar, teknologisk utvikling og sosiokulturelle forhold spelar ei sentral rolle for bransjen. Politiske slutningar er avgjerande for dynamikken i bransjen ved å regulere konkurransen i marknaden. Saman med teknologisk utvikling, vil tilgangen på frekvensar vera avgjerande for vekst i bransjen. Norge si befolkning etterspør også meir data, noko som også er med på å auke veksten. For å gje kundane sine eit best mogleg tilbod må aktørane i bransjen kjempe om frekvensar for å få ei størst mogleg befolkningsdekning. Bransjen er dermed avhengig av at dei har den nyaste teknologien knytt opp til sine frekvensar, for å kunne gje kunden best mogleg tilbod samanlikna med sine konkurrentar. Aktørane må dermed vera villige til å investera i nye teknologiske løysningar.

Telekommunikasjonsbransjen har ei todelt kundegruppe. Den delen som består av privatkundar og bedriftskundar ventast å ha lite makt då dei er avhengige av bransjen for å få sluttproduktet dei ønskjer og med dette har lite forhandlingsmakt. Den andre kundegruppa som omfattar mobiloperatørar utan eige nett ventast også å ha lite makt då dei er avhengige av leverandørane for å kunne drive verksemda si. Utstysleverandørane i bransjen bidreg med basestasjonar til aktørane, og sit difor på mykje informasjon. Vidare er også bransjen avhengige av

leverandørane for å kunne levere sluttproduktet sitt. Samla gjev dette leverandørane mykje makt. Vidare er bransjen prega av at det er få og store aktørar. Dette gjer det utfordrande for nyetableringar å kome inn i marknaden. På denne måten blir nyetableringar ein liten trussel for Ice. Den interne rivaliseringa kan framleis seiast å vera høg då det stadig er ein kamp om marknadsdelar og nye frekvensar, og det er difor ein trussel for verksemda. På noverande tidspunkt er det ingen substituttar som kan ventast å bli ein stor trussel, då det vanskeleg er noko som kan erstatte produktet deira. Norske telekommunikasjonsverksemdar står no overfor ein svært stor fordel knytt til bransjen dei driv i. Mykje av grunnen til dette er at det førebels berre er tre mobilnettverk i Norge som kaprar heile kundemassen. Fordelen vil mest truleg bli redusert over tid, til dømes ved etablering av nye og fullgode substituttar.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Den interne delen av den strategiske analysen er på mange måtar ei vidareføring av den eksterne delen ved at ein får kartlagt verksemda sine sterke og svake sider. I den interne analysen er fokuset knytt til verksemda sine eigne ressursar og korleis desse verkar saman. Desse ressursane danna grunnlaget for verksemda sine eventuelle konkurransefortrinn og skapar verdi i organisasjonen (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2014). For å finna ut om Ice har eit slikt konkurransefortrinn, må det gjennomførast ein analyse av deira viktigaste ressursar. Dei mest sentrale ressursane er vurdert til å vera teknologi, kompetanse, merkenamn og konsesjonar. Til å analysere desse ressursane og vurdere verdien av dei, vil det bli nytta ein VRIO-analyse. Følgande analyse tar utgangspunkt i informasjonen i delkapittel 2.2, samt delkapittel 2.3 og 2.4.

4.3.1 VRIO-analyse

VRIO-analyse er eit verktøy ein nyttar for å vurdere kor vidt ei verksemd har eit varig konkurransefortrinn som resultat av deira interne ressursar (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). For å ha eit varig konkurransefortrinn, må fire vilkår vera oppfylt. Den interne ressursen må vera:

- (V) Verdifull: Ressursen er verdifull dersom verksemda kan respondere på moglegheiter og truslar i bransjen.
- (R) Sjeldan: Ressursen er sjeldan når få andre selskap i bransjen har tilsvarande.

- (I) Vanskeleg å imitere: Ressursen til verksemda er vanskeleg å imitere dersom det er kostbart eller vanskeleg for andre i bransjen å få tak i den.
- (O) Effektivt organisert: Ressursen til verksemda er effektivt organisert dersom den er unnytta best mogleg.

(Barney, 2014)

Korleis ein ressurs oppfyller dei ulike vilkåra vil seie noko om den konkurransemessige verdien ressursen gjev. Dette kan oppsummerast på følgjande måte:

Ressurs	Verdifull	Sjeldan	Vanskeleg å imitere	Effektivt organisert	Konkurransemessig verdi
1	Nei	-	-	Nei	Konkurransemessig ulempe
2	Ja	Nei	-	-	Konkurransemessig paritet
3	Ja	Ja	Nei	-	Konkurransemessig midlertidig fordel
4	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransemessig varig fordel

Tabell 4-1: VRIO (Barney, 2014)

4.3.1.1 Merkenamn

Ice er ein relativt ung aktør i marknaden. Det er ikkje før i seinare tid at dei har byrja å hevde seg i marknaden. Dei har likevel hatt ei stor utvikling og driv no med utbygging av eige nett. Etter kvart som dei har etablert seg meir og meir i marknaden, har dei også fått eit sterkare merkenamn. Sidan bransjen er prega av svært få og store aktørar er det likevel ikkje ein sjeldan ressurs. Telenor og Telia kan tenkjast å ha mykje sterkare merkenamn enn Ice, då dei er langt meir etablert og har langt større kundegrupper.

Det at bransjen har få og store aktørar gjer det vanskelegare for nye aktørar å komme inn på marknaden med eige nett. Slik bransjen er organisert i dag krev dette vesentleg kapital, då ein blir nøydd til å gjennomføre betydelege investeringar for å kunne konkurrere i frekvensauksjonane for å vinne rett til dei ulike frekvensane. Ut frå dette kan det tenkjast at alle dei tre aktørane med eigne nett har relativt sterke merkenamn som er vanskeleg å imitere,

I dette tilfelle konkurrerer Ice med to svært etablerte konkurrentar som er kjent for dei aller fleste. I slike tilfelle kan det vera utfordrande å auke kundemassen, fordi konkurrentane sine merkenamn lettare dukkar opp i hovudet på nye kundar som eit alternativ når dei skal knyte seg til mobilabonnement. Etter mykje merksemd i media rundt Ice si utbygging av eige nettverk kan det likevel tenkjast at merkenamnet deira kan utvikle seg til å bli verdifullt, men på

noverande tidspunkt har dei komparative verksemdene i bransjen langt sterkare merkenamn.

4.3.1.2 Teknologi

Tilbydarane av elektronisk kommunikasjon er avhengig av å følge med på den teknologiske utviklinga. Gjennom målretta arbeid, satsing på teknologiske løysningar og utbetring av mobilnettet utmerker Ice seg som eit selskap med teknologiske ressursar, då dei satsar på utbygging av fibernett, reint 4G-nett og i lengda 5G-nett. Utbygging av nytt nett og basestasjonar med tilhøyrande ny teknologi er kostbart for Ice. På den andre sida kan investeringa føre til eit langsiktig betre tilbod for deira kundar med tanke på kvaliteten i tilbodet dei leverer.

Dei viktigaste konkurrentane til Ice har derimot tilnærma lik teknologi på feltet. Telenor er ein annan aktør som bruker store midlar på teknologiutvikling, og skal til dømes lansere sitt “ordentlege” 5G-nett i Trondheim i løpet av 2019. Teknologi er lett for konkurrentar å imitere, med mindre den er svært unik og patentbeskytta. Dersom ein skulle finne ein sjeldan teknologi vil den berre vera i marknaden på kort sikt, då det på lengre sikt vil vera konkurrentar som imiterer både kompetanse og teknologi. Dessutan er det eit ynskje frå myndigheitene si side at heile næringa samla skal få nytte den utvikla teknologien, slik at ein oppnår konkurranse i telekommunikasjonsbransjen.

Vidare er det vanskeleg for eksterne aktørar å vite med sikkerheit om ein ressurs er effektivt organisert, med andre ord fullt utnytta. Sidan Ice satsar på teknologi og utvikling, må ein ta ein føresetnad om at verksemda er grundige med å optimalisere nytten av investeringane. Det er likevel tideleg i prosessen, og det er difor naturleg at dei teknologiske ressursane på noverande tidspunkt ikkje er effektivt organisert. For å betre dette, er dei nøydde til å auke kundemassen sin.

4.3.1.3 Kapital

Som drøfta i delkapittel 2.2.2.1 kan ein ynskje seg retten til ein frekvens. Dersom det er fleire interessentar går frekvensen ut på auksjon. Kapital er difor viktig for å kunne oppnå konsesjon til å drive frekvensar over ein gitt periode. Når kontraktperioden er ute, er det igjen fritt fram for alle å vera med i den nye konkurransen om frekvensen, så lenge operatøren tilfredsstiller alle kriteria for å kunne vera med i ein slik auksjon. Ice er avhengig av å vinne rettigheter til

frekvensar på desse auksjonane for å kunne drive verksemda si, men dette krev mykje kapital. Denne ressursen er med dette avgjerande for å kunne ekspandere. Samanlikna med konkurrentane har Ice lite kapital, og ressursen er dermed ikkje verdifull. Kapital er difor ei ressursulempe for Ice.

4.3.1.4 Kompetanse

For aktørane i bransjen er det vanleg å tilsette kunnskapsrike og høgt utdanna medarbeidarar. Medarbeidarar i Ice består av personar med ulike utdanningsløp, og dermed ulik kompetanse. Samansetninga av medarbeidarar på arbeidsplassen kan trekke i retning av at ein kan argumentere for at ressursen er delvis sjeldan. På den andre sida tilsett dei andre aktørane i bransjen “dei same” medarbeidarane. Dei tilsette i Ice kan dermed ikkje reknast å sitte på ein kompetanse som er sjeldan i marknaden.

Tilsette som sitt på ein kompetanse opparbeida gjennom eit utdanningsløp er imiterbar for andre verksemdar ved at dei kan tilsette personar frå same utdanningsløp. Vidare kan også kompetanse opparbeida gjennom sertifisering og kursing også enkelt kopierast av andre bedrifter. Bakgrunnen for dette er tilgjengeleg kunnskap inne i bransjen. Derimot kan bedrifta oppnå unik kunnskap i form av “hemmelegheiter i verksemda”, til dømes gjennom utvikling av ei ny løysning. Slik kunnskap vil ikkje vera imiterbar. På same måte vil det vera vanskeleg å kopiere organisasjonskulturen og læringsmiljøet i verksemda. Samla sett kan ressursar sjåast som delvis imiterbar.

Vidare er kompetanse ein heilt essensiell ressurs for å oppnå suksess. Ved god utnytting av kompetanse kan ein bidra til kostnadseffektiv produksjon av tenester og auka innovasjon. Følgeleg bidreg dette til ei sterkare botnlinje. På den andre sida eig den tilsette sin eigen humankapital, og står til vanleg fritt til å forvalte den slik ein ønskjer. Så lenge ein tilsett held fram å vera lojal i verksemda vil verdien av kompetanse framleis høyre til verksemda. Dersom den tilsette forlèt selskapet vil ikkje lenger Ice kunne utnytte den opparbeida kompetansen. Verdien føl såleis den tidlegare tilsette. Ressursen kan dermed vurderast til å vera delvis effektivt organisert.

4.3.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

På grunnlag av analysen som er gjort over, kan ein vurdere om Ice har ein intern ressursorientert strategisk fordel. Dersom dei har det, har dei eit konkurransefortrinn samanlikna med dei andre i bransjen. Tabell 4-2 gjev ein oversikt over Ice sine viktigaste ressursar og tilhøyrande konkurransemessig verdi:

Ressurs	Verdifull	Sjeldan	Vanskeleg å imitere	Effektivt organisert	Konkurransemessig verdi
Merkenavn	Nei	Nei	Nei	Nei	Konkurransemessig ulempe
Teknologi	Ja	Nei	Nei	Nei	Konkurransemessig ulempe
Kapital	Nei	Nei	Nei	Nei	Konkurransemessig ulempe
Kompetanse	Ja	Nei	Delvis	Ja	Konkurransemessig paritet

Tabell 4-2: Oppsummering av VRIO-analyse

Ice har fleire verdifulle ressursar, men dei utgjer enten konkurransemessig paritet eller ei konkurransemessig ulempe. Merkenamnet blir sett på som ei konkurransemessig ulempe då konkurrentane er langt meir etablert og kjent blant kundemassen, og slik sett lettare kan trekkje til seg nye kundar. Teknologien til Ice er verdifull, men truleg relativt lik teknologien til konkurrentane. Grunnen til dette er at lite av teknologien er sjeldan eller patentbeskytta, då myndighetene ønskjer at alle verksemdene skal dra nytte av den teknologiske utviklinga. I tillegg er Ice framleis i oppstartsfasen og teknologien er ikkje effektivt organisert, samstundes som den genererer mindre inntekter enn den potensielt kan. Ressursen reknast difor som ein konkurransemessig ulempe. Ice har på noverande tidspunkt lite kapital, spesielt samanlikna med konkurrentane. Kapital er sentralt for å kunne oppretthalde tal på frekvensar og etablere seg i marknaden. Som nyetablert har Ice lite tilgang på finansielle ressursar og står dermed overfor ei ressursulempe knytt til kapital. Situasjonen verkar å vera kritisk, og verksemda er avhengige av at børsnoteringa medfører kapitalinnskot og emisjon.

Ut frå analysen av dei fire ressursane, ser me at tre blir vurdert til å vera ei konkurranse messig ulempe og den siste blir vurdert til å vera ein paritet. Samla vil dette seie at Ice har ei konkurransemessig ulempe samanlikna med konkurrentane. Dette betyr at verksemda sin netto driftsrentabilitet er venta å vera mindre enn bransjen sin netto driftsrentabilitet.

På kort sikt kan det sjå ut som den totale ressursulempa til Ice vil vara samanlikna med dei komparative verksemdene. På lengre sikt er det meir sannsynleg at Ice har skaffa seg meir kapital grunna børsnotering. Ei slik notering kan også bidra til eit styrka merkenamn og dermed ei meir etablert rolle i marknaden. Etter kvart vil dei også kunne utnytte dei teknologiske

ressursane betre og meir effektivt. Den totale ressursulempa på lang sikt er med dette venta å gå mot null.

4.4 Oppsummering – strategisk fordel, risiko og vekst

I dette delkapittelet blir det gitt ei oppsummering av den strategiske analysen som er gjennomført. Med utgangspunkt i analysen kan ein oppsummera om bransjen har ein bransjefordel og om Ice har ein intern ressursfordel. Oppsummeringa vil starte med ei vurdering av ein strategisk fordel. Deretter vil den strategiske risikoen bli presenter i form av ein SWOT-analyse. Til slutt vil det bli gjort ein kort vekstanalyse av moglegheitene i framtida.

4.4.1 Strategisk fordel

Ein eventuell strategisk fordel kan vera samansett av ein bransjefordel og ein intern ressursfordel. På grunnlag av den strategiske analysen som er gjennomført i kapittel 4, er det konkludert med ein bransjefordel knytt til telekommunikasjonsbransjen som Ice opererer i. Det kom også fram at dei har ei intern ressursulempe relativt til dei komparative verksemdene i bransjen.

Det kan tenkjast at telekommunikasjonsbransjen i Norge har hatt ein bransjefordel heilt sidan myndigheitene starta utbygginga med Telegrafverket (i dag Telenor) i 1855. Telenor var lenge aleine på marknaden og det har vore vanskeleg for nyetableringa å kome seg inn på marknaden grunna store etableringsbarrierar, samstundes som det har vore få substituttar. Stor utvikling innanfor teknologi og sosiokulturelle behov har vore med på å forme ein bransje med svært god lønnsemd. I dag er stort sett alle avhengige av produkta og tenestene som dei tre aktørane leverer, noko som er positivt for bransjefordelen. Det er venta at denne fordelten vil halde fram i åra som kjem, fordi behovet for teknologien og produktet er venta å vera der og kanskje bli endå større. I tillegg er bransjen prega av at det på noverande tidspunkt berre er tre nettverk og dermed avgrensa konkurranse, noko som gjer bransjen endå meir lukrativ for dei som allereie er der. Likevel er det er avhengig av at aktørane heng med på det raske tempoet i den teknologiske utviklinga og tilpassar produkta sine slik dei har gjort med mobilnett. Det er utfordrande å seie noko om eventuelle nye konkurrentar, men på noverande tidspunkt ser det ut til at det ikkje er ein trussel med det første då dei etablerte aktørane er svært store og bransjen nettopp har teke inn eit tredje nett. Dei politiske reguleringane av bransjen og behovet for

konsesjon til å kunne drive utbygging av nett, gjer inngangsbarrierane endå høgare. Dagens konkurransesituasjon kan dermed seiast å utgjere eit oligopol. Som tidlegare nemnt kan dette endre seg dersom det kjem inn etablerte konkurrentar frå utlandet eller substituttar som til dømes satellitteknologi. Korleis bransjefordelen vil sjå ut på lang sikt er svært vanskeleg å seie noko om. Bransjen er i stadig forandring og produkt, leverandørar og aktørar kan endre seg svært raskt. Det er likevel ikkje usannsynleg at det vil komme endå fleire konkurrentar, og at bransjefordelen vil reduserast samanlikna med dagens situasjon. Dersom Ice etablerer seg som ein fullverdig aktør, vil dette auke konkurranse, noko som også vil minke bransjefordelen.

Ressursane til Ice er vurdert til å vera langt svakare enn ressursane til dei to komparative verksemdene Telia og Telenor. Merkenamnet stiller langt svakare, då konkurrentane er svært etablert og godt kjende blant kundane. Teknologien til Ice er relativt lik teknologien i bransjen elles, men er truleg ikkje godt nok utnytta på noverande tidspunkt. Konsesjonane dei har tileigna seg er verdifulle for dei, sidan det er ein føresetnad for at verksemda skal kunne byggje ut nettet. Kompetansen i verksemda reknast å vera relativt lik kompetansen som konkurrentane sit på, og utgjer difor paritet.

Oppsummering av den strategiske fordel er vist i tabell 4-3:

	Historisk		Framover	
			Kort sikt	Lang sikt
Bransjefordel	Svært stor		Svært stor	Stor
+ Ressursfordel	Svært stor ulempe		Stor ulempe	≈ 0
= Strategisk fordel	Stor ulempe		Ulempe	Stor

Tabell 4-3: Summert strategisk fordel

På sikt vil truleg bransjefordelen bli redusert, og dermed gå mot å bli stor. Ressursulempa vil truleg halde fram i nokre år til, men på lang sikt vil truleg Ice klare å utlikne denne relativt til bransjen. Totalt sett har Ice ei stor strategisk ulempe på noverande tidspunkt. Verksemda vil framleis ha ei ulempe på kort sikt, men på lang sikt vil dei oppnå ein strategisk fordel som følge av bransjefordelen.

4.4.2 SWOT-analyse

Over er det gjennomført både ein ekstern bransjeorientert analyse og ein intern ressursbasert analyse. Resultata frå desse analysane kan oppsummerast i ein SWOT-analyse (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017). SWOT presenterer styrkar og svakheiter som kom fram under den interne analysen, og moglegheiter og truslar som kom fram i den eksterne analysen. (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin, & Regner, 2017). Dette vil gje ein oversikt over kva forhold som påverkar konkurranseevna til Ice. I tabell 4-4 ser ein Ice sine styrkar og svakheiter og korleis desse ressursane skapar moglegheiter og truslar i bransjen. Dette gjev eit bilete av kva ressursar som kan nyttast for å utnytte moglegheitene og avgrense truslane.

Styrkar	Svakheiter
Eige nett Teknologi	Merkenavn Høge investeringskostnadar Verksemd i oppstartsfase med svært etablerte konkurrentar
Moglegheiter	Truslar
Nye konkurrentar Teknologisk utvikling	Intern rivalisering Leverandørmakt Rask teknologisk utvikling

Tabell 4-4: Ressursar som kan nyttast for utnytte moglegheitene og avgrense truslane i bransjen.

4.4.3 Strategisk vekstanalyse

Historisk har Ice hatt ei stor strategisk ulempe. Det er venta at verksemda vil ha ei strategisk ulempe også i nærast framtid. Sjølv om det er ein stor fordel knytt til bransjen dei opererer i, er ressursulempa så stor at det samla sett vil vera ei strategisk ulempe, også på kort sikt. Etter kvart som Ice tileignar seg meir kapital, eit sterkare merkenamn og utnyttar teknologien i større grad er det venta at ressursulempa går mot null. Bransjefordelen er også venta å redusere seg noko på lang sikt, men framleis vera stor. Det vil likevel vera nyttig å sjå om det eksisterer nokre vekstmoglegheiter for bransjen, samt ytterlegare moglegheiter for Ice. Følgande vil ein kort analyse av bransjen og Ice sine høve for vekst i framtida bli presentert.

Intern rivalisering er eit forhold som trugar bransjen. Sjølv om myndigheitene ønskjer tre aktørar som eig kvar sitt nett, er Telenor og Telia langt større verksemdar enn Ice. Dei komparative verksemdene sitt blant anna på meir erfaring og større marknadsdelar, då dei har vore lengre i marknaden. For å kunne etablere seg i marknaden er Ice avhengige av å ta

marknadsdelar, sidan marknaden ikkje blir særleg større grunna stabilt folketal. Ein måte å gjere dette på er å ta ein lågare pris enn konkurrentane. Dette vil derimot føre til ei arpu-ulempe for Ice, som igjen vil gi ei ressursulempe. For å få større marknadsandelar må Ice også vinne frekvensauksjonar, og halde fram med utbygginga av nytt nettverk. Slik kan Ice vekse i volum, men det kan ta lang tid då frekvensauksjonar er tidkrevjande samstundes som Telenor og Telia har tilgang på meir kapital. Difor vil dei politiske forholda vera nyttig for Ice. Når myndigheitene ønskjer konkurranse i marknaden, må dei også legge til rette for at Ice kan delta i konkurransen på ei nokså lik linje som dei andre to. Sidan telekommunikasjonsbransjen må halde tritt med den teknologiske utviklinga, må dei halde fram med å tilpasse og utvikle sine produkt. Den teknologiske utviklinga etterspør blant anna eit nett som har høgare kapasitet, arbeider raskare og taklar store mengder data. Difor har aktørane starta med å byggje 5G-nett og staten gjev dei stønad til dette arbeidet for å imøtekomme utviklinga. Bransjen er med dette i vekst, som følgje av ein aukande etterspurnad.

Inntektene i bransjen er ein kombinasjon av offentleg stønad, private investeringar og inntekter frå abonnement som aktørane tilbyr. Bransjen er ein av dei som mottok minst stønad frå det offentlege. Det vil difor vera viktig for aktørane å sikre kapital frå private investeringar i framtida. Dette er ein av grunnane til at Ice Group ASA ville inn på børs, då dei har svært stort behov for kapital. Tal frå Nkom viser også at talet på abonnementsbrukarar dei siste åra har helde seg relativt stabilt. Derimot har aktørane ei høgare inntekt enn før. Bakgrunnen for dette er at aktørane tek godt betalt for bruk av mobildata. Samanliknar ein Norge med dei andre nordiske landa, er svingingane i prisane på mobildata store. Samstundes vil ein tredje aktør på marknaden vera med på å presse prisen ned. Ein kan difor vente seg ein prisreduksjon, ettersom konkurransen er regulert og forventa å bli større.

Ice er, i likskap med dei komparative verksemdene, ein del av eit større konsern som også har dotterselskap i andre land. Her er til dømes Telenor langt større. På lang sikt kan det vera aktuelt for Ice Group ASA å etablere seg i fleire land, dersom dei får tilgang på meir kapital. Ved ein eventuell ekspansjon utover landegrensene, er det likevel viktig å ta vare på allereie etablerte verksemdar i Norge og Danmark. Dette var ein viktig faktor då Ice Group ASA valde å opphøyra det svenske dotterselskapet og dermed trakk seg ut av den svenske marknaden. Ein ekspansjon kan vera aktuell på lang sikt, men faktorar som kapital andre etableringshindringar vil vera avgjerande for slik etablering. Dersom ein tek føresetnad om at ein slik ekspansjon vil finne stad, må dette takast omsyn til ved budsjettering av driftsinntektsveksten i

framtidrekningskapen i kapittel 9. Dagens situasjon tyder likevel ikkje på at ein slik ekspansjon vil finne stad med det første.

5. Rekneskapsanalyse

Kapittel 5 omfattar ei rekneskapsanalyse av Ice Group ASA. Formålet med ein slik analyse er å vurdere den underliggjande verdien av selskapet, og kor vidt den skil seg frå marknadsværdien. Framstillinga vil ta utgangspunkt i verksemda sin tidlegare, noverande og framtidige økonomiske situasjon (Kaldestad & Møller, 2016). Rekneskapsanalysen er difor viktig, då den viser historiske resultat som er oppnådd, kva forpliktingar som eksisterer, kva eigendelar selskapet har investert i, historisk utvikling i kontantstraumar, samt samanhengar mellom investeringar og aktivitet i arbeidskapital og anleggsmidlar. Totalt sett utgjer dette ein historisk plattform for analysen (Kaldestad & Møller, 2016). Seinare vil både informasjon frå den strategiske analysen og rekneskapsanalysen bli nytta for å utarbeide framtidsrekneskap og vidare anslå ein verdi på Ice Group ASA sin eigenkapital.

5.1 Rammeverk

Ein rekneskapsanalyse kan ha eit investororientert- eller eit kreditororientert syn (Kaldestad & Møller, 2016). Analysen av Ice Group ASA sitt rekneskap vil utarbeidast med utgangspunkt i eit investororientert syn. Bakgrunnen for dette er at ein ønskjer å få innsikt i korleis innteninga til verksemda er samanlikna med avkastningskravet, altså superrentabiliteten. Ein kreditororientert analyse har som motsetning fokus på om kreditor får pengane sine tilbake (Kaldestad & Møller, 2016).

Analysen vil følgje stega som blei presentert av Knivsflå (Knivsflå, Føreløsing 3, 2019) i det oppgåveførebauende faget «Verdivurdering med rekneskapsanalyse (BUS 440A)». Dette rammeverket omfattar fire steg:



Figur 5-1: Rammeverk for rekneskapsanalyse (Knivsflå, Føreløsing 3, 2019)

Proseszen byrjar med ei innhenting av informasjon frå årsrekneskap og kvartalsrekneskap, før ein utarbeidar ei «trailing». Dette blir ein prognose for korleis tal i inneverande rekneskapsår

kjem til å bli. Neste steg omfattar ei omgruppering av rekneskapstala. Dette blir gjort for å at ein skal kunne gjennomføra ein investororientert analyse. I steg tre blir det gjennomført ei analyse for å avdekke potensielle målefeil. Dersom målefeila utgjer vesentlege beløp, vil det bli gjort ei justering for desse. Til slutt, i siste steget, blir det gjort ein forholdstalsanalyse på grunnlag av den omgrupperte, og eventuelt justerte, rekneskapen. Analysen legg vekt på risiko og rentabilitet, og blir framstilt i kapittel 6 og 7.

5.2 Praktiske val

Under vil det bli gjort greie for kva praktiske val som er gjort for rekneskapsanalysen. Vidare kjem det ei forklaring på analysenivå i delkapittel 5.2.1, val av analyseperiode i delkapittel 5.2.2 og grunngjeving for val av komparative verksemder i delkapittel 5.2.3.

5.2.1 Val av analysenivå

I utgangspunktet kan eit selskap analyserast på ulike nivå, både som heilheit eller delt. Dersom verksemda har fleire verksemdsområder som er relativt ulike, bør dei vurderast separat, uavhengig av om dei er registrert som ei verksemd eller ikkje (Kaldestad & Møller, 2016). Er det derimot områder innanfor verksemda som er tett samanknytt når det gjeld drifta, er det naturleg å vurdere dei som ei eining (Kaldestad & Møller, 2016). Ice Group ASA er mor ovanfor sine dotterverksemder, som sel tilgang til mobilt breiband. Verksemda har med dette eit svært konsentrert forretningsområde. Sjølv om kundane kan vera ulike, talar det for at heile verksemda bør vurderast som ei samla eining. Dei ulike aktivitetane og kundane Ice har vil også inngå i same bransje, som også talar for det same.

Vidare må det takast stilling til kva rekneskap som skal brukast i analysen. Det er høve for å nytte enten selskapsrekneskapen eller konsernrekneskapen. I dette tilfelle er store delar av verdiane som inngår i konsernrekneskapen knytt til den norske verksemda. Rekneskapen som gjeld berre den norske verksemda er derimot svært knapp med informasjon. Konsernrekneskapen til Ice Group ASA vil med dette gje både betre og meir detaljert informasjon om den samla verksemda. For dei komparative verksemdene vil det likevel bli teke utgangspunkt i rekneskapa for dei norske dotterselskapa med den grunn at det gjev den mest realistiske samanlikninga. Både Telia og Telenor har ei langt meir etablert verksemd i resten av

verden, og har i tillegg fleire forretningsområder i utlandet.

5.2.2 Val av analyseperiode

Når ein vel analyseperiode må ein vurdere kor langt bakover i tid analysen skal gå. Kva periode ein endar opp med er avhengig av fleire faktorar som til dømes kva materiale ein har tilgang til, korleis utviklinga i verksemda har vore dei siste åra og kor vidt bransjen er syklisk eller ikkje. Dersom selskapet ikkje har vore utsett for særleg store endringar over tid, vil det vera lurt å velja ein lang analyseperiode. Er det derimot ein situasjon der selskapet har vore utsett for relativt store endringar, bør analyseperioden vera kortare. Grunnen til dette er dei rekneskapstala som er frå dei tidlegaste åra ikkje lenger er representative for korleis verksemda er i dag (Kaldestad & Møller, 2016). Slike store endringar kan til dømes vera nye forretningsområde, konkurransesituasjon eller selskapsform. Vidare må ein også vurdere bransjen som er aktuell. Dersom den er syklisk bør analyseperioden vera lengre slik at ein får ei analyse som viser kva som er normalen, og ikkje er prega av om selskapet er i oppgangs- eller nedgangskonjunktur.

Telekommunikasjonsbransjen kan ikkje seiast å vera syklisk, og det er med dette ikkje naudsynt å ta omsyn til slike svingingar. Ice har dei siste åra jobba med å byggje ut eit tredje telenett i Norge. Undervegs i denne utbygginga har dei tileigna seg fleire kundar og høgare inntekter. Utviklinga i selskapet har med dette vore stor på kort tid, både med tanke på kundemasse, men også når det gjeld teknologi. I år har også morselskapet vorte notert på børser. Samla talar dette for ein relativt kort analyseperiode. Likevel har det heile vegen vore eit problem for Ice å skaffe seg nok kapital til å setje fart på utviklinga og oppnå ein betre likviditet. Dette har gjort at utviklinga gjerne ikkje har vore så stor som den kunne ha vore, og at resultatene ikkje har vore så gode. Eit slikt forhold talar for ein litt lengre analyseperiode. Sidan verksemda ikkje har hatt den noverande selskapsstrukturen så lenge, er det berre tilgjengeleg konsernrekneskap frå og med 2018, som også inneheld tal frå 2017. Analyseperioden vert difor sett til 2017-2019. Tilsvarende periode vil vera gjeldande for dei komparative verksemdene også.

5.2.3 Val av komparative verksemdar

For å kunne vurdere om ei verksemd har gode resultat, må ein ha eit samanlikningsgrunnlag eller ein målestokk å vurdere det mot. Verksemdene som skal utgjere denne målestokken bør i

stor grad likne selskapet som skal verdivurderast. I dette tilfelle er det naturleg at det er Telia og Telenor i Norge som skal vera med i samanlikningsgrunnlaget sidan det berre er desse som har eige telenett i Norge. Desse verksemdene vil då, saman med Ice, danne eit bransjegjennomsnitt. I strategisk rekneskapsanalyse bør forholdstala samanliknast med dette bransjegjennomsnittet, og det er difor naturleg at Ice er med i samanlikningsgrunnlaget.

I delkapittel 2.2 blei det gjort ein presentasjon av telekommunikasjonsbransjen. I delkapittel 2.3 vart også verksemdene som er mest samanliknbare gjort greie for. Bransjegjennomsnittet omfattar med dette Telenor Norge AS, Telia Norge AS og Ice Group ASA.

5.3 Presentasjon av rapporterte tal og “trailing”

Delkapittel 5.3 vil presentere den rapporterte resultatrekneskapen, balansen og endring i eigenkapitalen til Ice Group ASA. Rekneskapstala er henta frå siste tilgjengelege års- og kvartalsrapportar frå 2017 til 2019 (Brønnøysundregisteret, 2019). Desse tala blir grunnlaget for den vidare analysen. Den 20. mai 2019 blei Ice Group ASA formelt notert på Oslo Axess. Den børsnoterte verksemda er organisert som morverksemda for Ice Norge AS. Delårsrekneskapen for 2019 til Ice Group ASA er tilgjengeleg, men som grunngeve i delkapittel 5.2.1 er det lite hensiktsmessig å samanlikne de nyleg noterte televerksemda med Telenor ASA. Denne oppgåva vil heller avgrense analyseområdet og samanlikne verksemda mot dei to andre norske aksjeverksemdene Telenor og Telia, då dette verkar meir realistisk.

5.3.1 Presentasjon av offentlege rekneskapstal

I dette delkapittelet blir dei rapporterte rekneskapstala for Ice Group ASA, i perioden 2017-2018, presentert. Dette er dei årsrekneskapstala som førebels er offentleg tilgjengeleg. I den vidare analysen vil det også blir brukt tal frå rekneskapsåret 2019. Sidan dei fullstendige tala frå 2019 ikkje er tilgjengelege på verdsetjingstidspunktet, må årsrekneskapen for 2019 trailast basert på dei to offentlege kvartalsrapportane for 2019 og tala frå 2018. Trailinga vil bli gjort greie for i 5.3.2. Tabell 5-1 presenterer resultatrekneskapen til Ice, medan tabell 5-2 og 5-3 viser eigendelar, eigenkapital og gjeld. Til slutt viser tabell 5-4 endring i eigenkapitalen:

RESULTATREKNESKAP	2017	2018
Inntekter		
Salgsinntekt	1 265 677	1 539 291
Anna driftsinntekt	56 159	120 729
Sum inntekter	1 321 836	1 660 020
Kostnader		
National roaming expenses	394 743	434 117
Lønnskostnader	216 127	220 092
Avskrivningar på varige driftsmidler og immaterielle eigendelar	310 816	368 737
Anna driftskostnad	1 207 635	1 449 891
Sum kostnader	2 129 321	2 472 837
Driftsresultat	- 807 485	- 812 817
Finansinntekter og finanskostnader		
Inntekt på investering i dotterselskap og tilknytt selskap	- 27	33
Anna finansinntekt	44 698	129 487
Sum finansinntekter	44 671	129 520
Anna finanskostnad	342 490	341 895
Sum finanskostnader	342 490	341 895
Netto finans	- 297 819	- 212 375
Ordinært resultat før skattekostnad	- 1 105 304	1 025 192
Skattekostnad på ordinært resultat	6 448	7 718
Ordinært resultat etter skattekostnad	- 1 111 752	- 1 032 910
Net result from discontinued operations	- 883 318	- 171 378
Årsresultat	- 1 995 070	- 1 204 288
Minoritetsinteresser	- 212 628	- 83 980
Årsresultat etter minoritetsinteresser	- 1 782 442	- 1 120 308
Andre resultatkomponentar for IFRS-føretak	- 94 389	10 830
Sum resultatkomponentar for IFRS-føretak	- 94 389	10 830
Rapportert totalresultat	- 2 089 459	- 1 193 458
Dirty Surplus	451 768	41 161
Fullstendig nettoresultat	- 1 637 691	- 1 152 297
Overføringar og disponeringar		
Udekka tap	- 2 089 459	- 1 193 458
Sum overføringar og disponeringar	- 2 089 459	- 1 193 458

Tabell 5-1: Resultatrekneskap Ice Group ASA 2017-2018

BALANSE	2017	2018
EIGENDELAR		
Anleggsmidler		
Immaterielle eigendelar		
Lisens	2 007 606	619 855
Kunderelasjonar	112 400	79 679
Andre immaterielle eigendelar	212 444	232 537
Utsett skattefordel	327	721
Sum immaterielle eigendelar	2 332 777	932 792
Varige driftsmidler		
Tomter, bygg og anna fast eigedom	1 120 314	1 055 812
Maskiner og anlegg	5 967	6 370
Driftsmidler under arbeid	327 702	394 348
Andre driftsmidler	15 945	5 214
Sum varige driftsmidler	1 469 928	1 461 744
Finansielle anleggsmidler		
Investeringar i tilknytt selskap	173 660	268
Andre fordringar	17 938	31 476
Aktiverte akkvisisjonskostnadar	293 139	303 580
Sum finansielle anleggsmidler	484 737	335 324
SUM ANLEGGSMIDLAR	4 287 442	2 729 860
Omløpsmidlar		
Varer		
Varer	39 441	20 168
Sum varer	39 441	20 168
Fordringar		
Kundefordringar	83 441	127 325
Andre fordringar	48 953	30 571
Forskotsbetalte kostnadar	217 258	95 551
Eigendelar heldne for sal	82 063	
Sum fordringar	431 715	253 447
Bankinnskot, kontantar og liknande		
Bankinnskot, kontantar og liknande	896 487	275 296
Sum bankinnskot, kontantar og liknande	896 487	275 296
SUM OMLØPSMIDLAR	1 367 643	548 911
SUM EIGENDELAR	5 655 085	3 278 771

Tabell 5-2: Balanseoppstilling av eigendelar i Ice Group ASA 2017-2018

EIGENKAPITAL OG GJELD		2017	2018
EIGENKAPITAL			
Innskoten egenkapital			
--Selskapskapital		155 800	113 710
--Annan innskoten egenkapital		4 459 244	10 004 676
Sum innskoten egenkapital		4 615 044	10 118 386
Opptjent egenkapital			
--Fond for vurderingsskilnader	-	128 331	- 54 998
--Udekket tap		3 617 532	11 055 888
--Minoritetsinteresser		488 789	-
Sum opptjent egenkapital	-	3 257 074	- 11 110 886
SUM EIGENKAPITAL		1 357 970	- 992 500
GJELD			
Langsiktig gjeld			
--Utsatt skatt		346 970	9 611
Sum avsetninger for forpliktelses		346 970	9 611
Annan langsiktig gjeld			
--Øvrig langsiktig gjeld		3 228 672	3 672 078
Sum annan langsiktig gjeld		3 228 672	3 672 078
Sum langsiktig gjeld		3 575 642	3 681 689
Kortsiktig gjeld			
--Leverandørgjeld		298 301	241 967
--Annen kortsiktig gjeld		26 317	20 417
--Forskotsbetalte kostnader		396 855	327 198
Sum kortsiktig gjeld		721 473	589 582
SUM GJELD		4 297 115	4 271 271
GJELD OG EGENKAPITAL			
		5 655 085	3 278 771

Tabell 5-3: Balanseoppstilling av egenkapital og gjeld i Ice Group ASA 2017-2018

ENDRING I EIGENKAPITAL		2017	2018
Eigenkapital 01.01		1 758 274	869 180
+ Fullstendig nettoresultat	-	1 637 691	- 1 152 297
- Netto betalt utbytte	-	748 597	709 383
Eigenkapital 31.12		869 180	- 992 500

Tabell 5-4: Endring i egenkapitalen til Ice Group ASA 2017-2018

Fullstendig nettoresultat i 2018 avviker fra totalresultatet i 2018, jmf. tabell 5-1. Differansen på kr 41 161 er et annet resultatmoment som inngår i "other comprehensive income", og for majoriteten utgjør den kr 31 989.

5.3.2 Trailing

Under blir resultatrekneskapen og balanse for perioden 2017-2019T presentert. Tala for 2019T er rekna ut på grunnlag av kvartals- og årsrapportar frå 2018 og kvartalsrapportar frå 2019 (Ice Group ASA, 2019). Desse tala er altså ein fullført årsrekneskap som er basert på den informasjonen som på noverande tidspunkt er tilgjengeleg.

5.3.2.1 Trailing resultatrekneskap

Trailing resultatrekneskap	2019		2018		2019T
	Q1-Q2	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q4	Q1-Q4
Driftsinntekter	879 000	786 000	1 660 020	1 856 435	
- Nasjonale roamingkostnader	206 000	230 000	434 117	388 818	
- Lønnskostnader	110 000	108 000	220 092	224 168	
- Avskrivning	218 000	208 000	368 737	386 465	
- Andre driftskostnader	675 000	590 000	1 449 891	1 658 774	
= Driftsresultat før unormale resultat	- 330 000	- 350 000	- 812 817	- 801 789	
+ Unormalt driftsresultat	-	-	-		
= Driftsresultat	- 330 000	- 350 000	- 812 817	- 801 789	
+ Normale finansinntekter	1 554	981	1 353	2 144	
- Normale finanskostnader	286 637	180 910	249 486	395 290	
+ Unormale finansinntekter	147 252	92 938	128 167	147 252	
- Unormale finanskostnader	106 170	67 009	92 409	106 170	
= Resultat før skatt	- 574 000	- 504 000	- 1 025 192	- 1 153 852	
- Normal skattekostnad	32 738	98 213	252 669	240 967	
- Unormal skattekostnad	33 738	101 213	260 387	248 328	
= Sum skattekostnad	- 1 000	- 3 000	- 7 718	- 7 361	
= Resultat for perioden	- 573 000	- 507 000	- 1 032 910	- 1 161 213	
+ Nettoresultat frå diskontinuerleg verksemd	-	294 000	171 378	-	
+ Other comprehensive income	45 000	74 000	10 830	633 213	
= Totalresultat	- 528 000	- 139 000	- 1 193 458	- 528 000	
+ Dirty surplus	265 500	41 161	41 161	265 500	
= Fullstendig nettoresultat	- 793 500	- 97 839	- 1 152 297	- 793 500	
- Netto betalt utbytte	1 473 000	-	709 383	1 473 000	
= Endring i egenkapital	679 500	- 97 839	- 1 861 680	679 500	

Tabell 5-5: Trailing av resultatrekneskap for Ice Group ASA i 2019

Utrekning av dei normale postane blir gjort ved at ein tek utgangspunkt i tilgjengeleg informasjon for dei to første kvartalane i 2019. Deretter er neste ledd i utrekninga at ein finn vekstfaktoren frå 2018 til 2019 ved å finne forholdet mellom desse rekneskapstala. Til slutt multipliserer ein denne vekstfaktoren med dei to siste kvartalane i 2018 for å få eit estimat på dei to siste kvartalane i 2019.

Døme på trailing av normal post kan visast ved utrekning av salsinntekter for 2019T:

$$879\,000 + \frac{879\,000}{786\,000} * (1\,660\,020 - 786\,000) = 1\,856\,435$$

Dei unormale postane blir ikkje behandla på den same måten. Grunnen til dette er at ein ikkje kan ta føresetnad om at noko unormalt skal skje i resterande del av året. Det vil difor ikkje vera rett å gje desse postane ein høgare verdi. Trailing av unormale postar kan difor visast slik:

$$\textit{Trailing unormal post} = Q1t + Q2t + 0$$

Trailing finanspostar

Trailing av finanspostar føl ein eigen framgangsmåte. Dei unormale postane blir ført vidare frå dei første kvartala, då desse er periodespesifikke, som blir nærare forklart i avsnittet om unormale postar. Når det gjeld dei normale finanspostane er det fleire måtar å handtere desse på. I denne oppgåva er desse rekna ut for 2019T ved å bruke ein framskrivingsfaktor. Sidan det her er teke utgangspunkt i tilgjengeleg informasjon frå dei to første kvartala i 2019, blir framskrivingsfaktoren 2, for å få fullstendige finanspostar for 2019T.

Trailing skattekostnad

Trailing av skattekostnad krev ei anna utrekning enn dei andre postane. For å kunne finne skattekostnaden i 2019T, er det naudsynt å estimere driftsskattesatsen. Driftsskattesatsen vil i mange tilfelle skilje seg frå selskapsskattesatsen grunna framførbare underskot, utanlandsskatt og særskattar. Driftsskattesatsen (dss) blir rekna ut ved hjelp av denne formelen (Knivsflå, Førelesing 4, 2019):

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

Første ledd i teljaren er normal skattekostnad (NSK) som er den rapporterte skattekostnaden med frådrag for unormal skattekostnad. Neste ledd består av finansinntekter (FI) og unormalt finansresultat (UFR) multiplisert med finansinntektsskattesatsen. Siste leddet består av finanskostnadar multiplisert med finanskostnadsskattesatsen. I nemnaren finn ein totalt driftsresultatet, som er ein sum av normalt- og unormalt driftsresultat.

For 2019T er driftsskattesatsen sett til 20 prosent. Dette er eit estimat som er sett utan utrekning, då tala som er tilgjengelege ikkje er nok til å rekne eit godt estimat. Utviklinga frå 2017 til 2018 viser at satsen går nedover. Ein sats på 20 prosent vil også reknast som ein fornuftig driftsskattesats, og blir difor brukt som sats i 2019T.

	2017	2018	2019T	Gjennomsnitt	Median
Driftsrelatert skattekostnad	- 213 615	- 200 965			
/ Driftsresultat	- 807 485	- 812 817			
= Årleg driftsskattesats (dss)	26,5 %	24,7 %	20,0 %	23,7 %	24,7 %

Tabell 5-6: Årleg driftsskattesats (dss)

Årleg driftsskattesats vil bli brukt til å rekne ut skattekostnaden i trailingåret. Denne utrekninga blir gjort ved hjelp av denne formelen:

$$SK = dss * DR + f_{iss} * (FI + UFR) - f_{kss} * FK$$

Driftsskattesatsen kan også brukast til å estimere den normaliserte driftsskattesatsen. I tabellen over er det rekna ut både eit snitt og ein median for driftsskattesatsen. Medianen blei her 24,7 prosent og vil bli brukt som den normaliserte driftsskattesatsen, då den er meir representativ enn snittet over analyseperioden. Utrekninga under viser driftsskattesatsen med frådrag for normalisert driftsskattesats, som gjev den unormale driftsskattesatsen. Denne satsen vil bli nytta ved utrekning av netto unormale drifts- og finansresultat i omgrupperinga. I tabell 5-7 blir unormal driftsskattesats for perioden presentert:

	2017	2018	2019T
Driftsskattesats (dss)	26,5 %	24,7 %	20,0 %
- Normalisert driftsskattesats (ndss)	24,7 %	24,7 %	24,7 %
= Unormal driftsskattesats	1,7 %	0,0 %	-4,7 %

Tabell 5-7: Unormal driftsskattesats

5.3.2.2 Trailing balanse

Ved trailing av balansen bør ein nytte dei seinast tilgjengelege tala (Knivsflå, Førelesing 3, 2019). I dette tilfelle vil den seinast tilgjengelege balansen til Ice vera den som er inkludert i kvartalsrapporten for 2.kvartal 2019.

BALANSE	2017	2018	2019T
EIGENDELAR			
Anleggsmidler			
Immaterielle eigendelar			
Lisens	2 007 606	619 855	1 130 551
Kunderelasjonar	112 400	79 679	145 326
Andre immaterielle eigendelar	212 444	232 537	424 123
Utsett skattefordel	327	721	-
Sum immaterielle eigendelar	2 332 777	932 792	1 700 000
Varige driftsmidler			
Tomter, bygg og anna fast eigedom	1 120 314	1 055 812	1 624 444
Maskiner og anlegg	5 967	6 370	9 801
Driftsmidler under arbeid	327 702	394 348	606 733
Andre driftsmidler	15 945	5 214	8 022
Sum varige driftsmidler	1 469 928	1 461 744	2 249 000
Finansielle anleggsmidler			
Investeringar i tilknytt selskap	173 660	268	265
Andre fordringar	17 938	31 476	31 070
Aktiverte akkvisisjonskostnadar	293 139	303 580	299 665
Sum finansielle anleggsmidler	484 737	335 324	331 000
SUM ANLEGGSMIDLAR	4 287 442	2 729 860	4 280 000
Omløpsmidlar			
Varer			
Varer	39 441	20 168	6000
Sum varer	39 441	20 168	6000
Fordringar			
Kundefordringar	83 441	127 325	130000
Andre fordringar	48 953	30 571	21000
Forskotsbetalte kostnadar	217 258	95 551	32000
Eigendelar heldne for sal	82 063		-
Sum fordringar	431 715	253 447	183000
Bankinnskot, kontantar og liknande			
Bankinnskot, kontantar og liknande	896 487	275 296	1164000
Sum bankinnskot, kontantar og liknande	896 487	275 296	1164000
SUM OMLØPSMIDLAR	1 367 643	548 911	1353000
SUM EIGENDELAR	5 655 085	3 278 771	5 633 000

Tabell 5-8: Trailing eigedelar Ice Group ASA 2019T

EIGENKAPITAL OG GJELD	2017	2018	2019T
EIGENKAPITAL			
Innskoten egenkapital			
--Selskapskapital	155 800	113 710	35 975
--Annan innskoten egenkapital	4 459 244	10 004 676	3 165 207
Sum innskoten egenkapital	4 615 044	10 118 386	3 201 182
Opptjent egenkapital			
--Fond for vurderingsskilnadar	- 128 331 -	54 998 -	17 400
--Udekkta tap	3 617 532	11 055 888	3 497 782
--Minoritetsinteresser	488 789	-	-
Sum opptjent egenkapital	- 3 257 074 -	11 110 886 -	3 515 182
SUM EIGENKAPITAL	1 357 970 -	992 500 -	314 000
GJELD			
Langsiktig gjeld			
--Utsatt skatt	346 970	9 611	8 000
Sum avsetninger for forpliktelser	346 970	9 611	8 000
Anna langsiktig gjeld			
--Leigeforplikting	-	-	1 219 000
--Langsiktig gjeld	3 228 672	3 672 078	3 604 000
--Anna langsiktig gjeld	-	-	303 000
Sum anna langsiktig gjeld	3 228 672	3 672 078	5 126 000
Sum langsiktig gjeld	3 575 642	3 681 689	5 134 000
Kortsiktig gjeld			
--Leverandørgjeld	298 301	241 967	232 000
--Kortsiktige leigeforpliktingar	-	-	62 000
--Annen kortsiktig gjeld	26 317	20 417	20 000
--Forskotsbetalte kostnader	396 855	327 198	498 000
Sum kortsiktig gjeld	721 473	589 582	812 000
SUM GJELD	4 297 115	4 271 271	5 946 000
GJELD OG EGENKAPITAL	5 655 085	3 278 771	5 632 000

Tabell 5-9: Trailing egenkapital og gjeld Ice Group ASA 2019T

5.4 Omgruppering for analyse

For å gjennomføre rekneskapsanalysen må resultatrekneskapan omgrupperast. Grunnen til dette er at eit rekneskap, som er ført etter IFRS eller NGRS, gjev informasjon som har eit tydeleg kreditorfokus. Formålet med omgrupperinga er difor å gjere resultatrekneskapan og balansen meir eigna for rekneskapsanalyse (Penman, 2013). Ein ønskjer difor å lage ei oppstilling som er meir investororientert. Ein ønskjer eit investorfokus sidan formålet med oppgåva er å komme fram til ein handlingsstrategi basert på kva verdi eigenkapitalen blir vurdert til. Omgruppering

til ei meir investororientert oppstilling vil gje eit klarare skilje mellom drift og finans, samt normale og unormale postar (Knivsflå, Førelsing 4, 2019).

5.4.1 Omgruppering av resultatrekneskapen

Etter ei omgruppering vil tala vera klare for å nyttast i vidare analyse, som skal gjerast i kapittel 6-8. Denne omgrupperinga, består av fire steg som vist i figuren under (Damodaran, Investment valuation, 2012):



Figur 5-2: Rammeverk for omgruppering av resultatrekneskap (Damodaran, Investment valuation, 2012)

Steg 1: Identifiser fullstendig nettoresultat

Penman (Penman, 2013) skildrar det fullstendige nettoresultatet til eigenkapitalen ved formelen:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{anna fullstendig resultat} + \text{«dirty surplus»}$$

Den første delen av fullstendig nettoresultat er det rapporterte årsresultatet. Dette finn ein i årsrapporten til Ice. Det er likevel viktig at ein ser etter majoriteten sin del av resultatet, og held minoriteten utanfor. Vidare er også anna fullstendig resultat ein del av det fullstendige nettoresultatet. Anna fullstendig resultat (OCI, other comprehensive income) inngår berre dersom rekneskapen er ført etter IFRS. Slike postar kjem fram av rekneskapen til Ice i alle åra i analyseperioden.

Den siste komponenten i det fullstendige nettoresultatet er «dirty surplus». I følge kongruensprinsippet skal alle endringar i eigenkapital førast over resultatet, med unntak av endringar i aksjekapital. «Dirty surplus» er dermed det som oppstår ved brot på kongruensprinsippet når postar blir ført direkte mot eigenkapitalen, og ikkje over resultatet.

Informasjon om «dirty surplus» finn ein i oppstillinga som forklarar endring i eigenkapitalen. Resultatelement som ikkje inngår nettoresultatet eller «other comprehensive income» er «dirty

surplus». Tabellen under viser det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen i perioden 2017 – 2019T:

	2017	2018	2019T
Årsresultat	- 1 782 442	- 1 120 308	- 1 161 213
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	2 060		633 213
+ Andre finansielle resultatelement	- 51 044	- 31 989	
= Rapportert totalresultat	- 1 831 426	- 1 152 297	- 528 000
+ Driftsrelater "dirty surplus"	193 735		265 500
+ Finansielt "dirty surplus"	-	-	-
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	- 1 637 691	- 1 152 297	- 793 500

Tabell 5-10: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen 2017-2019T

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det andre steget i omgrupperinga av resultatrekneskapen er å fordele det fullstendige nettoresultatet. På denne måten kan ein få betre innsikt i kjeldene til det fullstendige nettoresultatet. Kjeldene kan omfatte driftsresultat og finansinntekter. Dette skal vidare fordelast på finanskostnad, skattekostnad, minoritetsresultat og resultat til egenkapital. Om postane skal kategoriserast som finansielle eller driftsrelaterte varierer. Nokon er tydeleg knytt til ein av delane, andre må gjennom ei nærare vurdering. Under vil difor dei ulike postane bli drøfta kvar for seg:

Andre resultatelement:

Andre resultatelement er det som kjem fram under posten «other comprehensive income» (OCI). Dette er ein post som berre finn stad dersom rekneskapen er ført etter IFRS. OCI er inntekter og kostnadar som ein kan unngå å rapportera i årsresultatet. Sidan Ice Group ASA har ført rekneskapen etter IFRS sidan 2016 og har, som vist ovanfor, slike postar i rekneskapa sine.

«Dirty surplus»

Omgrepet «dirty surplus» blir brukt om alle føringar som blir gjort direkte mot egenkapitalen. Slike føringar er ofte eit resultat av prinsippendringar og andre justeringar av rekneskapen (Penman, 2013). Informasjon om «dirty surplus» finn ein gjerne i oppstillinga som forklarar endringa i egenkapitalen. Resultatelement som ikkje inngår i nettoresultatet eller «other comprehensive income» er «dirty surplus». Ser me konkret på endringa i eigekapital for Ice i 2017 er «change in accounting principle» på kr 193 735 «dirty surplus», sidan dette ikkje har

noko med innskot eller uttak av kapital å gjere. Tilsvarande post er også å finne i 2019T som følgje av ny IFRS for leigekontraktar.

Nettoresultat frå tilknytte selskap:

Resultat frå tilknytte verksemdar er vanleg å knytte til drift med den grunn at slike investeringar ofte er tett knytt til drifta av eigarselskapet. Denne typen resultat bør difor inkluderast i driftsresultatet til verksemda som skal verdivurderast. I Ice sin rekneskap kan me ikkje observere ein slik post under drift. Dei har likevel ei inntekt på investering i dotterselskap og tilknytt selskap, men denne er plassert under finansinntekter. Dette betyr at denne investeringa ikkje har som hovudformål å sikre drifta. Denne inntekta vil difor inngå i det fullstendige finansresultatet.

Diskontinuerleg verksemd:

Verksemd som skal seljast eller avviklast kallast gjerne for diskontinuerleg verksemd (Knivsflå, Førelasing 4, 2019). Resultat frå slike verksemdar er ikkje knytt til framtidig drift og bør difor knyttast til finansresultat i staden for driftsresultat. I trailinga og den omgrupperte årsrekneskapen inngår dette difor i unormalt finansresultat for 2018. Sidan diskontinuerlege verksemdar ikkje er relevant for framtida, er denne posten ikkje inkludert i 2019T i den omgrupperte årsrekneskapen.

	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	1 321 836	1 660 020	1 856 435
- Driftskostnader	2 129 321	2 472 837	2 658 224
= Driftsresultat frå eiga verksemd	- 807 485	- 812 817	- 801 789
+ Driftsresultat frå tilknytt verksemd	-	-	-
+ Driftsresultat frå anna fullstendig resultat	2 060	-	633 213
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	193 735	-	265 500
= Fullstendig driftsresultat før skatt	- 611 690	- 812 817	- 434 076

Tabell 5-11: Fullstendig driftsresultat før skatt frå 2017 til 2019T

	2017	2018	2019T
Finansinntekter	44 671	129 520	149 396
- Finanskostnader	342 490	341 895	501 459
= Finansresultat frå eiga verksemd	- 297 819	- 212 375	- 352 063
+ Resultat frå diskontinuerleg verksemd	- 883 318	- 171 378	-
+ Finansielt resultat frå anna fullstendig resultat	- 51 044	- 31 989	
+ Finansielt relatert "dirty surplus"	-	-	-
= Fullstendig finansresultat før skatt	- 1 232 181	- 415 742	- 352 063

Tabell 5-12: Fullstendig finansresultat før skatt frå 2017 til 2019T

Steg 3: Identifiser normale og unormale postar

Når ein har fullført fordelinga av det fullstendige resultatet, er det lurt å skille ut dei normale og dei unormale postane i rekneskapen. Dette er relevant for framskrivinga som skal gjerast seinare (Penman, 2013). Varige, permanente eller normale postar er dei som kjem att i periode etter periode, og difor er relevant for framtida. Transitoriske eller unormale postar er dei som dukkar opp ein eller få gonger og berre verkar inn i den eller dei periodane. Ofte blir desse postane også kalla for eingongspostar då det omhandlar rekneskapsmessige hendingar som ein tek føresetnad om at er enkelthendingar og at dei ikkje er tilbakevendande. Desse postane er såleis lite relevante for framtida og vil difor ikkje bli inkludert i budsjett eller framskrivingar. Døme på slike postar kan vera nedskrivingar, endringar i rekneskapsprinsipp – eller estimat og verdijusteringar (Knivsflå, Føreling 4, 2019). Korleis ein identifiserer desse postane varierer. Nokon kjem tydeleg fram av rekneskapen, andre er spesifisert i notar. Nedanfor vil unormale postar, som ein finn i rekneskapen til Ice, omtalast.

Unormale driftsrelaterte postar

Unormale postar knytt til drift dukkar ofte opp i samband med nedskrivingar eller sal av anleggsmidlar, men slike postar er ikkje å finne i rekneskapa til Ice. I rekneskapen til Ice kan det heller ikkje identifiserast noko driftsresultat frå tilknytte verksemdar. Det er nødvendigvis ikkje slik at denne type resultat ikkje eksisterer, men det er ikkje oppgitt nok informasjon til å kunne gje ein konkret verdi. Andre postar som også inngår i det unormale driftsresultatet er driftsresultert anna fullstendig resultat og driftsrelatert «dirty surplus». Alle desse postane er knytt til det spesifikke året dei oppstår, og kjem difor ikkje igjen i same form frå år til år. Under viser ein tabell det unormale driftsrelaterte resultatet til Ice over analyseperioden:

	2017	2018	2019T
Gevinst/tap sal av driftsrelaterte eigedelar	-	-	-
- Nedskrivning av driftsrelaterte anleggsmidlar	-	-	-
+ Driftsrelatert anna fullstendig resultat	2 060	-	633 213
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	193 735	-	265 500
= Unormalt driftsresultat	195 795	-	367 713

Tabell 5-13: Unormalt driftsresultat for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Unormale finansrelaterte postar

Eit finansresultat omfattar i mange tilfelle både normale og unormale postar. Vanlege finansinntekter og finanskostnadar blir rekna å vera ein del av det normaliserte resultatet då desse postane som oftast kjem att i kvar periode. Det som i rekneskapen blir spesifisert som «anna finansinntekt» og «anna finanskostnad» blir derimot rekna som unormale postar med den grunn at dei ikkje kjem i same form kvar periode. Dei er ofte knytt til gevinst og tap på valuta eller sal av aksjar. Postar som nedskrivning og verdiendring på marknadsbaserte finansielle anleggsmidlar, resultat frå diskontinuerleg verksemd og finansiell «dirty surplus» vil også inngå i eit unormalt finansresultat. Under er ein tabell som viser unormalt finansresultat for Ice i analyseperioden:

	2017	2018	2019T
Anna finansinntekt	43 341	128 133	147 252
- Nedskrivning av finansielle eigedelar	-	-	-
- Anna finanskostnad	35 939	92 409	106 170
+ Inntekt på investering i DS og TS	- 27	33	
+ Nettoresultat frå diskontinuerleg verksemd	- 883 318	- 171 378	
+ Finansielt anna fullstendig resultat	- 51 044	- 31 989	
+ Finansiell "dirty surplus"	-	-	-
= Unormalt finansresultat	- 926 987	- 167 610	41 082

Tabell 5-14: Unormalt finansresultat for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Neste steg i omgrupperinga av resultatrekneskapen er fordeling av skattekostnad. Skattekostnaden til ei verksemd blir rekna ut på grunnlag av heile den skattbare inntekta under eitt, og utgangspunktet for utrekninga er selskapsskattesatsen. Dei siste åra har selskapsskattesatsen gått frå 28 prosent til 22 prosent (Regjeringa, 2018). Reduksjonen i

skattesats over analyseperioden vil naturlegvis takast omsyn til ved fordelinga av skattekostnad i dei ulike åra.

Skattesatser	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Selskapsskattesats (sss)	24,0 %	23,0 %	22,0 %	23,0 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	16,0 %	15,3 %	14,7 %	15,3 %

Tabell 5-15: Årleg selskaps- og finansinntektsskattesats frå 2017 til 2019

Også ved utrekning av skatt på finansresultatet, vil ein ta omsyn til om postane er normale eller unormale. Grunnen til dette er at desse postane gjerne vil ha ulik effektiv skattesats (Knivsflå, Førelesing 4, 2019). Ved utrekning av dei ulike skattesatsane er selskapsskattesatsen utgangspunktet. For dei normale finanskostnadane er det naturleg å sette skattesatsen lik selskapsskattesatsen. Når det gjeld skattesats knytt til finansinntektene er det nærliggjande å setje denne litt lågare. Grunngevinga for dette er at dei ofte inneheld element som er omfatta av fritaksmetoden og dermed ikkje blir skattlagt, som til dømes utbytte og gevinst på aksjar som nemnt over. Ein tommelfingerregel for skattesats tilseier $2/3$ av selskapsskattesatsen (Knivsflå, Førelesing 4, 2019). Denne satsen vil også bli nytta for unormalt finansresultat.

For at det skal kunne reknast ut eit driftsresultat etter skatt, er det nødvendig å nytte effektive skattesatsen på driftsresultatet. Vidare må også den delen som kan koplatt til finansinntekter og finanskostnadar haldast utanfor. Grunnen til dette er for det første at skattekostnaden i stor grad vil vera positivt påverka av eit selskap sine finanskostnadar, då desse kjem til frådrag i inntekta som skal skattleggjast. For det andre kan finansinntekter inkludere element som utbytte og gevinst på aksjar som i utgangspunktet er skattefrie (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Med utgangspunkt i alle dei ulike skattesatsane som er rekna ut, kan den rapporterte skattekostnaden fordelast til dei ulike elementa. Dette kjem fram av tabellen under:

Fordeling av skattekostnad		2 017	2 018	2019T
Normal driftsskattecostnad	$ndss*DR$	- 199 647	- 200 965	- 198 239
+ Skatt på normal finansinntekt	$fiss*FI$	217	207	314
- Skatt på normale finanskostnader	$fkss*FK$	73 572	57 382	86 964
+ Skatt på unormalt driftsresultat	$dss*UDR$	-	-	-
+ Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat ($dss-ndss$)*DR		- 13 968	-	37 881
+ Skatt på unormalt finansresultat	$fiss*UFR$	1 180	5 483	6 025
+ Unormal skatt	USK	292 238	260 388	248 328
= Rapportert skattecostnad	SK = NSK	6 448	7 718	7 361

Tabell 5-16: Fordeling av skattecostnad frå 2017 til 2019T

5.4.2 Omgruppering av balansen

IFRS deler eigendelar inn i anleggsmidlar og omløpsmidlar, medan gjelda blir delt inn som langsiktig og kortsiktig (Penman, 2013). Ei slik inndeling er lite hensiktsmessig frå eit investorperspektiv, fordi ein investor ønskjer å skilje mellom kva eigendelar og gjeldspostar ein kan relatere til drift og kva eigendelar som berre er av finansiell karakter (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). For å gjere balanseoppstillinga meir investororientert fokuserer oppgåva vidare på å skilje mellom operasjonelle- og finansielle eigendelar og gjeld. Ei slik omgruppering av balansen er særleg eigna fordi ein ønskjer ein balanse som skil mellom eigendelar som blir nytta i drift og kapital som finansierer desse driftseigendelane (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Omgruppering av balansen blir gjennomført etter følgande steg (Knivsflå, Føreling 5, 2019):



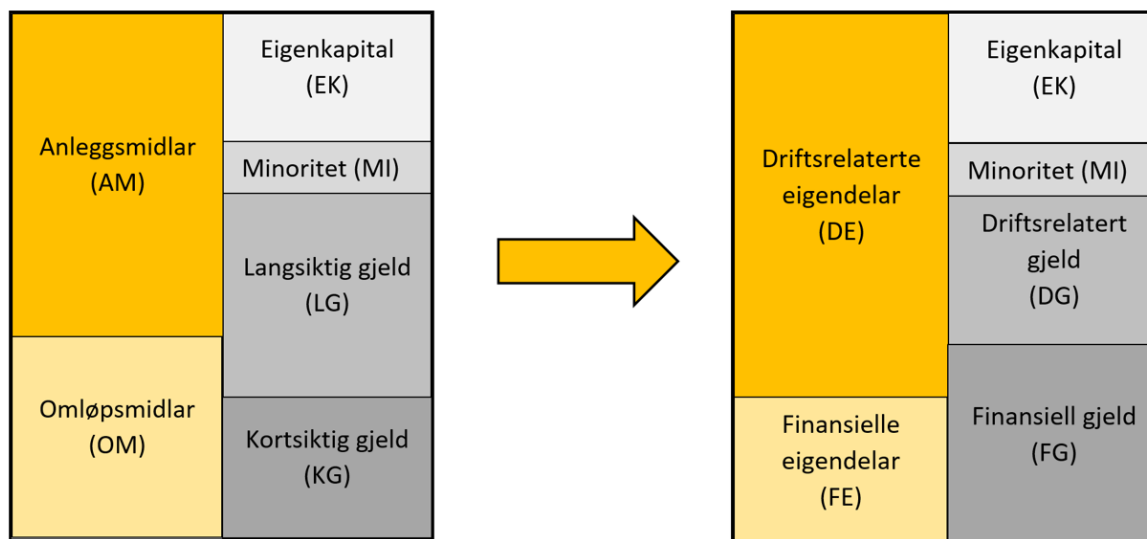
Figur 5-3: Rammeverk for omgruppering av balansen (Knivsflå, Føreling 5, 2019)

Steg 1: Eventuelt avsett utbytte vert sett opp som eigenkapital og ikkje kortsiktig gjeld

Investororientert analyse har eit eigarsyn på verksemda. På bakgrunn av dette ønskjer ein å overføre avsett utbytte til eigenkapitalen slik at det etterkvart kan betalast tilbake til eigarane. Dette inneberer at ein ikkje reknar kortsiktig gjeld som eventuelt avsett utbytte. Etter NGRS klassifiserer ein avsett utbytte som kortsiktig gjeld, medan etter IFRS fører ein det som eigenkapital. Ice Group ASA rapporterer etter IFRS. Eventuelt avsett utbytte er dermed allereie ført som eigenkapital, og me vil difor ikkje gjere nokre justeringar i dette steget.

Steg 2: Klargjere kva som er drift og finansiering i totalbalansen

I ein investororientert analyse vil det vera viktig å ha eit klart skilje mellom finans og drift både i resultatrekneskapen og i balansen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det er difor viktig at det er samanheng mellom klassifisering av balansepostar og tilhøyrande resultatpostar. På denne måten må ein resultatpost som er representert som driftsrelatert tilhøyra ein eigendel som også er representert som driftsrelatert. Figur 5-4 viser ein illustrasjon av omgrupperinga :



Figur 5-4: Omgruppering av balanseoppstilling

Driftsrelaterte eigendelar

Eigendelar, som er ein del av dei operasjonelle aktivitetane og som kan knytast direkte til drifta, blir klassifisert som driftsrelaterte (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Driftsrelaterte eigendelar kan delast inn i driftsrelaterte anleggsmidler og omløpsmidlar.

Immaterielle eigendelar: Både utsett skattefordel, kunderelasjonar, lisens og ein del av andre immaterielle eigendelar knyter seg til driftsrelaterte anleggsmidler. Store delar av immaterielle eigendelar går på verdiar rundt å investera og ha lisens på ulike frekvensar. Andre immaterielle eigendelar består i hovudsak av IT-programvarer og er nødvendig for å utvikle tenesta som verksemda tilbyr. Dermed kan posten klassifiserast som driftsrelatert.

Varige driftsmidler: Maskiner, tomter, bygningar og annan fast eigendom er nokre dømer på varige driftsmidler som er knytt til driftsrelaterte anleggsmidler.

Varer: Varer blir klassifisert som driftsrelaterte omløpsmidlar.

Finansielle eigendelar

Plassering av pengemidler og andre driftsframande eigendelar som er med på å finansiere den operasjonelle drifta blir kalla finansielle eigendelar (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). På same måte som driftsrelaterte eigendelar, deler ein finansielle eigendelar inn i finansielle anleggsmidler og – omløpsmidlar.

Finansielle anleggsmidler: Finansielle anleggsmidler omfattar i dette tilfelle investeringar i tilknytt selskap, andre fordringar og aktiverte akkvisisjonskostnader. Investeringar i tilknytt selskap er kategorisert som finansiell då den ikkje er gjort som ei strategisk investering for å sikre drift, men for å tene på avkastning. Andre fordringar er fordringar som er langsiktige, og dermed ikkje kan inkluderast under kundefordringar.

Fordringar: Fordringane til Ice omfattar blant anna kundefordringar, forskotsbetale kostnader og eigendelar haldne for sal. Dette er postar som blir klassifiserte som finansielle eigendelar.

Bankinnskot, kontantar og liknande: Posten vert klassifisert som finansielle omløpsmidlar.

Driftsrelatert gjeld

Dersom ein tek opp lån som ein del av driftssyklusen i staden for å ha renteberande lån, kategoriserer ein gjelda som driftsrelatert (Knivsfå, Førelsing 5, 2019). Ein deler driftsrelatert gjeld inn som langsiktig og kortsiktig.

Utsett skatt: Blir klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld.

Kortsiktig gjeld: Sum kortsiktig gjeld inneheld leverandørgjeld, annan kortsiktig gjeld og forskotsbetalte kostnader. Posten blir rekna som driftsrelatert gjeld.

Finansiell gjeld

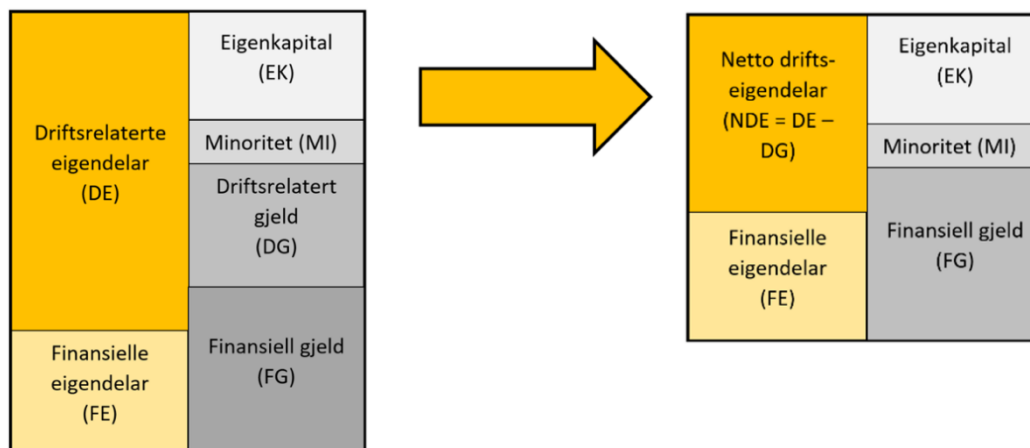
Dersom ein har gjeld til kredittinstitusjonar eller til andre som selskapet betalar renter og avdrag på, samstundes som gjelda er teke opp for å finansiere verksemda, blir det rekna som finansiell gjeld (Penman, 2013). Med andre ord inkluderer den renteberande gjeld som finansierer den operasjonelle drifta i verksemda. På lik linje som driftsrelatert gjeld, deler ein også finansiell gjeld inn i langsiktig- og kortsiktig gjeld.

Øvrig langsiktig gjeld: Gjeldsposten omfattar primært langsiktige rentebærande lån, og er difor vurdert som finansiell gjeld.

Steg 3: Frå total kapital til sysselsett kapital

Det tredje steget held fram med å omgruppera balansen frå total kapital til sysselsett kapital. I motsetnad til total kapital, eliminerer sysselsett kapital den delen av gjelda som ikkje er renteberande, slik at ein oppnår ein samanheng mellom kapital og avkastning. Sysselsett kapital

er såleis ekvivalent med investert kapital, då kapitalen som er skoten inn er frå eigarar og kreditorar (Kaldestad & Møller, 2016). Omgruppering frå totalkapital til sysselsett kapital er framstilt i figur 5-5:



Figur 5-5: Overgang frå totalkapital til sysselsett kapital

Ved å trekke den driftsrelaterte gjelda ut frå driftssida og flytte den over til driftsrelaterte eigedelar, gjer ein totalkapitalen om til sysselsett kapital. Ein vil såleis oppnå sysselsette eigedelar som blir framstilt på eigedelssida i balansen (Knivsfå, Førelesing 5, 2019). Sysselsette eigedelar utgjer dermed netto driftseigedelar. Vidare kan ein splitte netto driftseigedelar ned til netto anleggsmidlar og driftsrelatert arbeidskapital. Netto anleggsmidlar knytt eigedelar til drifta sin infrastruktur, medan driftsrelatert arbeidskapital er dei eigedelane ein assosierer med driftssyklusen (Knivsfå, Førelesing 5, 2019). Eit slikt skilje fører til at ein kan finne både sysselsett kapital og sysselsette eigedelar. Sysselsette eigedelar utgjer eigedelsida av balansen, medan sysselsett kapital vil utgjera eigenkapital- og gjeldssida i balansen. Omgruppering av balansen frå totalkapital til sysselsett kapital er framstilt i tabell 5-17 og 5-18:

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigendelar	3 842 146	2 414 704	3 955 000
- Driftsrelatert gjeld	1 068 443	599 193	2 343 000
= Netto driftseigendelar	2 773 703	1 815 511	1 612 000
+ Finansielle eigendelar	1 812 939	864 067	1 678 000
= Sysselsette eigendelar	4 586 642	2 679 578	3 290 000

Tabell 5-17: Sysselsette eigendelar frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA

	2017	2018	2019T
Eigenkapital	869 181 -	992 500 -	314 000
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Finansiell gjeld	3 228 672	3 672 078	3 604 000
= Sysselsett kapital	4 586 642	2 679 578	3 290 000

Tabell 5-18: Sysselsett kapital frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA

Steg 4: Omgruppering frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Ved å sjå på netto driftseigedelar får ein eit betre bilete på kor stor del av eigedelane som blir nytta til driftsrelaterte aktivitetar. Som det er forklart i steg tre finn ein netto driftseigedelar ved å summere netto anleggsmidlar med driftsrelatert arbeidskapital. Dei to omgrepa blir berekna på følgande måte:

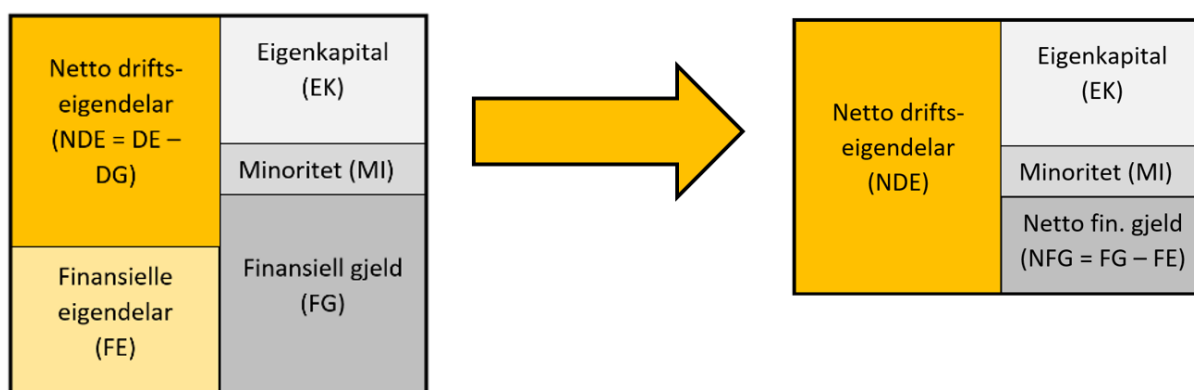
Netto anleggsmidlar = Driftsrelaterte anleggsmidlar – langsiktig driftsrelatert gjeld

Driftsrelatert arbeidskapital = Driftsrelaterte omløpsmidlar – kortsiktig driftsrelatert gjeld

Ein finansierer netto driftseigedelar med netto driftskapital. Netto driftskapital viser den kapitalen som er investert i drift, og ikkje i finansielle eigedelar. Omgrepet blir berekna på følgande måte:

Netto driftskapital = Eigenkapital + netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld = Finansiell gjeld – finansielle eigedelar



Figur 5-6: Overgang frå sysselsett kapital til netto driftskapital

Finansielle eigedelar utgjer eigedelar som verksemda ikkje har behov for i vidare drift, og som

verksemda dermed kan likvidera og nytte til å raskt betale ned finansiell gjeld. På den måten viser posten den finansielle gjelda verksemda ikkje kan gjere opp for ved å nytte dei finansielle eigedelane. Netto finansiell gjeld gjev såleis eit betre bilete på kor mykje gjeld selskapet har etter at dei likvide finansielle eigedelane er realisert. Tabell 5-19 viser netto driftseigedelar og netto driftskapital:

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigedelar	3 842 146	2 414 704	3 955 000
- Driftsrelatert gjeld	1 068 443	599 193	2 342 000
= Netto driftseigedelar	2 773 703	1 815 511	1 613 000
Eigenkapital	869 181	- 992 500	- 314 000
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 415 733	2 808 011	1 926 000
= Netto driftskapital	2 773 703	1 815 511	1 613 000

Tabell 5-19: Netto driftskapital frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA

5.4.3 Omgruppert resultatrekneskap og balanse

Tabell 5-20 viser omgruppert resultatrekneskap for Ice frå 2017 til 2019T, medan tabell 5-21, 5-22 og 5-23 viser omgruppert balanseoppstilling frå 2017 til 2019T. Endring i eigenkapital blir til slutt presentert i tabell 5-24.

Omgruppert resultatregnskap

	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	1 321 836	1 660 020	1 856 435
- Nasjonale roamingkostnader	394 743	434 117	388 818
- Lønskostnader	216 127	220 092	224 168
- Andre driftskostnader	1 207 635	1 449 891	1 658 774
- Avskrivningar	310 816	368 737	386 465
= Driftsresultat frå eiga verksemd	- 807 485	- 812 817	- 801 789
- Driftsrelatert skattekostnad	- 199 647	- 200 965	- 198 239
= Netto driftsresultat frå eiga verksemd	- 607 838	- 611 852	- 603 551
+ Nettoresultat frå driftstilknytte verksemdar	-	-	-
= Netto driftsresultat	- 607 838	- 611 852	- 603 551
+ Netto finansinntekt	1 140	1 146	1 829
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	- 606 698	- 610 706	- 601 722
- Netto finanskostnad	232 979	192 104	308 326
- Netto minoritetsresultat	- 212 628	- 83 980	-
= Nettoresultat til eigenkapital	- 627 049	- 718 830	- 910 048
+ Unormalt netto driftsresultat	- 81 911	- 260 388	81 505
+ Unormalt netto finansresultat	- 928 170	- 173 079	35 043
+ Unormalt netto minoritetsresultat	- 561	-	-
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	- 1 637 691	- 1 152 297	- 793 500
- Netto betalt utbytte	- 748 597	709 383	- 1 473 000
= Endring i eigenkapital	- 889 094	- 1 861 680	679 500

Tabell 5-20: Omgruppert resultatregnskap i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Omgruppert balanse

Sysselsette eigedelar

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigedelar	3 842 146	2 414 704	3 955 000
- Driftsrelatert gjeld	1 068 443	599 193	2 343 000
= Netto driftseigedelar	2 773 703	1 815 511	1 612 000
+ Finansielle eigedelar	1 812 939	864 067	1 678 000
= Sysselsette eigedelar	4 586 642	2 679 578	3 290 000

Tabell 5-21: Sysselsette eigedelar i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Syssestett kapital

	2017	2018	2019T
Eigenkapital	869 181 -	992 500 -	314 000
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Finansiell gjeld	3 228 672	3 672 078	3 604 000
= Syssestett kapital	4 586 642	2 679 578	3 290 000

Tabell 5-22: Syssestett kapital i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Netto driftseigedelar og netto driftskapital

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigedelar	3 842 146	2 414 704	3 955 000
- Driftsrelatert gjeld	1 068 443	599 193	2 342 000
= Netto driftseigedelar	2 773 703	1 815 511	1 613 000
Eigenkapital	869 181 -	992 500 -	314 000
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 415 733	2 808 011	1 927 000
= Netto driftskapital	2 773 703	1 815 511	1 613 000

Tabell 5-23: Netto driftseigedelar og netto driftskapital i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Endring i eigenkapital

	2017	2018	2019T
Eigenkapital 01.01	1 758 274	869 180 -	992 500
+ Fullstendig nettoresultat	- 1 637 691	- 1 152 297	- 793 500
- Netto betalt utbytte	- 748 597	709 383	- 1 473 000
= Eigenkapital 31.12	869 180	992 500 -	314 000

Tabell 5-24: Endring i eigenkapitalen til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Det er gjennomført ei tilsvarande omgruppering på dei komparative verksemdene. Ein vil slik sikre eit konsistent datagrunnlag for den vidare analysen.

5.5 Analyse og justering av målefeil

5.5.1 Om målefeil

Finansrekneskap er ei avbildning av eit informasjonssystem om underliggjande økonomiske forhold. Avbildinga er basert på grunnleggjande rekneskapsprinsipp, som til dømes Norge si rekneskapslov, og fungerer som eit konseptuelt rammeverk for føring av rekneskap. Derimot strider nokre rekneskapsføringar innanfor det konseptuelle rammeverket med god rekneskapsskikk. Slik kan det oppstå avvik mellom verkelege og rapporterte rekneskapstal (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Det vil sei at verksemda rapporterer noko anna enn verkelege tal. Slike avvik blir kalla målefeil og ein kan dele dei inn i tre typar (Knivsflå, Førelesing 7, 2019).

Målefeil type 1

Målefeil av type 1 oppstår på grunn av rekneskapsføring til korrekt historisk kost. Det oppstår med andre ord ein differanse mellom målt rentabilitet og avkastningskravet. Differansen i slike tilfelle gjev uttrykk for selskapet sin strategiske fordel eller superrentabilitet. Dette er eit mål på om selskapa sine investeringar er lønsame og det er difor ikkje ynskjeleg å justere denne typen målefeil. Målefeil av type 1 blir difor kalla for gode målefeil (Knivsflå, Førelesing 7, 2019). Konsernrekneskapen til Ice Group ASA er utarbeida etter IFRS (International Financial Reporting Standards). IFRS legg i større grad til rette for bruk av verkeleg verdi på eigedel- og gjeldspostar enn kva som er tilfelle etter God Norsk rekneskapsskikk(GRS). Difor vil eit rekneskap ført etter IFRS innehalde færre målefeil av type 1 enn kva eit rekneskap ført etter GRS vil ha. Målefeil av type 1 kan reknast slik:

$$MF1 = SF = ekr^* - ekk$$

$SF = \text{strategisk fordel}$

$ekr^* = \text{eigenkapitalrentabilitet med «riktig» måling}$

$ekk = \text{eigenkapitalkravet}$

Målefeil type 2

Målefeil av type 2 oppstår på grunn av avvik mellom god rekneskapsskikk og korrekt historisk kost. Ein får dermed ei «feilmåling» i regi av god rekneskapsskikk og målingar utført etter

rekneskapsprinsipp tek ikkje tilstrekkeleg omsyn til dei underliggjande økonomiske forholda (Palepu, Healy, & Peek, 2013). God rekneskapskikk kan gje målefeil fordi GRS må ta omsyn til både investororientert- og kreditororientert analyse. Til dømes ved kreditororientert analyse kan det vera optimalt med rekneskapsreglar som er meir konservative enn kva som er «godt» for rentabilitetsmålinga. Hovudkjelda til målefeil av type 2 er manglande balanseføring. Kapitalen blir dermed undervurdert og rentabiliteten overvurdert. Andre kjelder til målefeil av type 2 er feil målemodell etter innrekning og feilmåling etter innrekning (Knivsflå, Førelsing 7, 2019). Målefeil av denne typen skapar med andre ord støy i rentabilitetsmålinga, og kan dermed påverke superrentabiliteten.

Dersom ein møter målfeil i rekneskapen, må ein vurdere om desse skuldast faktisk underliggjande forhold eller andre forhold som skjønsmessige avgjersler eller rekneskapsprinsipp som ikkje tilstrekkeleg måler den økonomiske realiteten. Ein ønskjer å justere for slike forhold, slik at ein kan oppnå eit betre mål på verksemda si faktiske yting (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Målefeil av type 2 blir uttrykt slik:

$$MF2 = ekr_{IFRS} - ekr^*$$

ekr_{IFRS} = *eigenkapitalrentabilitet etter IFRS*

Målefeil type 3

Målefeil av type 3 blir rekna som ein bevisst feil i eit rekneskap på grunn av kreativ rekneskapsføring. Verksemda har på denne måten rapportert noko anna enn det ho eigentleg skal etter god rekneskapskikk. Dersom ein systematisk feilrapporterer over tid kan ein uttrykkje eit svært misvisande bilete av verksemda og deira underliggjande økonomiske situasjon.

Sidan Ice og dei komparative verksemdene sine rekneskap er revidert av ein statsautorisert revisor er det inga mistanke om at rekneskapa inneheld målefeil av type 3. På den andre sida er det vanskeleg å avdekke slike målefeil. Revisor må vurdere om det ligg ein risiko for rekneskapsmanipulasjon til grunn ved å vurdere om det ligg føre motiv for dette. Ein deler gjerne desse motiva inn i to grupper: personleg vinning eller å auke verdien for eigarane. Ved personleg vinning kan ein til dømes ynskje å forbetre resultatet med tanke på bonusutbetalingar, medan ved å auke verdien for eigarane kan ein ha insentiv om både å forbetre og redusere resultatet, avhengig av formålet. Ein kan til dømes verke som ei meir vellukka verksemd enn

det som er reelt eller redusere skattar og avgifter for å spare. Eigenkapitalrentabiliteten kan såleis både bli positivt og negativt påverka av målefeil av type 3:

$$MF3 = ekr - ekr_{IFRS}$$

I analyseperioden har alle årsrapportane hatt revisjonsberetning utan modifikasjonar. Dette aukar graden av sikkerheit for at rekneskapa er utan vesentlege feil, sjølv om det ikkje gjev absolutt sikkerheit. Ut frå dette ser oppgåva vekk frå målefeil av type 3 i vidare analyser.

5.5.2 Målefeil og justering av målefeil i Ice Group ASA sine rekneskap

Den 01. januar 2019 tredde IFRS 16 for leigeavtalar i kraft for verksemder som fører rekneskapan etter IFRS. Etter den nye standarden må leigetakar balanseføre nesten alle leigeavtalar. Det fører til at ein må vise verdien av leigeforpliktinga og tilsvarande verdi av bruksretten i balansen. Dette vil i følge IFRS gje eit meir korrekt bilete over den økonomiske stillinga til leigetakar. For 2019 balansefører dermed rekneskapan til Ice leigeavtalar. I trailinga for 2019 kan ein difor finne ein “dirty surplus”. Denne blir inkludert i det unormale driftsresultatet.

I 5.4.3 blei det presentert omgrupperte tal for både balansen og resultatrekneskapan. Desse tala er svært dårlege, og viser blant anna ein negativ eigenkapital, som indikerer at verksemda er ei konkursverksemd. Den strategiske analysen i kapittel 4 underbyggjer ikkje dette. Der blei det konkludert med at Ice Group ASA er ei oppstartsverksemd, som har ei framtid. Grunnen til at tala er så dårlege er at verksemder i denne fasen ofte tapar pengar i ein periode før dei startar å tene pengar. Dersom ein tek utgangspunkt i at verksemda vil overleva, og halde fram med drifta, må tala justerast for å kunne nyttast i vidare analyse.

Ein måte å gjennomføre justering av eigenkapitalen, er å balanseføre nokre av kostnadane. Dette er i utgangspunktet ikkje lov, og blir ikkje gjort i praksis. For å kunne gjennomføra vidare analyse, vil det likevel vera naudsynt å gjera ei justering slik at ein får positive verdier for eigenkapitalen. Vidare analyse er med dette basert på ein føresetnad om at verksemda vil overleva, og etablera seg som ein tredje aktør i marknaden. Dei justerte tala vil danna grunnlaget for verdiestimatet på eigenkapitalen til Ice. Deretter vil det bli gjort ein eigen analyse av

konkursscenarioet. Til slutt vil det endelege verdiestimat ta omsyn til drøfting av konkurssannsyn og justerast for dette.

I den omgrupperte resultatrekneskapen, kunne ein sjå at Ice har svært høge “andre driftskostnadar”. Det kan tenkjast at mykje av desse kostnadane er knytt til investering og merkevarebygging generelt. Dette er derimot ikkje spesifisert i posten “andre driftskostnadar”. Notane gjev lite informasjon om kva desse kostnadane gjeld. Sidan Ice er ei verksemd i oppstartsfasen er det nærliggjande å tru at kostnadar knytt til marknadsføring utgjer ein vesentleg del av “andre driftskostnadar”. Store kostnader knytt til marknadsføring og merkevarebygging for oppstartsverksemdar er venta å gje avkastning i framtida. Sidan kostnaden vil føre til framtidig verdi er det ikkje urimeleg å balanseføre desse i analysesamanheng. Då det ikkje er oppgitt informasjon om kor stor del av “andre driftskostnadar” som er knytt til marknadsføring, må ein anta eit passende estimat. Ut frå Ice sine rapporterte tal ser ei justering på 25 prosent av gjennomsnittlege “andre driftskostnadar” ut til å vera passende. Kostnadane er venta å gje avkastning innan nokre år og det er difor teke føresetnad om ei levetid på seks år. 25 prosent av “andre driftskostnadar” blir no avskrivningar og driftsresultatet blir dermed uendra. Balanseført verdi av immaterielle egedelar aukar såleis seks gonger med dette beløpet grunna levetida, og utsett skatt aukar heretter. På denne måten vil netto driftsegedelar auke, samt at eigenkapitalen vil bli positiv. Ein fare med dette er derimot at ein justerer inn ein fiktivkapital i balansen. Det blir likevel i denne utgreiinga teke føresetnad om at ei slik justering vil vera fornuftig. Tilsvarande justering er også gjennomført for Telenor og Telia.

Dei omgrupperte og justerte tala for Ice er presentert i tabell 5-25 – 5-29:

	2017	2018	2019T
Driftsinntekter	1 321 836	1 660 020	1 856 435
- Nasjonale roamingkostnader	394 743	434 117	388 818
- Lønskostnader	216 127	220 092	224 168
- Andre driftskostnader	847 943	1 090 199	1 299 082
- Avskrivninger	670 508	728 429	746 157
= Driftsresultat frå eiga verksemd	- 807 485	- 812 817	- 801 789
- Driftsrelatert skattekostnad	- 199 647	- 200 965	- 198 239
= Netto driftsresultat frå eiga verksemd	- 607 838	- 611 852	- 603 551
+ Nettoresultat frå driftstilknytte verksemder	-	-	-
= Netto driftsresultat	- 607 838	- 611 852	- 603 551
+ Netto finansinntekt	1 140	1 146	1 829
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	- 606 698	- 610 706	- 601 722
- Netto finanskostnad	232 979	192 104	308 326
- Netto minoritetsresultat	- 212 628	- 83 980	-
= Nettoresultat til eigenkapital	- 627 049	- 718 830	- 910 048
+ Unormalt netto driftsresultat	- 81 911	- 260 388	81 505
+ Unormalt netto finansresultat	- 928 170	- 173 079	35 043
+ Unormalt netto minoritetsresultat	- 561	-	-
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	- 1 637 691	- 1 152 297	- 793 500
- Netto betalt utbytte	- 748 597	709 383	- 1 473 000
= Endring i eigenkapital	- 889 094	- 1 861 680	679 500

Tabell 5-25: Justert- og omgruppert resultatregneskap for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigendelar	6 000 298	4 572 856	6 113 152
- Driftsrelatert gjeld	1 602 036	1 132 786	2 875 593
= Netto driftseigendelar	4 398 262	3 440 070	3 237 559
+ Finansielle eigendelar	1 812 939	864 067	1 678 000
= Sysselsette eigendelar	6 211 201	4 304 137	4 915 559

Tabell 5-26: Justert- og omgruppert sysselsette eignedelar for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

	2017	2018	2019T
Eigenkapital	2 493 740	632 059	1 310 559
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Finansiell gjeld	3 228 672	3 672 078	3 604 000
= Sysselsett kapital	6 211 201	4 304 137	4 915 559

Tabell 5-27: Justert- og omgruppert sysselsett kapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

	2017	2018	2019T
Driftsrelaterte eigendelar	6 000 298	4 572 856	6 113 152
- Driftsrelatert gjeld	1 602 036	1 132 786	2 875 593
= Netto driftseigendelar	4 398 262	3 440 070	3 237 559
Eigenkapital	2 493 740	632 059	1 310 559
+ Minoritetsinteresse	488 789	-	-
+ Netto finansiell gjeld	1 415 733	2 808 011	1 927 000
= Netto driftskapital	4 398 262	3 440 070	3 237 559

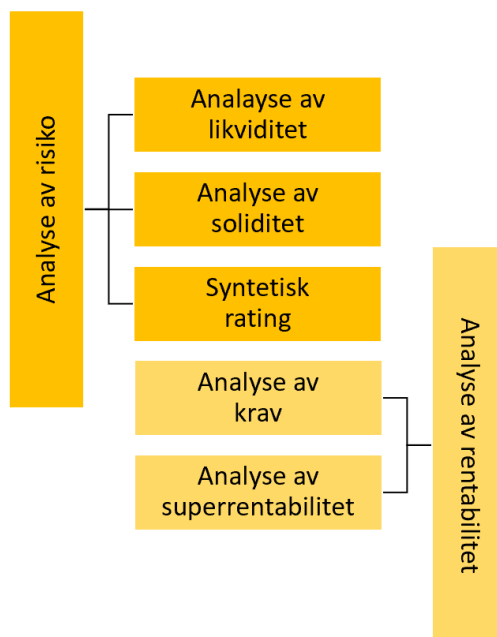
Tabell 5-28: Justert- og omgruppert netto driftskapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

	2017	2018	2019T
Eigenkapital 01.01	3 382 833	2 493 740	632 059
+ Fullstendig nettoresultat	- 1 637 691	- 1 152 297	- 793 500
- Netto betalt utbytte	- 748 597	709 383	- 1 473 000
= Eigenkapital 31.12	2 493 740	632 059	1 310 559

Tabell 5-29: Justert- og omgruppert eigenkapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

5.6 Rammeverk for forholdstalsanalyse

Det er no gjennomført ei omgruppering av rekneskapstala og det justert for målefeil. I dei tre neste kapitela vil det bli gjort ei forholdstalsanalyse. Denne analysen tek utgangspunkt i dei historiske tala i resultatrekneskapen og balansen som er omgruppert. Ved å analysere utvikling i finansielle nøkkeltal, samt ei samanlikning med bransjen sine nøkkeltal, vil me få eit inntrykk av lønnsmda og den finansielle stillinga som Ice har på noverande tidspunkt (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Forholdstalsanalysen vil vidare gi eit grunnlag for framtidsrekneskapen som blir utarbeida i kapittel 9.



Figur 5-7: Rammeverk for analyse av forholdstal (Knivsfå, Førelsing 9, 2019)

Analysen i kapittel 6 er knytt til risiko. Likviditetsanalysen seier noko om risikoen på kort sikt, medan soliditetsanalysen viser risikoen Ice står overfor på lang sikt. Risikoanalysen vert så avslutta med å finne den syntetiske ratinga til Ice. Denne seier noko om den totale kredittrisikoen som verksemda representerer. I kapittel 7 blir det sett nærare på ulike krav, både for Ice og for gjennomsnittswerksemda. Dette omfatta historiske avkastingskrav til eigenkapitalen, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og minoritet. Tala som kjem fram av her vil bli brukt i kapittel 8 til å rekne ut og analysere rentabilitet og superrentabilitet. Ein vil då kunne sjå kor vidt Ice klarar å generere superrentabilitet eller ikkje.

6. Analyse av risiko

I kapittel 6 blir det sett nærare på kredittrisikoen selskapet står overfor. I den samanheng blir avkastingskravet til selskapet sentralt, fordi det blant anna blir brukt til å neddiskontere framtidige kontantstraumar. Såleis er det viktig for ei korrekt fundamental verdsetjing. Verksemda sitt avkastingskrav er i stor avhengig av tre faktorar: risikofri rente, systematisk- og usystematisk risiko. Systematisk risiko er den risikoen som er knytt til marknaden, medan den usystematiske risikoen er den som er knytt til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). Den selskapsspesifikke risikoen vil ein investor kunne redusere gjennom diversifisering av investeringane sine. For ein veldiversifisert revisor blir difor denne risikoen mindre relevant. Den systematiske risikoen er på den andre sida ikkje noko ein kan kvitte seg med, og er dermed det som er mest relevant ved analyse av risiko.

Dersom ein ser det frå kreditorsida, er det kredittrisikoen som er mest relevant å sjå på. Grunnen til dette er at det dreier seg om kor stort sannsynet er for misleghald av gjeld. Denne typen risiko kan ikkje diversifiserast vekk i like stor grad, sjølv om kreditor gjerne har høve til å kunne tapssikre låneportefølgja gjennom blant anna derivat. Kreditor vil med dette ikkje ha same høve som investor til å diversifisere vekk den usystematiske risikoen. I tillegg vil kreditor, til forskjell frå investor, ikkje ha like stor vinningssjansje då dei ikkje mottek meir enn det låneavtalen gjev lovnad om. Risikoen er difor eintydig knytt til risiko for tap, som betyr at investorar vil tole ein større investeringsrisiko enn kreditor (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Kreditrisikopremien er knytt til sannsynet for konkurs og kor stort eit eventuelt tap blir. På denne måten er analyse av selskapsspesifikk risiko relevant for kredittvurdering (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Kredittrisikoen omfattar kortsiktig risiko, som blir analysert gjennom likviditetsanalyse i delkapittel 6.1, og langsiktig risiko, som blir analysert gjennom ein soliditetsanalyse i delkapittel 6.2. Desse komponentane blir så brukt til å gjennomføre ei syntetisk rating av Ice Group ASA i delkapittel 6.3, som talfestar sannsynet for konkurs. Rammeverket for analysane i kapittel 6 kan oppsummerast slik:



Figur 6-1: Rammeverk for analyse av kredittrisiko (Knivsflå,9)

6.1 Likviditetsanalyse – kortsiktig risiko

Risiko knytt til ei verksemd si evne til å innfri kortsiktige gjeldsforplikingar etter kvart som dei forfell, kan vurderast gjennom ein likviditetsanalyse. Det sentrale blir difor om drifta er tilstrekkeleg for å innfri dei laupande forplikingane, slik at risikoen for konkurs blir redusert (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). I analysen av likviditet vil forholdstala likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad bli brukt til å seie noko om den kortsiktige risikoen som verksemda står overfor. Til slutt vil også gjeldsdekninga bli vurdert gjennom ein analyse av fri kontantstraum.

Forholdstala som blir rekna ut og presentert vil vise utviklinga Ice har hatt over analyseperioden. Vidare vil dei også bli samanlikna med bransjegjennomsnittet. Bransjetala er eit resultat av omgrupperte gjennomsnittstal frå dei komparative verksemdene Telenor og Telia, i tillegg til Ice.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Forholdstalet likviditetsgrad 1 viser til forholdet mellom omløpsmidlane og den kortsiktige gjelda som verksemda har (Damodaran, Investment valuation, 2012). Nøkkeltalet viser i kor stor grad dei likvide midlane dekker forplikingane som forfell innan eitt år. Jo høgare dette forholdstalet er jo betre tilgang har verksemda på omløpsmidlar som kan brukast til å betale ned den kortsiktige gjelda. Ein tommelfingerregel seier at likviditetsgrad 1 bør vera minst 2. Dette kan likevel variere noko ut frå verksemda sin art eller bransjen dei opererer i. Det er difor naturleg at bransjegjennomsnittet blir brukt som målestokk for likviditetsgrad 1.

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

Ut frå tabellen kan ein sjå at Ice har ein sterkare likviditet enn bransjen over heile analyseperioden. Både Ice og bransjen generelt har ein svekka likviditet i 2018, som ser ut til å styrke seg igjen i 2019.

Likviditetsgrad 1	2017	2018	2019T
Ice Group ASA	1,896	0,931	1,666
Bransjen	0,446	0,435	0,468

Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

I første året av analyseperioden har Ice ein likviditetsgrad 1 på nesten 2, som kan seiast å vera ein relativt god likviditet. Denne blei nesten halvert i 2018, men ser ut til å auke betrakteleg igjen i 2019. Dette kan forklarast med dei store investeringane som Ice gjennomførte i 2018, og med at dei blei notert på børs i mai 2019. Utvikling i bransjen er relativt jamn over heile perioden. Ice Group ASA har derimot ei kraftig svinging, men ser ut til å ha ei positiv utvikling. Dersom dei positive trendane held fram, vil Ice kunne oppnå ein likviditetsgrad 1 på 2 innan kort tid. Figur 6-2 illustrerer utviklinga av likviditetsgrad 1 over analyseperioden:



Figur 6-2: Illustrasjon av likviditetsgrad 1 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 seier noko om forholdet mellom dei finansielle omløpsmidlane og kortsiktig gjeld. Dei finansielle omløpsmidlane er dei mest likvide midlane, og det er dei som er utgangspunkt for dette nøkkeltalet. Ved å sjå vekk frå varelager, vil ein tydelegare sjå verksemda si evne til å innfri kortsiktige forplikningar (Penman, 2013). Kor mykje av fordringar som skal

inkluderast, kan vurderast ut frå omløpshastigheit på kundefordringar og arten på dei andre fordringane. I utrekningane under er det teke utgangspunkt i at alle fordringar reknast som finansielle omløpsmidlar. Tommelfingerregelen seier at likviditetsgrad 2 bør vera minst 1. Også i dette tilfelle vil dette variere litt ut frå bransje og verksemd.

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

Tabellen under viser utviklinga i likviditetsgrad 2 for både Ice Group ASA og bransjen over analyseperioden.

Likviditetsgrad 2	2017	2018	2019T
Ice Group	1,841	0,897	1,659
Bransjen	0,427	0,424	0,458

Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

I likskap med likviditetsgrad 1, svingar også likviditetsgrad 2 for både Ice og bransjen over analyseperioden. Samanlikna med tommelfingerregelen, kan det seiast at Ice har nøkkeltal som tilseier ein god likviditet. Det same kan likevel ikkje seiast om bransjen då den har nøkkeltal godt under 1.



Figur 6-3: Illustrasjon av likviditetsgrad 2 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Ice sin likviditetsgrad 2 er høgere enn bransjen over heile analyseperioden. Dersom ein nyttar bransjen som målestokk, vil dette indikere ein likviditetsfordel. Dette skuldast at Ice har langt meir likvide midlar knytt til bankinnskott og kontantar, sett i forhold til gjeld, enn det dei komparative verksemdene har. Dei gode nøkkeltala til Ice viser at dei har mindre risiko knytt til likviditet enn bransjen elles. Dette er likevel naturleg då dei komparative verksemdene er dotterselskap i konsern som samla sett kan tenkjast å ha store likvidar.

6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell rentedekningsgrad viser til forholdet mellom finansielle eigendelar og finansiell gjeld. Dersom gjeldsdekningsgraden er større enn 1, betyr dette at verksemda har nok finansielle eigendelar til å dekke den finansielle gjelda. Ein slik situasjon vil redusere sannsynet for at verksemda kjem i likviditetskrise (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Forholdstalet er gitt ved:

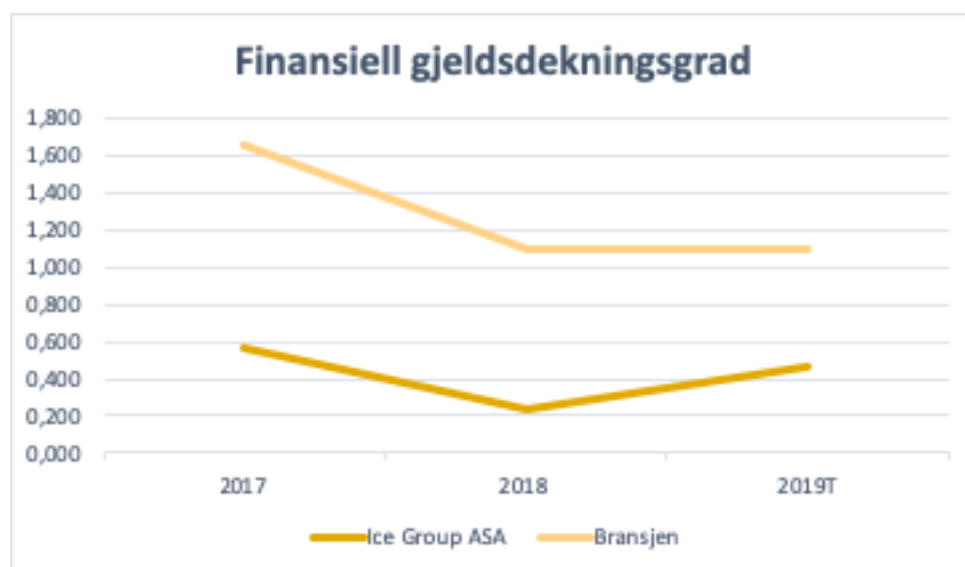
$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eigendelar}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

I figuren under blir utviklinga i finansiell rentedekningsgrad for Ice og bransjen presentert.

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2017	2018	2019T
Ice Group ASA	0,562	0,235	0,466
Bransjen	1,655	1,092	1,102

Tabell 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Finansiell gjeldsdekningsgrad for Ice og for bransjen har svinga gjennom analyseperioden. I 2017 var nøkkeltalet for bransjen over 1, noko som kan reknast som bra samanlikna med normtalet. Ice hadde i same år ein gjeldsdekningsgrad på 0,562, som betyr at dei berre får dekkja litt over halvparten av den finansielle gjelda med finansielle eigendelar. I 2018 blir Ice sin gjeldsdekningsgrad ytterlegare redusert med om lag 30 prosent, noko som er særdeles svakt. Denne utviklinga snur likevel i 2019T og aukar igjen med omlag 20 prosent. Utviklinga er presentert i figur 6-4:



Figur 6-4: Illustrasjon av finansiell gjeldsdekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Ser ein på Ice sin gjelddekningsgrad relativt til nøkkeltalet i bransjen, er den vesentleg dårlegare over heile analyseperioden. Dette betyr at det er større risiko knytt til gjelda til Ice enn gjelda til dei andre aktørane i bransjen. Ice har likevel ei brattare kurve frå 2018 til 2019T enn bransjen, og dermed ei sterkare positiv utvikling. Held denne utviklinga fram vil Ice etter ei stund kunne nå bransjesnittet.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad blir her definert som nettoresultat frå sysselsett kapital sett i forhold til netto finanskostnad:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat frå sysselsett kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Forholdstalet viser kva evne verksemda har til å dekke finanskostnadar utanom avdrag ved hjelp av nettoresultatet (Knivsflå, Førelesing 9, 2019). Tommelfingerregelen seiar at dette nøkkeltalet bør vera på minst 1, som vil gje eit 0-resultat før skatt (Knivsflå, Førelesing 9, 2019). For å ha ein buffer, vil ein rentedekningsgrad på rundt 3 vera fordelaktig.

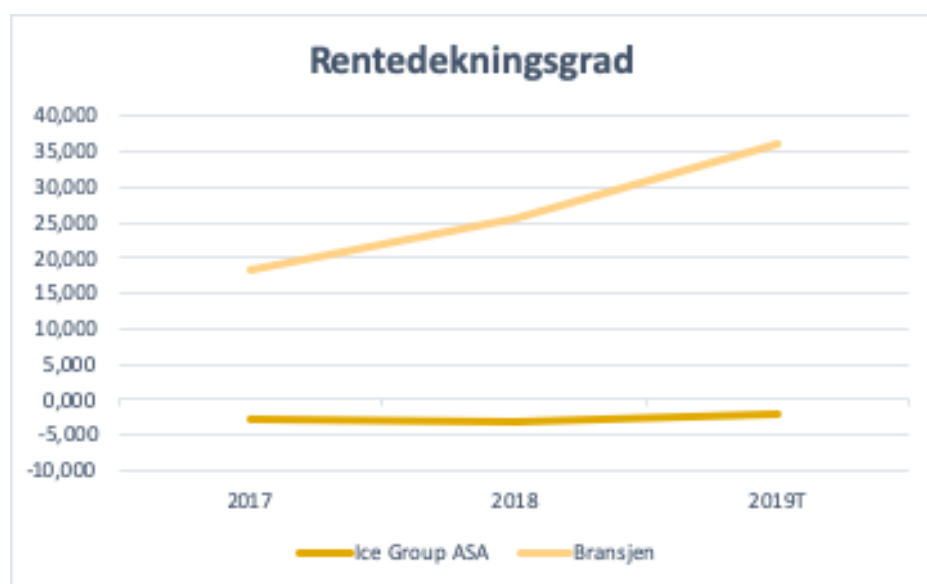
I utrekningane under blir det normaliserte nettoresultatet nytta med bakgrunn i at det vil gje ein betre indikasjon på sannsynet for konkurs enn eit nettoresultat som ikkje er normalisert. For dei

komparative verksemdene er det teke ein del føresetnadar når det gjeld kva som inngår i det normaliserte resultatet grunna knapp informasjon i rekneskapa. Tendensane i bransjen verkar å kome tydeleg fram likevel. I tabellen under blir rentedekningsgraden for Ice og bransjen over analyseperioden presentert:

Rentedekningsgrad	2017	2018	2019T
Ice Group ASA	-2,604	-3,179	-1,952
Bransjen	18,479	25,731	36,161

Tabell 6-4: Rentedekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Ein rentedekningsgrad som nærmar seg 0, viser risiko for konkurs. Nøkkeltalet gjev informasjon om verksemda si inntening og evne til å dekke utgiftene som relaterer seg til gjelda. Det er difor sentralt å sjå på for gjeldsfinansierte verksemdar. Dersom rentedekningsgraden nærmar seg 0, betyr dette at renteutgiftene “et opp” overskotet (Hammertrø, 2019). Ice har over heile analyseperioden ein negativ rentedekningsgrad. Dette skuldast verksemda sine negative netto driftsresultat og høge gjeldsdelar. Slike forhold tyder på at Ice strevar med å innfri gjelda si. I tillegg tilseier den høge rentedekningsgrada til bransjen at Ice burde ha hatt eit nøkkeltal som var ein del høgare enn det tommelfingerregelen i utgangspunktet tilseier.



Figur 6-5: Illustrasjon av rentedekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Over heile analyseperioden ligg Ice sin rentedekningsgrad betydeleg under bransjen, som betyr at det er mykje større risiko for at Ice ikkje innfrir rentekostnadar ved hjelp av sysselsett kapital

enn bransjen generelt. Det kan sjå ut som at Ice har ei positiv utvikling frå 2018 til 2019T, men kurva er likevel langt mindre bratt enn kurva som viser bransjen. Behovet for betring i nettodriftsresultat er difor stort på noverande tidspunkt.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstraum

Formålet med å vurdere gjeldsdekning av fri kontantstraum er å sjå på om verksemda har nok kontantar til å dekke gjeldsforpliktingane sine (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Dette forholdstalet blir definert som den frie kontantstraumen frå sysselsette eigedelar i forhold til den frie kontantstraumen til finansielle långjevarar (Knivsflå, Førelsing 9, 2019). Den frie kontantstraumen til eigenkapitalen til Ice i analyseperioden er presentert i tabell 6-5 under:

Fri kontantstraum til eigenkapital Ice Group ASA	2017	2018	2019T
Netto driftsresultat - normalt	- 607 838	- 611 852	- 603 551
+ Unormalt netto driftsresultat	- 81 911	- 260 388	81 505
- Endring i netto driftseigedelar	- 344 610	- 958 192	- 202 511
= Fri kontantstraum frå drift	- 345 139	85 952	- 319 535
+ Netto finansinntekt	1 140	1 146	1 829
+ Unormal netto finansinntekt	- 928 170	- 173 079	35 043
- Endring i finansielle eigedelar	- 321 427	- 948 872	813 933
= Fri kontantstraum til sysselsett kapital	- 950 742	862 891	- 1 096 596
- Netto finanskostnad	232 979	192 104	308 326
+ Endring i finansiell gjeld	389 864	443 406	- 68 078
- Netto minoritetsresultat	- 212 628	- 83 980	-
+ Unormalt netto minoritetsresultat	- 561	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	- 166 808	- 488 789	-
= Fri kontantstraum til eigenkapitalen	- 748 597	709 384	- 1 473 000

Tabell 6-5: Fri kontantstraum til eigenkapital Ice Group ASA 2017-2019T

Den omgrupperte kontantstraumoppstillinga til Ice viser at dei berre har positiv kontantstraum frå drift i 2018. I 2017 og 2019T vil den negative kontantstraumen føre til tæring på likviditeten. Det også berre i 2018 at verksemda klarar å dekke rentekostnadane. I 2019T blir investeringsbehovet så høgt at det må finansierast på andre måtar. Det kan sjå ut som det her blir dekket av tilføring av kapital. Fri kontantstraum frå eigenkapitalen reflekterer netto betalt utbytte. Når fri kontantstraum frå eigenkapitalen er negativ, altså når netto betalt utbytte er negativt, vil dette bety at det er tilført kapital til selskapet. I 2019T er dette avgjerande, då verksemda allereie har mykje lån.

6.1.6 Oppsummering av likviditetsanalyse

Formålet med å gjennomføra ein likviditetsanalyse var å vurdere om Ice har nok likvide midlar til å innfri krava sine etterkvart som dei forfell til betaling. Ved estimering av likviditetsgrad 1 og 2 kom det fram at Ice låg over bransjesnittet over heile analyseperioden. Det kom også fram at dei har ei positiv utvikling, og i 2019T er nøkkeltala betre enn det som reknast å vera “minstekravet”.

Når det kjem til finansiell gjeldsdekningsgrad ligg Ice under bransjesnittet over heile perioden. I tillegg har dei også ein gjeldsdekningsgrad som er ein del lågare enn det den bør vera. Rentedekningsgraden er svært svak og langt dårlegare enn den er i bransjen. Dei dårlege verdiane for dei to sistnemnde nøkkeltala kjem av den høge gjeldsfinansieringa til Ice. Dette er likevel ikkje uvanleg for verksemder i oppstartsfasen. I dette tilfelle blir verksemda i tillegg samanlikna med komparative verksemder som er svært etablerte i ein marknad som lenge har vore duopol, som gjer at situasjonen til Ice ser endå meir kritisk ut. Ei positiv utvikling i rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad indikerer likevel at Ice kan betre situasjonen over tid.

Til slutt viste fri kontantstraum til eigenkapitalen at det i 2019T blir tilført ein del kapital til selskapet. Det er nærliggjande å tru at tilførsel av kapital også vil finne stad i åra framover ettersom verksemda no er notert på børs.

6.2 Soliditetsanalyse – langsiktig risiko

Målet med soliditetsanalysen er å kartleggje verksemda si evne til å tole tap over ein lengre periode (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Det vil bli undersøkt kva økonomiske ressursar verksemda har til å stå i mot framtidige tap. Denne analysen blir gjort ved å nytte forholdstala eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Til slutt vil også kapitalstrukturen til Ice og i bransjen bli presentert, og evna til å tole tap vil bli analysert.

6.2.1 Eigenkapitalprosent

I ein soliditetsanalyse er forholdstalet eigenkapitalprosent svært sentralt sidan det viser verksemda si evne til å tole tap i framtidige periodar. Ein høg eigenkapitalprosent betyr lågare kredittrisiko. Dette betyr at ein stor eigenkapital i forhold til totalkapitalen gjer det lettare for

verksemda å stå mot tap, fordi tap blir ført mot eigenkapitalen. Nøkkeltalet er også sentralt for långivarar då det ofte er krav til eigenkapitalprosenten ved signering av kredittavtalar.

$$\text{Eigenkapitalprosent} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Tabellen under viser Ice og bransjen sin eigenkapitalprosent i perioden 2016 til 2019.

Eigenkapitalprosent	2017	2018	2019T
Ice Group ASA	34,0 %	11,6 %	16,8 %
Bransjen	39,6 %	34,8 %	35,0 %

Tabell 6-6: Eigenkapitalprosent for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Ut frå tabellen kan ein sjå at Ice hadde ein god eigenkapitalprosent i byrjinga av perioden. Denne blei kraftig redusert i 2018 grunna ei høgare gjeldsfinansiering. I 2019T er den igjen litt betre, fordi det blei tilført kapital til selskapet som vist i kontantstraumen i likviditetsanalysen.



Figur 6-6: Illustrasjon av eigenkapitalprosent for Ice Group ASA og bransjen 2017-2019T

Ice sin eigenkapitalprosent er ligg lågare enn bransjen gjennom heile analyseperioden, spesielt i 2018. Utviklinga til Ice i 2019T er likevel sterkare positiv enn utviklinga i bransjen elles. Held denne trenden fram vil Ice kunne ta att bransjesnittet.

Desse eigenkapitalprosentane er rekna ut frå dei justerte tala i delkapittel 5.5.2, samt ein føresetnad om framleis drift og at verksemda overlev. Dersom ein hadde nytta dei rapporterte

tala ville ein fått ein negativ eigenkapitalprosent, som hadde indikert konkurs. Dei justerte tala gjev ein positiv eigenkapitalprosent fordi eigenkapitalen no er positiv. Sjølv om eigenkapitalprosenten er positiv ligg den likevel langt under bransjen i både 2018 og 2019T, grunna store investeringar. Utanom Ice, som er i oppstartsfasen, består bransjen som nemnt av Telenor og Telia som finn seg i modningsfasen. Det er ikkje uvanleg at nyetablerte verksemder har relativt låg eigenkapitalprosent samanlikna med meir etablerte verksemder. Nyetablerte verksemder med låg eigenkapitalprosent er med dette meir følsame for tap og har større risiko for konkurs. Ice er likevel avhengige av at den positive utviklinga frå 2018 til 2019T held fram i åra framover.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er eit mål på lønnsemd i soliditetsanalysen. Svak lønnsemd vil kunne redusere eigenkapitalen. Netto driftsrentabilitet er verksemda sitt netto driftsresultat sett i forhold til gjennomsnittlege netto driftseigedelar:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\left(\text{Netto driftseigedelar IB} + \frac{\Delta \text{NDE} - \text{Netto driftsresultat}}{2} \right)}$$

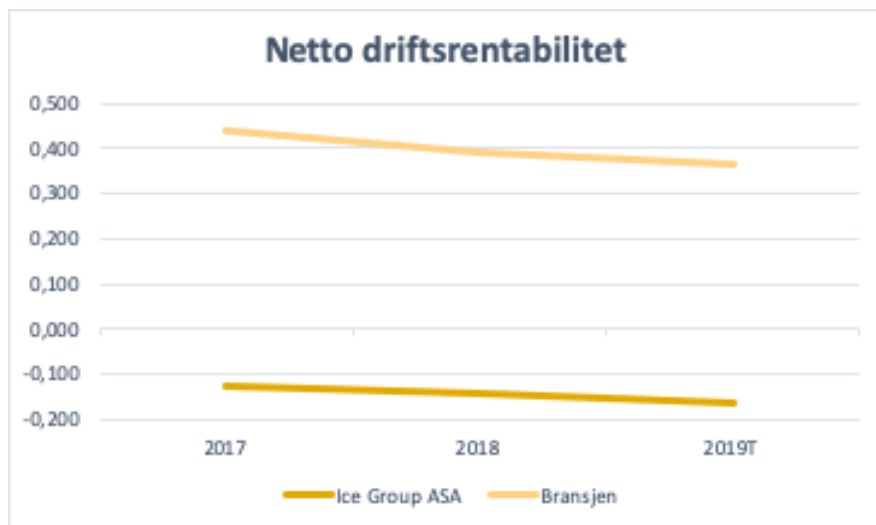
Nøkkeltalet viser kor mykje avkasting verksemda sine netto driftseigedelar gjev i prosent. Sviktande lønnsemd over lengre tid vil tære på eigenkapitalen, og er med dette relevant for ein analyse av soliditet. I tabellen under blir netto driftsrentabilitet for Ice og bransjen i analyseperioden presentert:

Netto driftsrentabilitet	2017	2018	2019T
Ice Group ASA	-0,125	-0,145	-0,166
Bransjen	0,441	0,390	0,366

Tabell 6-7: Netto driftsrentabilitet for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Ut frå tabellen kan ein sjå at Ice har ein negativ netto driftsrentabilitet over heile analyseperioden, som skuldast dei negative netto driftsresultata. Nøkkeltalet er negativt allereie i første år i analyseperioden, og blir meir negativt for kvart år. Denne trenden skuldast i

hovudsak negative driftsresultat. Bransjen har også ein nedgang i netto driftsrentabilitet i analyseperioden.



Figur 6-7: Illustrasjon av netto driftsrentabilitet for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T

Figuren over viser at bransjen har ein langt høgare netto driftsrentabilitet enn Ice, men utviklinga er negativ. At bransjen har ein positiv netto driftsrentabilitet over heile perioden betyr at bransjen oppnår ei positiv avkastning på sine driftseigedelar, i motsetning til Ice som har ein negativ avkastning på sin kapital. Samla indikerer dette ein dårleg soliditet, høg risiko, og ei ulempe samanlikna med bransjen.

6.2.3 Kapitalstruktur (statisk finansieringsanalyse)

Analyse av kapitalstruktur kan gjerast ved bruk av statisk finansieringsanalyse. Kapitalstruktur viser til korleis verksemda er finansiert på eit gitt tidspunkt, her 31.12.2018 (Knivsflå, Førelesing 9, 2019). Dette kan visast ved bruk av ei finansieringsmatrise (Knivsflå, Førelesing 9, 2019). I ei slik matrise ønskjer ein at langsiktige anleggsmidlar skal finansierast av langsiktig kapital. Eigenkapitalfinansiering er difor fordelaktig, fordi det er den finansieringskjelda som er minst risikabel. Det er også ein fordel dersom langsiktig kapital blir finansiert med langsiktig driftsgjeld i staden for langsiktig finansiell gjeld, då dette ofte er ei rimelegare kjelde til finansiering. Altså plasserer ein delane av kapitalen etter kor langsiktige dei er, og finansieringsmetodane etter kor rimelege dei er. Det er om å gjere å nå det nedste nivået i matrisa fortast mogleg då dette gjev ein indikasjon på ein lite risikabel og meir solid finansieringsstruktur:

Ice Group ASA	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	632 059	-	543 204	3 377 425			4 552 688
FAM				294 653	40 671		335 324
DOM					20 168		20 168
FOM					528 743		528 743
SUM/Totalkapital	632 059	-	543 204	3 672 078	589 582	-	5 436 923

Tabell 6-8: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for Ice Group ASA 31.12.2018 i absolutte verdier

Ice Group ASA	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	13,9 %	0,0 %	11,9 %	74,2 %			83,7 %
FAM				87,9 %	12,1 %		6,2 %
DOM					100,0 %		0,4 %
FOM					100,0 %		9,7 %
SUM/Totalkapital	11,6 %	0,0 %	10,0 %	67,5 %	10,8 %	0,0 %	100,0 %

Tabell 6-9: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for Ice Group ASA 31.12.2018 i prosentvise verdier

Dei driftsrelaterte anleggsmidlane til Ice er delvis finansiert med eigenkapital, men i stor grad av langsiktig gjeld. Dei finansielle anleggsmidlane er også i stor grad finansiert av langsiktig gjeld, men ein liten del er også finansiert av kortsiktig gjeld. Den kortsiktige gjelda er likevel knytt til drift, som indikerer ei "billigare" finansiering enn dersom den hadde vore finansiell. Den kortsiktige driftsrelaterte gjelda dekkar også omløpsmidlane, både dei driftsrelaterte og dei finansielle. På denne måten unngår Ice å måtte finansiere noko med kortsiktig finansiell gjeld.

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	13 298 862		3 929 685	2 891 932	8 729 989		28 850 468
FAM					1 349 897		1 349 897
DOM					301 135		301 135
FOM					1 925 040	4 657 391	6 582 431
SUM/Totalkapital	13 298 862	-	3 929 685	2 891 932	12 306 060	4 657 391	37 083 930

Tabell 6-10: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for bransjen 31.12.18 i absolutte verdier

Bransjen	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	SUM
DAM	46 %	0 %	14 %	10 %	30 %		78 %
FAM					100 %		4 %
DOM					100 %		1 %
FOM					29 %	71 %	18 %
SUM/Totalkapital	36 %	0 %	11 %	8 %	33 %	13 %	100 %

Tabell 6-11: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for bransjen 31.12.2018 i prosentvise verdier

Dersom ein ser på bransjen under eitt, vil heile 46 prosent av dei driftsrelaterte anleggsmidlane vera finansiert av eigenkapital. Dette tyder på ein langt sterkare soliditet i bransjen elles enn det Ice har. Ice evnar likevel å finansiere med langsiktig gjeld i langt større grad enn bransjen, som må ta i bruk meir kortsiktig gjeld. Dette er fordelaktig for Ice då dei klarer å finansiere delar av anleggsmidlane og alle omløpsmidlane med gjeld som er knytt til drift. Ein slik fordeling av

finansieringa vil kompensere litt for ein litt liten eigenkapitalprosent. Det er likevel viktig å presisere at mykje av den kortsiktige gjelda til dei komparative verksemdene er gjeld til morselskapa, og kan difor tenkjast å utgjere ei “billig” kortsiktig gjeld.

6.2.4 Oppsummering av soliditetsanalysen

I analysen av soliditeten til Ice blei nøkkeltala eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet estimert for heile analyseperioden, samt at det blei presentert finansieringsmatriser for både Ice og bransjen per 31.12.18. Dette blei gjort for å vurdere kor vidt Ice har evne til å tole tap over ein lengre periode. Ved utrekning av eigenkapitalprosent kom det fram at Ice hadde eit bra nøkkeltal for 2017, men at den hadde ei litt dårleg utvikling til 2018, som igjen ser ut til å betre seg i 2019T. Eigenkapitalprosenten til Ice er framleis dårleg samanlikna med bransjen, men den har ei sterkare positiv utvikling enn bransjen sin har.

Ice sin netto driftsrentabilitet var også negativ frå 2017 til 2019T grunna underskot alle åra. Den hadde også ei dårleg utvikling grunna reduksjon i netto driftseigedelar. Bransjen hadde også ei dårleg utvikling, men likevel positive tal over heile perioden. Finansieringsmatrisene viser at Ice har relativt lite eigenkapital, som fører til høg gjeldsfinansiering. Dei klarer likevel å finansiere mykje med langsiktig gjeld og slepp å ta i bruk kortsiktig finansiell gjeld. Samla sett vil risikoen knytt til soliditet for Ice vera stor. Låg eigenkapitalprosent og negativ netto driftsrentabilitet underbyggjer dette. Ein grei kapital struktur og positiv utvikling i eigenkapitalprosent viser likevel at Ice kan kome seg ut av soliditetsknipa over tid. Situasjonen er likevel kritisk, og verksemda er avhengige av tilføyning av kapital.

6.3 Syntetisk rating

Over har det blitt gjennomført ein analyse av likviditet og ein analyse av soliditet. Under vil delar av desse analysen bli oppsummert i ei syntetisk rating. Ratinga vil bli presentert som ein karakter i form av bokstavar. Knivsflå sin ratingmodell, som er presentert i tabellen under, tek utgangspunkt i «Standard & Poor´s» sitt system, og er grunnlaget for karakteren som blir gitt til Ice. Nøkkeltala som blir inkludert i analysen er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, Førelsing 9, 2019). Kvart av dei fire forholdstala vil bli representert med ein karakter som seier noko om sannsynet for konkurs det neste året. Vidare vil desse karakterane til slutt bli rekna om til ein gjennomsnittskarakter, som

i lag med dei kvalitative forholda frå den strategiske analysen i kapittel 4, vil gje ratinga av Ice Group ASA.

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Eigenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurssannsyn
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 6-12: Verdier for fastsetjing av syntetisk rating, med tilhøyrande konkurssannsyn

Tabellen over viser at dei fire forholdstala har eit tilhøyrande konkurssannsyn. Dette vil vera utgangspunktet for vurderinga av sannsynet for at Ice går konkurs. I ei slik vurdering må det takast omsyn til at det kan vera sider ved slike analyser som ikkje gjev eit heilt korrekt bilete av dei faktiske forholda. Til dømes vil forholdstala som er rekna ut kunne variere frå bransjen til bransje, noko som kan gje utslag i ei kredittvurdering der rammeverket tek utgangspunkt i normerte forholdstal for alle bransjar samla. Det blir likevel teke føresetnad om at dette rammeverket er eigna for å få ei passande kredittvurdering av Ice Group ASA. Ratingmodellen tek også utgangspunkt i forhold i åra som var, og vil med dette nødvendigvis ikkje representere den framtidige kredittsituasjonen til Ice og telekommunikasjonsbransjen, men den vil vera ein god indikator. Den endelege ratinga vil ta omsyn til heile risikoanalysen, også dei tala som er rekna ut, men ikkje er med i tabellen under.

Syntetisk rating	2017		2018		2019T		Gjennomsnitt	
	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating	Verdi	Rating
Likviditetsgrad 1								
Ice Group	1,896	BB	0,931	B	1,666	BBB	1,50	BB
Bransjen	0,446	CC	0,435	CC	0,468	CC	0,45	CC
Rentedekningsgrad								
Ice Group	-2,604	D	-3,179	D	-1,952	C	-2,58	D
Bransjen	18,479	AAA	25,731	AAA	36,161	AAA	26,7903333	AAA
Eigenkapitalprosent								
Ice Group	34 %	BB	11,60 %	CCC	16,80 %	B	20,80 %	B
Bransjen	39,60 %	BB	34,80 %	B	35,00 %	BB	36,47 %	BB
Netto driftsrentabilitet								
Ice Group	-0,125	D	-0,145	D	-0,166	D	-0,15	D
Bransjen	0,441	AAA	0,39	AAA	0,366	AAA	0,40	AAA
Samla								
Ice Group		CC		CC		CCC		CC
Overstyrt rating Ice Group		CCC		CCC		CCC		CCC
Bransjen		BBB		BBB		BBB		BBB

Tabell 6-13: Syntetisk rating for Ice Group ASA og bransjen 2017-2019T

I den syntetiske ratinga sett ein karakter på grunnlag av fire nøkkeltal. Det vil difor vera fornuftig å inkludere resultata frå dei andre utrekningane som blei gjennomført i dette kapittelet. I likviditetsanalysen blei det gjort ei analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad og likviditetsgrad 2, som ikkje inngår i den syntetiske ratinga. Likviditetsgrad 2 for Ice er god over heile perioden, og vesentleg høgare enn den som er i bransjen i likskap med tala for likviditetsgrad 1. Finansiell gjeldsdekningsgrad er langt dårlegare og ligg under bransjen, på same måte som rentedekningsgrad. Dei to nøkkeltala støttar med dette opp om dei tala som blei inkludert i den syntetiske ratinga.

Tabellen viser den syntetiske ratinga av Ice og bransjen over analyseperioden, med ein samla karakter for alle åra basert på dei fire forholdstala. I delkapittel 5.5.2 justerte ein rekneskapstala ved å balanseføre kostnader. Den syntetiske ratinga for Ice og bransjen tek utgangspunkt i desse justerte tala. Det kjem fram av tabellen at Ice har ein samla ratingkarakter på CC, som tilseier eit konkurssannsyn på 27,96 prosent. Bransjen sin rating gjev ein samla karakter for perioden på BBB, som betyr eit konkurssannsyn på 0,26 prosent. Dette indikerer at det er langt større uvisse og risiko knytt til Ice enn det er til bransjen elles. Dei fire forholdstala er som nemnt rekna ut med utgangspunkt i justerte tal. Dersom ratinga hadde teke utgangspunkt i dei ujusterte tala ville ratinga vore annleis og endå dårlegare. Før justering var den samla ratingkarakteren for Ice C over analyseperioden. Dersom ein ikkje hadde justert tala ville konkurssannsynet vore vesentleg større.

Når den endelege karakteren skal fastsetjast vil det også vera naturleg å ta omsyn til den strategiske analysen som blei gjort i kapittel 4. Her kom det fram at det i telekommunikasjonsbransjen har vore ein svært stor bransjefordel historisk sett og at den vil halde fram på kort sikt, men avta noko på lang sikt. Vidare blei det også identifisert ei svært stor ressursulempe for Ice, som er venta å bli stor kort sikt, men som vil jamnast ut og bli borte

på lang sikt. Vidare vart det også gjennomført ein SWOT-analyse i delkapittel 4.4.2, som tek utgangspunkt i den strategiske analysen, og deretter peikar ut moglegheiter, trugslar, styrkar og svakheiter for Ice.

SWOT-analysen drog fram fleire forhold som kan vera med på å redusere lønnsmda i bransjen og dermed reknast som ein trugsel. Ein av desse er den raske teknologiske utviklinga. Sidan det allereie er ein stor skilnad mellom Ice og dei komparative verksemdene på grunn av at dei finn seg i ulike fasar i verksemdssyklusen, er det viktig at Ice heng med på utviklinga, elles vil konkurrentane kunne dra endå meir i frå. Det vil også vera høve for at substituttar kjem inn med løysingar som gjer dagens utbygging av mobilnett overflødig. Ei slik utvikling vil kunne komme brått og vera svært skadeleg for heile bransjen. Den teknologiske utvikling kan også tenkjast å vera ein moglegheit for Ice. Dersom verksemda klarar å vera innovative og tidleg ute vil dette vera eit høve for å redusere ressursulempa sett i forhold til konkurrentane.

Ein anna trugsel som kom fram i analysen var makta som leverandørane i bransjen sit på. Også her er det få og store aktørar. Ein slik situasjon medfører at desse leverandørane blir sitjande på svært mykje informasjon då dei i praksis overvakar mykje av aktiviteten på netta. Dette har vore eit svært omdiskutert tema i media siste tida, og var også sentralt då Ice skulle velje leverandør i samband med utbygging av det tredje nettet. Det er likevel vanskeleg å vite kor stor denne trugselen er og kor store dei eventuelle konsekvensane er. Tala som kjem fram av likviditets- og soliditetsanalysen tilseier at karakterane stemmer bra. Den strategiske analysen dreg fram både trugslar og moglegheiter som kan påverke risikoen. Forholda som blir presisert er likevel vanskelege å vurdere styrken og konsekvensane av. Både trugslane og moglegheitene er også forhold som kan endra seg brått, og difor vanskeleg å forutsjå.

På den andre sida bør den endelege og totale ratinga av Ice Group ASA likevel vera meir fullstendig. Sjølv etter justering reflekterer ikkje ratinga i 2017 og 2018 godt nok at Ice ut ifrå strategisk analyse er ei verksemd i vekst. For vidare utrekning i utgreiinga ser me det naudsynt å overstyre ratingkarakteren til Ice. Oppgåva tek vidare ein føresetnad om at CCC er ratingkarakter for Ice over heile analyseperioden. Årsaka til dette er at ein etter den strategiske analysen ser på verksemda som eit vekstselskap og ikkje eit konkursselskap. Det blir difor lagt til grunn at verksemda har ein verdi, og at det er grunnlag for framleis drift. Ein kan såleis tenke seg at kreditor ser det same og sett ein lågare kredittrisikopremie. Det ligg såleis til grunn forhold som tilseier at kredittrisikoen er lågare enn det den samla ratinga ut ifrå det dei justerte tal tilseier. Dermed vil CCC vera ein meir representativ karakter for kredittrisikoen som Ice står

overfor. Den syntetiske ratinga til Ice Group ASA vil dermed føre til ein nedjustert konkursrisiko frå 27,96 prosent til 12,61 prosent. Denne føresetnaden blir vidare nytta i kapittel 7.

6.4 Oppsummering av risikoanalyse

Risikoanalysen i kapittel 6 tek utgangspunkt i dei justerte tala frå delkapittel 5.5.2. Likviditetsanalysen viste at både likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 til Ice er gode og høgare enn bransjen. Dette betyr at dei har god tilgang på likvide midlar til å dekke dei kortsiktige gjeldsforpliktingane sine. Verksemda hadde likevel ein gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad langt lågare enn bransjen, og lågare enn desse tala optimalt sett burde vera. Ice har dermed knapt med likvide midlar sett i forhold til den totale gjelda, som kan gjera det problematisk for Ice med tanke på å innfri dei langsiktige gjeldsforpliktingane. Soliditetsanalysen viser svært dårlege tal, som indikerer høg risiko. Ice har med dette dårleg evne til å tole tap over tid. Likevel er ikkje svake nøkkeltal uvanleg for verksemdar i oppstartsfasen, då det i denne perioden er større investeringsutgifter og lågare inntening enn i etablert fase. Finansieringsmatrisa gjev også ein positiv indikasjon, då eigendelane i stor grad blir finansiert med langsiktig gjeld og gjeld knytt til drift.

Totalt sett er Ice langt mindre solid og sit på mykje meir gjeld enn bransjen elles. Den strategiske analysen byggjer under desse forholda. Samstundes vitjar den strategiske analyse om optimisme for framtida til verksemda, ettersom at det er eit ynskje om ein tredje aktør i bransjen og auka konkurranse. Den syntetiske ratinga av justerte tal reflekterer ikkje denne optimismen godt nok og ein såg det difor naudsynt å overstyre ratinga over analyseperioden. Det blir difor konkludert med at CCC er ein passende ratingkarakter for Ice. Vidare analyse tek med dette føresetnad om framleis drift og at verksemda etablerer seg som ein tredje aktør i markanden.

7. Historisk avkastningskrav

Kapittel 7 vil innehalde teori og utrekningar som må liggje til grunn for å finne det historiske avkastningskravet. Eit avkastningskrav viser den avkastninga investorane krev ved ei tilsvarande investering ved alternativ plassering av kapital med same risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Såleis er det ein samanheng mellom avkastningskrav og lønsemd, og det vil difor vera relevant å sjå på historisk avkastningskrav ved verdivurdering av verksemdar. Ein kan nytte avkastningskravet på to måtar: enten bruke det som ein målestokk på rentabilitet, eller som diskonteringsrente ved verdivurdering. Som målestokk for rentabilitet kan historisk avkastningskrav til dømes visa om investeringa er lønsam dersom avkastninga er større enn avkastningskravet (Knivsflå, Førelesing 9, 2019). Avkastninga skal kompensera for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016).

Etter at kapittel 7 har presentert grunnleggjande teori for avkastningskrav, vil kapittelet vidare diskutere sentrale element som påverkar estimeringa av Ice Group ASA sitt avkastningskrav. Slike sentrale element vil vera risikofri rente, marknaden sin risikopremie, eigenkapitalbeta og illikviditetspremie. Avkastningskrava frå dette kapittelet vil bli nytta i lønsemdsanalysen i kapittel åtte. Deretter vil krava bli nytta som diskonteringsrente ved utarbeiding av framtidig verdi i kapittel 10.

7.1 Teori om avkastningskrav

Når ein skal estimere eit selskap sitt avkastningskrav kan ein velje mellom fleire modellar. Metodane som er mest nytta ved berekning av avkastningskrav er kapitalverdimodellen, faktormodellen og arbitrasjemodellen. Vidare vil analysen berre fokusera på faktormodellen og kapitalverdimodellen.

Faktormodellen

Ved å nytte faktormodellen blir investorane berre kompensert for systematisk risiko. Difor ventar investorane berre å få betalt for å bære ikkje-diversifiserbar risiko ved likevekt (Damodaran, Investment valuation, 2012), jamfør formel:

$$k = r_f + \beta * (r_F - r_f)$$

r_f : Risikofri rente

$(r_F - r_f)$: faktorrisikopremien

β : Sensitiviteten til avkastninga overfor risikofaktoren

Modellen blir generelt kalla for faktormodellen, og uttrykkjer kva ein investor minst må krevje ved ei investering. Det første leddet i formelen viser avkastninga ein investor får ved sikker plassering. Det andre leddet viser meiravkastninga som investor kan vente å få utover risikofri plassering. Beta representerer her den relative sensitiviteten overfor risikofaktoren.

Kapitalverdimodellen – CAPM

Dersom kapitalmarknaden er perfekt kan ein nytte eit spesialtilfelle av faktormodellen, som ein kallar for kapitalverdimodellen (CAPM). I denne modellen vil investorane berre få betalt for den systematiske marknadsrisikoen ved at investorane diversifiserer vekk den usystematiske risikoen (Kaldestad & Møller, 2016). Kapitalverdimodellen inneheld risikofri rente, tillagt ein premie for systematisk risiko:

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

r_f : risikofri rente

$(r_M - r_f)$: marknadsrisikopremie

β_{EK} : Eigenkapitalbeta

r_M : Avkastning på marknadsindeks

Modellen viser avkastningskravet til eigenkapital for avkastninga ein investor oppnår ved risikofri plassering tillagt ein premie for å bera systematisk risiko. Selskapet sin betaverdi viser kor sensitiv verksemda er overfor marknaden. Den representerer dermed risikofaktoren investoren får betalt for utover risikofri rente. Eigenkapitalbetaen kan såleis sjåast som eit relativt mål på den systematiske risikoen ved å investere i eigenkapitalen til selskapet, og ein definerer uttrykket som samvariasjon mellom avkastninga til selskapet (r) og marknadsindeksen (r_m) multiplisert med den relative risikoen. Slik blir den relative risikoen eit mål for volatiliteten til verksemda samanlikna med aksjemarknaden. Grunnlaget for dette er ein $\beta = 1$ for børsindeks, og $\beta = 0$ for risikofri avkastning (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta

Vidare vil det i analysen av avkastningskravet bli sett i verk ulike justeringar. Eigenkapitalrentabiliteten er ei nominell rente som ein oppgjev etter skatt. Dermed vil det vera avgjerande at avkastninga til eigenkapitalen også blir oppgjeve i nominelle storleikar og såleis rekna ut etter skatt. Oppgjev ein begge komponentane etter skatt vil grunnlaget for samanlikning vera lik. Kaldestad og Møller (2016) hevdar at ein i praksis sjeldan uttrykkjer risikofri rente etter skatt, men for å følge rammeverket til Knivsflå så held ein fram med å

trekkje skatt frå risikofri rente. Bakgrunnen for dette er at kontantstraumane ein nyttar vidare i analysen er etter skatt.

Samstundes som ein reknar ut avkastningskravet etter skatt, vil ein legge til ein illikviditetspremie til avkastningskravet. Ein illikviditetspremie angjev risikoen for at eit selskap, eller ein investor, kan bli “låst inne” med illikvide aksjar. Slike aksjar er vanskelege å omsette i marknaden (Knivsflå, Førelsing 10, 2019)^[10]. Justert CAPM blir dermed:

$$ek_k = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * (r_M - r_f * (1 - s)) + ilp$$

Delkapittel 7-2 vil vidare forklare dei ulike komponentane i kapitalverdimodellen.

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente ligg i botnen ved utrekning av historisk avkastningskrav som eit minimum. Bakgrunnen for dette er at alle risikable investeringsprosjekt må gje ei betre avkastning enn denne. Kaldestad og Møller (Kaldestad & Møller, 2016) skildrar risikofri rente som ei hypotetisk avkastning på eit verdipapir som ikkje har konkurs- eller misleghaldsrisiko. Det næraste ein kjem ei risikofri rente er statsobligasjonar eller NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate). Problemstillinga som dukkar opp når ein skal velje kva rente ein skal ta utgangspunkt i er om ein skal velje ei kort eller lang rente.

Dersom ein nyttar statsobligasjonar som utgangspunkt for risikofri rente må ein vera klar over at det er sannsynleg at ein stat kan gå konkurs. Damodaran (Damodaran, Investment valuation, 2012) påpeikar derimot at det vil vera store variasjonar mellom statane. Til dømes er sannsynet for at den norske stat vil misleghalde gjelda si lita. Fordelen med å legge statsobligasjonar til grunn ved utrekning av risikofri rente er at ein får ei jamnare rente, som igjen fører til eit meir stabilt avkastningskrav. Ulempa er derimot at statsobligasjonar kan ligge i både likviditetspremie og ein premie for inflasjonsrisiko. Statsobligasjonar vil såleis ikkje vera risikofrie (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Det andre alternativet er å nytte NIBOR. NIBOR er ei samlenemning på pengemarknadsrenter med ulik løpetid. Rentene skal såleis spegla kva ein bank krev for eit utlån, som ikkje er sikra, i ein annan bank i Norge (Finans Norge, 2013). Derimot ligg det føre ein risikopremie for at også bankar kan gå konkurs. Ein må difor trekke risikopremien ut slik at ein ender opp med ei

risikofri rente før skatt. Risikopremien er basert på gjennomsnittleg rating av norske bankar (Knivsflå, Førelesing 10, 2019). For å få risikofri rente etter skatt, gjer ein frådrag for skatten. Ut frå rammeverket til Knivsflå vel ein å nytte NIBOR.

Det neste ein må ta stilling til er om ein skal nytte ei kort- eller lang rente. Ei lang rente er meir stabil enn ei kort rente, og avkastningskravet vil difor vera meir stabil ved bruk av lang rente. På den andre sida inneheld ei lang rente ofte likviditetspremie og premie for inflasjonsrisiko. I utgangspunktet er ikkje lange renter risikofrie. Ei kort rente er derimot ikkje utsett for inflasjonsrisiko, og har dermed heller ikkje innbakt likviditetspremie eller risikopremie. I rammeverket framhevar Knivsflå at tremånaders (3M) NIBOR kan nyttast som eit mål på den risikofrie renta. Ei tremånaders rente vil vera meir eksponert for svingingar enn ei lang rente. Derimot vil det vera fordelaktig å nytte 3M NIBOR fordi kortsiktige rentepapir er tilnærma risikofrie, i motsetnad til lange statspapir. Ved langsiktige statspapir vil investor risikere verdifall. Av omsyn til konsistens og Knivsflå sitt rammeverk, har valt å nytte 3M NIBOR.

Difor vil det vidare ved utrekning av risikofri rente, takast utgangspunkt i ei tre-månader NIBOR-rente. For 2019T har ein funne NIBOR-renta ved å rekne snittet frå 02. januar 2019 til og med 24. september 2019. Tabell 7-1 viser utrekning av risikofri rente frå 2017-2019T etter skatt:

	2017	2018	2019T	Snitt
NIBOR-rente (3 mnd)	0,010	0,011	0,015	0,012
- Kort kredittrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,005	0,006	0,009	0,007
- Skatt (24%/23%/22%)	0,001	0,001	0,002	0,002
= Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,007	0,005

Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt 2017-2019T

7.2.2 Risikopremie

Marknaden sin risikopremie er den meiravkastinga som investorar ventar å få samanlikna med den risikofrie renta (Kaldestad & Møller, 2016). Marknadsrisikopremien er med dette differansen mellom den venta avkastinga i marknaden og den risikofrie renta etter skatt. Premien blir ein kompensasjon som investor får for å ha teke på seg marknadsrisiko. Det er fleire måtar for å estimere risikopremien for det enkelte år i analyseperioden. Den mest brukte metoden i praksis er å nytte historiske risikopremiar (Kaldestad & Møller, 2016). Ein annan metoden estimerer implisitt marknadspremie og tek utgangspunkt i ein vekstmodell, der

avkastningskravet blir utrekna baklengs for å estimere kva risikopremie som ein må fastslå for å forsvare dagens børsnivå. Fordelen med metoden er at marknaden driv den og såleis framtidretta i staden for å vera avhengig av historiske data. Metoden tek omsyn til at også risikopremien varierer over tid. Derimot er metoden sensitiv for endringar i forventningane i framtida, noko som kan gje betydeleg utslag på estimert risikopremie (Kaldestad & Møller, 2016).

Det blir difor gjort eit val om å vera konsekvente ved å halde oss til den mest nytta metoden med historiske risikopremiar som Knivsflå også nyttar i sitt rammeverk. Metoden er valt til tross for at det eksisterer ein veikskap ved å nytte historiske tal for estimering av risikopremien. Historiske data baserer seg på ein kombinasjon av kortsiktig- og langsiktig perspektiv. Kortsiktig risikopremie strekk seg frå 1995 til 2018, og vil bli tildelt ei vekt på 1/3. Den langsiktige risikopremien blir vekta med 2/3 og strekk seg over perioden 1958-2018. Tabell 7-2 viser den utrekna risikopremien til marknaden frå 2017 til 2019T. For 2019T har me teke føresetnad om at marknadsrisikopremien er lik som i 2018. Både kortsiktige- og langsiktige risikopremiar er normaliserte storleikar oppgitt etter skatt.

	2017	2018	2019T	Snitt
Årleg kortsiktig risikopremie 1995-2018	0,042	0,042	0,042	0,042
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Årleg langsiktig risikopremie 1958-2018	0,071	0,070	0,070	0,070
* Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333
= Løpande marknadsrisikopremie	0,052	0,051	0,051	0,051

Tabell 7-2: Marknadens risikopremie etter skatt frå 2017 til 2019T

Den gjennomsnittlege marknadspremien er 5,1 prosent over analyseperioden og ligg innanfor intervallet på kva ein reknar som ein normal marknadsrisikopremie (Kaldestad & Møller, 2016). Vidare er den estimerte marknadsrisikopremien på 5,1 prosent nesten lik risikopremien på 5,0 prosent som PwC (PwC, 2018) i sin årlege spørjeundersøking blant norske finansanalytikarar, meiner gjeld for det norske marknaden.

7.2.3 Eigenkapitalbeta

Beta seier noko om kor eksponert den er for den generelle marknadsrisikoen og er såleis eit mål på den enkelte aksje sin risiko sett relativt til aksjemarknaden (Kaldestad & Møller, 2016). I gjennomsnitt er beta lik 1, som betyr at ein aksje svingar i takt med aksjemarknaden. Ein

betaverdi på 1 vil til dømes tyde på at selskapet sin aksje samvarierer 100 prosent med marknaden. Aksjen er dermed i tilsvarende grad utsett for marknadssvingingar. Tilsvarende vil betaverdiar lågare enn 1 tilsei at verksemda blir i mindre grad påverka av marknadssvingingar (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

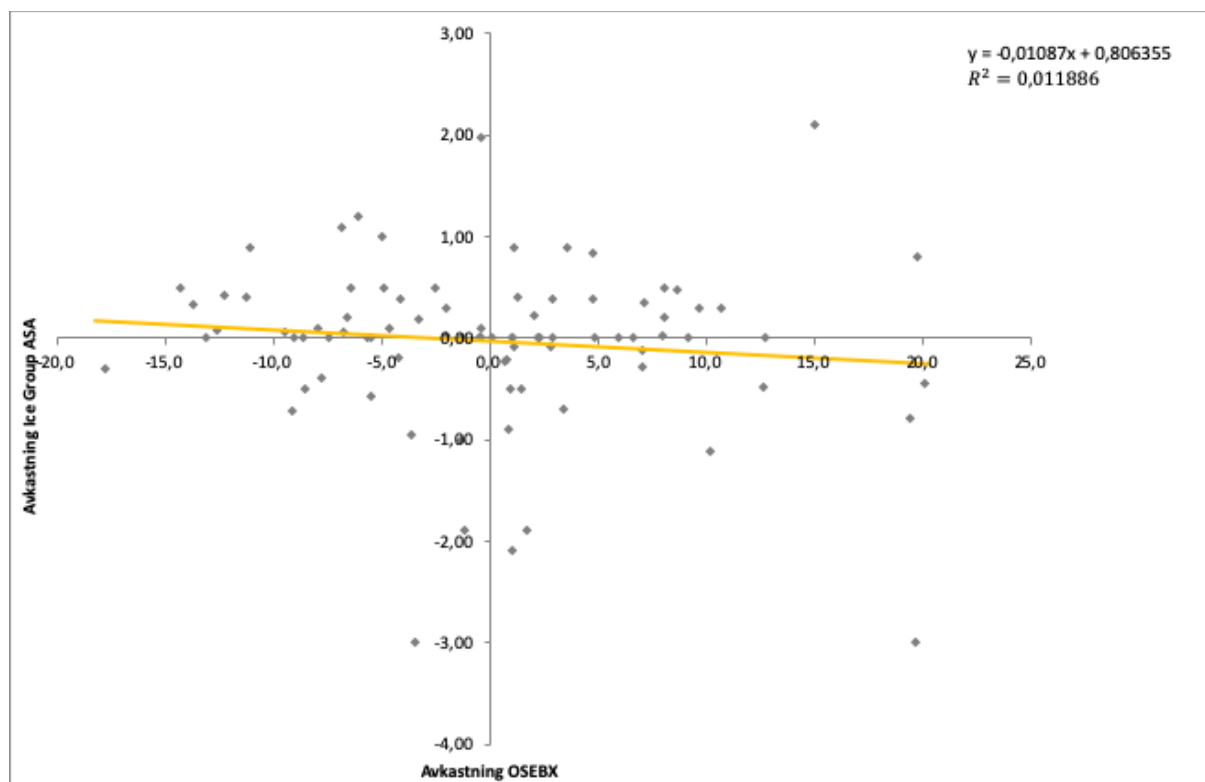
Ein har to ulike metodar for å estimera eigenkapitalbetaen (Knivsflå, Førelasing 10, 2019). Den første nyttar historisk data rundt aksjeprisar for verksemda og marknaden. Ein hentar då inn historisk data om aksjekursar til verksemda og gjennomfører ein regresjonsanalyse mot hovudindeksen til til dømes Oslo Børs. Denne metoden blir nytta av børsnoterte verksemder. Den andre metoden estimerer eigenkapitalbetaen ved hjelp av betaverdiar for samanliknbare verksemder. Ein finn då betaen gjennom ein regresjonsanalyse til ei eller fleire samanliknbare verksemder, og reknar ut ein snittbeta. Metoden er nytta av ikkje-børsnoterte verksemder, og blir kalla for børskopiering av beta.

Føresetnaden for å nytte den første metoden er at verksemda er børsnotert. Ice blei børsnotert i mai i år. Dette fører til at det er relativt få aksjekursar å ta utgangspunkt i. Kaldestad og Møller (Kaldestad & Møller, 2016) rådar derimot til denne metoden då ein sjølv har kontroll over framgangsmåten, samanlikna med å nytte betaverdiar utrekna av andre aktørar.

Den andre metoden estimerer eigenkapitalbetaen ved hjelp av betaverdiar frå samanliknbare verksemder. Ein av føresetnaden for å bruke metoden er derimot at samanliknbare selskap må vera børsnoterte slik at ein kan rekne ut betaverdiar frå historiske aksjekursar. Dei samanliknbare verksemdene Telia Norge og Telenor Norge er derimot ikkje notert på børs. Metode to kan difor ikkje nyttast.

Den første metoden kan nyttast, men kan gje usikre estimat på grunn av lita tid sidan børsnotering. Ei sentral vurdering knytt til estimering av eigenkapitalbeta er kva avkastningsintervall ein bør nytte (Damodaran, Investment valuation, 2012). Historisk avkastning er tilgjengeleg i dagleg, vekentleg, månadleg og årleg data. For å redusere førekomst av talstøy rådar Kaldestad og Møller (Kaldestad & Møller, 2016) til å nytte eit månadleg avkastningsintervall. På den andre sida kan kortsiktige avkastningsintervall, som dagleg eller vekentleg, fange opp periodar der verksemda sin aksje til dømes blir prega av låg handelsaktivitet på børs (Damodaran, Investment valuation, 2012). Sidan Ice berre har vore på børs sidan mai 2019, vil det vera hensiktsmessig å nytte dagleg avkastningsintervall for å inkludere mest mogleg data. Vidare berekningar av data vil difor baserast på daglege data.

Figur 7-1 viser at den estimerte eigenkapitalbetaen til Ice er 0,0119. Det vil sei at 1 prosent endring i indeksen på Oslo Børs fører til ei endring på 0,0119 prosent i Ice sin aksje. Avkastninga til Ice mot avkastninga til OSEBX er uttrykt gjennom ein regresjonsanalyse. Figur 7-1 og tabell 7-3 nedanfor viser resultatet:



Figur 7-1: Avkastning til Ice Group ASA mot OSEBX i perioden 20.mai 2019-25.september 2019

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,109023635
R-kvadrat	0,011886153
Justert R-kvadrat	0,000261284
Standardfeil	0,806354624
Observasjonar	87

	FG	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,664822059	0,664822	1,022476	0,314802142
Residualar	85	55,26766127	0,650208		
Totalt	86	55,93248333			

	Koeffisientar	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nedste 95%	Øvste 95%	Nedre 95%	Øvste 95%
Skjæringspunkt	-0,032717588	0,086452435	-0,37845	0,706043	-0,20460819	0,139173013	-0,20460819	0,139173013
Avkastning OSEBX (X)	-0,010866085	0,010745991	-1,01118	0,314802	-0,032231995	0,010499824	-0,032231995	0,010499824

Tabell 7-3: Utdata frå regresjonsanalyse av Ice Group ASA mot OSEBX 20.mai 2019-25.september 2019

Regresjonsanalysen av hovudindeksen til Oslo Børs og den daglege avkastninga til Ice gjev oss eit betaestimert på 0,01189.

Empiriske undersøkingar viser derimot at betaverdien til verksemdar over tid beveger seg mot marknaden sin betaverdi på 1 (Damodaran, Investment valuation, 2012). Det vil difor vera føremålstenleg å justere eigenkapitalbetaen etter formelen til Bloomberg. Utsegna får støtte av Kaldestad og Møller som peikar på at ein generelt bør vera skeptisk til betaverdiar som er lågare enn 0,25. Sidan den estimerte råbetaen er lågare enn dette nivået er det ønskeleg å justere betaen for å unngå ekstreme verdiar (Damodaran, Betas by sector, 2019).

Den nye formelen blir utleia slik (Damodaran, Investment valuation, 2012).

$$\beta_{Eigenkapital\ justert} = \left(\beta_{Eigenkapital} * \frac{2}{3} \right) + \frac{1}{3}$$

Utrekninga nedafor viser framgangsmåten til å finne justert eigenkapitalbeta. Den justerte betaen tek utgangspunkt i eigenkapitalbetaen (R-kvadrat) frå regresjonsanalysen:

$$\beta_{Eigenkapital\ justert} = \left(0,011886153 * \frac{2}{3} \right) + \frac{1}{3} = 0,3335$$

Etter Bloomberg-justeringa sitt ein igjen med ein gjennomsnittleg justert eigenkapitalbeta på 0,3335. Den justerte eigenkapitalbetaen blir rekna for å vera eit meir representativt estimat. For å samanlikne opererer til dømes Damodaran med ein bransjebeta på 0,79 for telekommunikasjonsbransjen i verda. I datasettet til Damodaran finn ein bransjebetaer for mange ulike bransjar. Blant anna er telekommunikasjonsbransjen delt inn i kategoriane trådløs, utstyr og service. Ved å utvide omgrepet for «samanliknbare verksemdar» kan ein nytte ein av Damodaran sine bransjebetaer. For å finne den mest relevante bransjebetaen har ein rekna snittet av dei tre betane i telekommunikasjon for trådløs-, utstyr- og service (Damodaran, Betas by sector, 2019). Snittet av desse tre betaene utgjer 0,79 og er den mest relevante for bransjane som Ice opererer i. Det verkar likevel rimeleg at Ice sin beta ligg lågare enn Damodaran sitt anslag, ettersom bransjen er regulert av staten.

7.2.4 Illikviditetspremie

Ein illikviditetspremie er eit påslag til eigenkapitalkravet, og utgjer ein kompensasjon for kostnaden knytt til å eige ein aksje. Premien er difor avhengig av tre faktorar: grad av

marknadssvikt, grad av innlåsing i aksjen og den spesifikke risikoen knytt til den aktuelle verksemda. Formålet til premien er at den skal kompensera ein investor eller eit selskap for innlåingsrisikoen ved ei illikvid plassering. Det finst ingen enkel og god teori for estimering av ein slik premie (Kaldestad & Møller, 2016). Vurderinga blir difor gjort på grunnlag av skjønn.

Samanlikna med dei komparative verksemdene er det berre Ice som er børsnoterte. Deira aksjar kan reknast som lett omsettelege, då børsnoterte aksjar som regel er meir likvide enn ikkje-børsnoterte aksjar. På den andre sida har Ice ei relativt liten eigarspreiing. Den største aksjonæren i verksemda eig 63,908 prosent, medan den nest største aksjonæren eig 9,181 prosent. Småinvestorar får dermed lita innflytelse i utbyttespørsmål og andre strategiske selskapsslutningar. Aksjane til Ice er såleis mindre likvid enn selskap med eit meir spreidd eigarskap. Aksjane til Ice er heller ikkje dei som sel mest på Oslo Børs. På bakgrunn av dette vurderer ein Ice som mindre likvid og den årlege likviditetspremien blir satt til to prosent for majoriteten og eit tillegg på tre prosent ekstra for minoriteten.

7.2.5 Årleg eigenkapitalbeta

Teorem 1 til Miller-Modigliani stadfestar at verdien av ei verksemd er uavhengig av korleis den er finansiert (Damodaran, *Betas by sector*, 2019). Netto driftsbeta blir såleis konstant over analyseperioden, gitt at verksemda ikkje har finansielle krisekostnadar. Med bakgrunn i gjennomført likviditets- og soliditetsanalysen som er gjennomført i kapittel 6 er det ikkje grunn til å tru at det skal oppstå finansiell krise i Ice. Følgjande formel for eigenkapitalbeta for kvart enkelt år kan dermed utleiast (Knivsflå, Førelsing 10, 2019).

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * nfgg$$

Sidan kapitalstrukturen i eit selskap endrar seg over tid, vil den årlege eigenkapitalbetaen også variere. På den andre sida er det rimeleg å anta betaen til netto driftskapital er konstant. Derimot verkar dette noko underleg sidan betaen til netto driftskapital aukar når eigenkapitalandelen aukar, og fordi kreditor alltid har høgare sikkerheit enn aksjonærane. Samstundes vil ei auke i eigenkapitalkostnaden kompensera ved at kredittrisikoen blir redusert. Gjeldskravet blir såleis redusert slik at driftsbetaen blir vurdert til å vera konstant. Dette er i tråd med Miller-Modigliani-teoremet, som seier at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringa (Kaldestad & Møller, 2016). For å finne netto driftsbeta har me valt å nytte justert

eigenkapitalbeta på 0,3335, då den er meir representativ med tanke på Ice sin situasjon. Alternativt kunne me nytta bransjebeta på 0,79 (Damodaran 2019). Den justerte eigenkapitalbetaen blir satt i snitt-kolonnen. Deretter kan ein rekne seg fram til gjennomsnittleg netto driftsbeta. Ut ifrå Miller-Modigliani-teoremet er netto driftsbeta lik over heile analyseperioden. Deretter kan ein finne eigenkapitalbeta for kvart år residualt.

Tabell 7-4 viser berekninga av årleg eigenkapitalbeta:

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalbeta	0,215	0,343	0,329	0,334
EK+MI/NDK	0,806	0,523	0,392	0,574
Netto finansiell gjeldsbeta	- 0,519	- 0,223	- 0,093	- 0,278
NFG/NDK	0,194	0,477	0,608	0,426
Netto driftsbeta	0,073	0,073	0,073	0,073

Tabell 7-4: Netto driftsbeta for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

7.3 Krav til eigenkapital, minoritet og finansiell gjeld

Ein investor vil stå overfor både gevinst- og tapsrisiko, medan ein kreditor berre vil stå overfor tapsrisiko (Petersen et.al.). På grunnlag av dette vil kreditor krevje eit påslag for risikoen utover den risikofrie renta. Storleiken på dette påslaget blir bestemt på grunnlag av kor stor tapsrisiko som er knytt til verksemda, og dermed vil dette variere med kva verksemd som tek opp lånet. I dette delkapittelet vil kravet til eigenkapitalen og netto finansiell gjeld bli estimert. Utrekninga er basert på komponentane som blei identifisert i 7.2. Vidare i delkapitla er alle presenterte formlar henta frå Knivsflå (Knivsflå, Førelesing 10, 2019).

7.3.1 Eigenkapitalkrav

Kapitalverdimodellen er utgangspunktet for utrekninga av eigenkapitalkravet (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017):

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

Tabellen 7-5 nedanfor uttrykkjer eigenkapitalkravet frå 2017 til 2019T:

	2017	2018	2019T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,007	0,005
Justert beta	0,215	0,343	0,329	0,296
Marknadsrisikopremie	0,052	0,051	0,051	0,051
Eigenkapital - CAPM	0,015	0,022	0,024	0,020
Likviditetspremie majoritet	0,020	0,020	0,020	0,020
Eigenkapitalkrav	0,035	0,042	0,044	0,040

Tabell 7-5: Eigenkapitalkrav til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

Over analyseperioden ser ein at eigenkapitalkravet aukar. Det kjem blant anna av at risikofri rente også aukar gjennom tidsperioden. Gjennomsnittleg eigenkapitalkrav er 4 prosent over analyseperioden. Kravet sin storleik bærer preg av at rentenivået i 2019 har auka etter eit historisk lågt rentenivå, reflektert gjennom den risikofrie renta samt ein låg eigenkapitalbeta.

7.3.2 Minoritetskrav

For å kunne estimere det totale kravet for Ice må ein også finne kravet til minoritetsinteresse. Minoriteten tillegges ein ekstra likviditetspremie som blei fastsatt i avsnitt 7.2.4. Tabell 7-6 illustrerer minoritetskravet:

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalkrav - CAPM	0,015	0,022	0,024	0,020
Likviditetspremie minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,045	0,052	0,054	0,050

Tabell 7-6: Minoritetskravet til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T

7.3.3 Finansielle krav

For å kunne finne det samla selskapskravet må ein berekne kostnaden for verksemda si gjeld. Det vil difor vera viktig å vite kostnaden på framtidige forpliktingar for å finne verdien av gjelda i dag. Ved å nytte avkastningskravet til gjelda kan ein neddiskontere framtidige laupande betalningar, og såleis finne verdien av gjelda på verdsetjingstidspunktet.

I motsetnad til investorar, svarar kreditorane berre for nedsiderisiko. Kreditorane krev såleis ein kompensasjon for misleghald, utover den risikofrie renta (Kaldestad & Møller, 2016).

Følgeleg vil kravet til finansiell gjeld, finansielle egedelar og netto finansiell gjeld bli berekna.

7.3.3.1 Krav til finansiell gjeld

Delkapittel 7.2.1 viser utrekna risikofri rente. Det neste steget blir difor å anslå ein kredittrisikopremie for Ice si gjeld. Bakgrunnen for dette er at risikopremien reflekterer risikoen for at verksemda mislegheld sine gjeldsforpliktingar (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Ved å nytte Knivsflå sitt rammeverk, finn ein kredittrisikopremien direkte frå tabell 7-7 basert på den syntetiske ratinga til verksemda i tabell 6-13 frå kapittel 6. For langsiktig gjeld nyttar ein lang kredittrisikopremie, medan for kortsiktig gjeld nyttar ein kort kredittrisikopremie. Verksemda sin kredittrisiko blei vurdert til CCC i tabell 6-13, noko som indikerer ein langsiktig risikopremie på 8,3 prosent i samsvar med rammeverket nedanfor.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,040	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,210	0,214
D	0,276	0,280

Tabell 7-7: Oversikt over kortsiktig og langsiktig risikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, Førelesing 9, 2019).

Når ein har stadfesta både kredittrisikopremien og risikofri rente, kan ein rekne ut finansielt gjeldskrav slik:

$$fgk = \text{Risikofri rente etter skatt} + \text{Lang kredittrisikopremie}$$

Den finansielle gjelda til Ice består i hovudsak av langsiktige kredittar. Difor vil ein vidare nytta den langsiktige kredittrisikopremien. Finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T blir uttrykt i tabell 7-8:

	2017	2018	2019T	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,007	0,005
+ Kredittrisikopremie	0,083	0,083	0,083	0,083
= Finansielt gjeldskrav	0,087	0,087	0,090	0,088

Tabell 7-8: Finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T

Ice har eit gjennomsnittleg finansielt gjeldskrav på 13,2 prosent over analyseperioden. Når årleg finansielt gjeldskrav ligg til grunn kan ein vidare rekne ut implisitt finansiell gjeldsbeta. Ein nyttar denne ved utrekning av netto finansielt gjeldskrav. Implisitt finansiell gjeldsbeta finn ein ut frå følgjande formel:

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

Lang kredittrisikopremie (krp) blir vidare nytta til utrekning av finansiell gjeldsbeta. Marknadsrisikodelen (mrd) kjem av risikoen for konkurs av den generelle økonomien. Ein kan observere marknadsrisikodelen i ein regresjonsanalyse ved å sjå på R^2 , og den ligg mellom 0 og 1 (Knivsflå, Føreling 10, 2019). Regresjonsanalysen vår er basert på daglege observasjonar over ein kort periode og difor er R^2 relativt låg. Marknadsrisikodelen til finansiell gjeld knytt seg til forhold som kan forklarast gjennom endringar i økonomien. Dermed er den finansielle marknadsrisikodelen lik forklaringsvariabelen til regresjonsanalysen vist i regresjonsanalysen i figur 7-1, justert med 1/3. Finansiell gjeldsbeta er illustrert i tabell 7-9 nedanfor:

	2017	2018	2019T	Snitt
Langsiktig kredittrisikopremie	0,083	0,083	0,083	0,083
Marknadspremie	0,052	0,051	0,051	0,051
Marknadsrisikodel EK	0,012	0,012	0,012	0,012
Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333
Marknadsrisikodel finansiell gjeld	0,004	0,004	0,004	0,004
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006

Tabell 7-9: Finansiell gjeldsbeta frå 2017 til 2019T

7.3.3.2 Finansielt eignedelskrav

Finansielle eidelar er summen av kontantar, fordringar og investeringar. Ved å vekte betaverdiane til kontantar, fordringar og investeringar basert på ei vekta allokering av Ice sine

finansielle egedelar, er det mogleg å estimere verksemda sin finansielle egedelsbeta. Ein finn det finansielle egedelskravet ved å nytte følgande formel:

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

Det er knytt ulike risiko til dei tre krava. For kontantkravet er det ein føresetnad om at betaverdien er 0 slik at kontantane er risikofrie. Ved finansielle fordringar sett ein kravet lik den risikofrie renta tillagt ein kredittrisikopremie.

Det er teke omsyn til at fordringane til Ice har same rating som fordringane til dei komparative verksemdene i bransjen, då dei i stor grad har like kundesegment. Bransjen er vurdert til ein gjennomsnittleg karakter på BBB, og det nærliggande å tru at denne ratinga samsvarar med rating på fordringane. Ei rating på BBB gjev ein kort kredittrisikopremie på 1 prosent. Til slutt set ein ein føresetnad om at finansielle investeringar er veldiversifiserte, som gjev betaverdien til investeringane nær 1 og likviditetspremie lik 0. Ut frå desse føresetnadane kan ein finne Ice sitt finansielle egedelskrav:

	2017	2018	2019T	Snitt
Fordringskrav	0,014	0,014	0,017	0,015
FOR/FE (vekt)	0,248	0,330	0,128	0,235
Investeringskrav	0,055	0,056	0,059	0,057
INV/FE (vekt)	0,257	0,352	0,179	0,263
Kontantkrav	0,004	0,004	0,007	0,005
KON/FE (vekt)	0,494	0,319	0,694	0,502
Finansielt egedelskrav	0,019	0,026	0,018	0,021

Tabell 7-10: Finansielt egedelskrav frå 2017 til 2019T

Vidare må ein estimere betaen for dei finansielle egedelane må ein estimere fordringsbetaen. Ein reknar ut fordringsbetaen frå følgande formel:

$$\beta_{FOR} = \frac{krp * mrp}{mrd}$$

Utrekninga blir vist i tabell 7-11:

	2017	2018	2019T	Snitt
Kort risikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010
Marknadsrisikopremie	0,052	0,051	0,051	0,051
Implisitt fordringsbeta	0,194	0,195	0,195	0,194
Marknadsrisikodel	0,004	0,004	0,004	0,004
Fordringsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001

Tabell 7-11: Fordringsbeta frå 2017 til 2019T

Dermed har ein alle tala som er nødvendig for å berekne den finansielle eigedelsbetaen tilgjengeleg. Det er betaene for alle kategoriane av finansielle eigedelar som utgjer den samla betaen. Tek føresetnad om at kontantbetaen alltid vil vera 0 ettersom kontantar og kontantekvivalentar berre knytter seg til risikofri rente og såleis ikkje blir påverka av marknadsrelatert risiko. Eit passende estimat for investeringsbetaen er 1 ettersom investeringar i utgangspunktet vil følge marknadssvingingar. Ice sin finansielle eigedelsbeta er illustrert i tabell 7-12 nedanfor:

	2017	2018	2019T	Snitt
Kontantbeta	-	-	-	-
Kontantvekt	0,494	0,319	0,694	0,502
Fordringsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001
Fordringsvekt	0,248	0,330	0,128	0,235
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,257	0,352	0,179	0,263
Finansiell eigedelsbeta	0,258	0,352	0,179	0,263

Tabell 7-12: Finansiell eigedelsbeta frå 2017 til 2019T

7.3.3.3 Netto finansielt gjeldskrav

Dersom ein vektar finansielt gjeldskrav mot finansielt eigedelskrav, finn ein netto finansielt gjeldskrav. Ein ønskjer å presentere eit nettokrav som følge av omgrupperinga i kapittel 5, der netto finansiell gjeld utgjer samla finansiell kapital. For å finne kravet til netto finansiell gjeld må ein trekke finansielle eigedelar ut av frå finansiell gjeld. Formelen for vektinga er utleia nedanfor:

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

Tabell 7-13 viser utrekninga av netto finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T:

	2017	2018	2019T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,087	0,087	0,090	0,088
Finansiell gjeldsvekt	3,093	1,664	1,574	2,110
Finansielt egedelskrav	0,019	0,026	0,018	0,021
Finansiell egedelsvekt	2,090	0,664	0,574	1,109
Netto finansielt gjeldskrav	0,227	0,128	0,132	0,163

Tabell 7-13: Netto finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T

Deretter finn ein netto finansiell gjeldsbeta ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell egedelsbeta:

$$\beta_{NFG} = \beta_{FG} * \frac{FG}{NFG} - \beta_{FE} * \frac{FE}{NFG}$$

	2017	2018	2019T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,006	0,006	0,006	0,006
Finansiell gjeldsvekt	3,093	1,664	1,574	2,110
Finansiell egedelsbeta	0,258	0,352	0,179	0,263
Finansiell egedelsvekt	2,090	0,664	0,574	1,109
Netto finansiell gjeldsbeta	- 0,519	- 0,223	- 0,093	- 0,278

Tabell 7-14: Netto finansiell gjeldsbeta frå 2017 til 2019T

Verksemnda får negativ beta knytt til netto finansiell gjeld over analyseperioden, jamfør tabell 7-14. Dette skuldast at dei finansielle egedelane i verksemnda overstig den finansielle gjelda.

7.4 Netto driftskrav

Netto driftskrav blir rekna ut ved å vekte avkastingskrava til eigenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld, som saman utgjer netto driftskapital (WACC). Dette kravet blir i mange tilfelle omtalt som avkastingskravet til totalkapitalen. WACC er verksemnda sin vekta gjennomsnittlege kapitalkostnad (Kaldestad & Møller, 2016). Netto driftskrav er gitt ved:

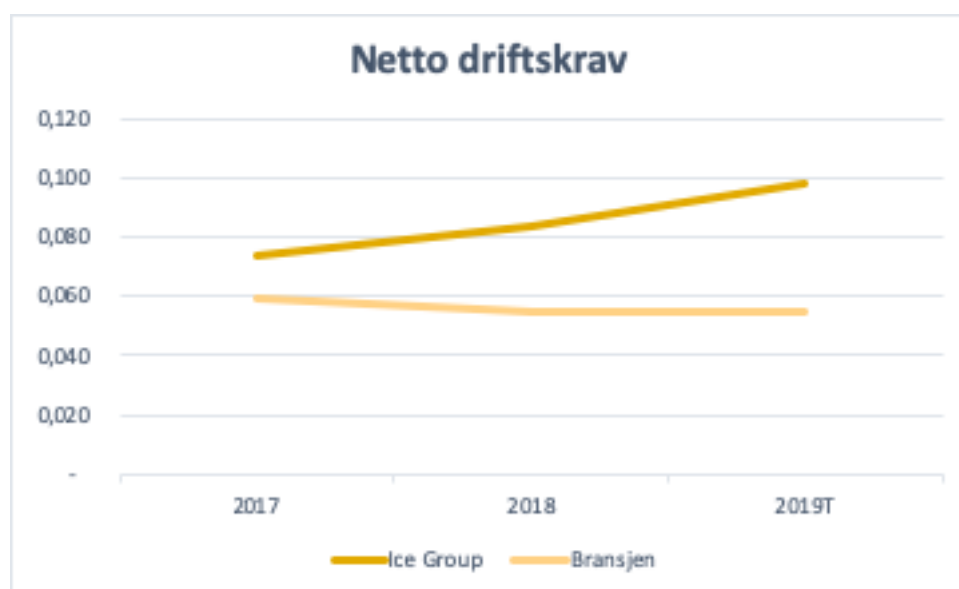
$$ndk = ekk + \frac{EK}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Tabell 7-15 viser utrekning av netto driftskrav:

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalkrav	0,035	0,042	0,044	0,040
EK/NDK	0,667	0,455	0,392	0,505
Minoritetskrav	0,045	0,052	0,054	0,050
MI/NDK	0,139	0,068	-	0,069
Netto finansielt gjeldskrav	0,227	0,128	0,132	0,163
NFG/NDK	0,194	0,477	0,608	0,426
Netto driftskrav	0,073	0,084	0,098	0,085

Tabell 7-15: Netto driftskrav frå 2017 til 2019T

Ut frå tabell 7-15 utgjer verksemda sin gjennomsnittlege netto driftskrav over analyseperioden 8,5 prosent. Ice og bransjen si historiske utvikling i netto driftskrav er framstilt i figur 7-2:



Figur 7-2: Utviklinga i netto driftskrav for både Ice Group ASA og bransjen frå 2017 til 2019T

Ut frå grafen ser ein at netto driftskrav er fallande for bransjen, men stigande for Ice. Skilnaden mellom bransjen og Ice er betre skildra ved dekomponering av eigenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld i tabell 7-17:

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalkrav Ice Group	0,035	0,042	0,044	0,040
Eigenkapitalkrav bransjen	0,049	0,056	0,062	0,056
Minoritetskrav Ice Group	0,045	0,052	0,054	0,050
Minoritetskrav bransjen	0,059	0,066	0,072	0,066
Netto finansielt gjeldskrav Ice Group	0,227	0,128	0,132	0,163
Netto finansielt gjeldskrav bransjen	0,009	0,061	0,239	0,103
Netto driftskrav Ice Group	0,073	0,084	0,098	0,085
Netto driftskrav bransjen	0,060	0,055	0,054	0,056

Tabell 7-16: Dekomponering av driftskravet frå 2017 til 2019T

Ut frå tabellen ser ein at eigenkapital- og minoritetskravet er stigande både for Ice og bransjen. Den største ulikskapen i tabellen er netto finansielt gjeldskrav. Årsaka til dette er at Ice har eit høgare avkastningskrav enn bransjen gjennom analyseperioden.

8. Analyse av lønnsemd

Kapittel 8 omfattar ein strategisk rentabilitetsanalyse som skal identifisere eventuelle strategiske fordelar som Ice har. Rentabilitet viser den prosentvise avkastinga på investert kapital. Nøkkeltalet vil kunne vise verksemda si lønnsemd over tid, og samanlikne den med andre selskap i bransjen (Damodaran, Investment valuation, 2012). Dette vil også utgjere eit godt samanlikningsgrunnlag for avkastingskravet, og dermed kan ein vurdere kor vidt selskapet si drift er lønnsam eller ikkje. Ein eigenkapitalrentabilitet (ekr) som er større enn kravet til eigenkapitalen gjev superrentabilitet, noko som indikerer at verksemda har ein strategisk fordel (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Den generelle formelen for rentabilitet er gitt ved:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat til kapitalen}}{\text{Kapitalen}}$$

Rentabilitetsanalysen vil bli starta med ei nærare undersøking av eigenkapitalrentabiliteten i form av strategisk fordel. Denne fordelten vil deretter bli dekomponert i driftsfordel og finansieringsfordel for å sjå kvar den stammar frå. Svara som kjem ut av dette vil bli drøfta opp mot den strategiske analysen som blei utført i kapittel 4.

Analysen vidare vil ta utgangspunkt i normaliserte rekneskapstal og etterskotsrentabilitet, fordi den legg grunnlag for utarbeiding av framtidsrekneskapen. Dette betyr at kapitalen blir justert for det som er opptent i perioden, og etterskotsrentabiliteten blir då samanlikna med eit etterskotskrav. Grunnen til at ein gjer dette er at den generelle modellen måler resultat til kapitalen gjennom heile året, samtidig som kapitalen berre blir målt på eitt tidspunkt. Det vil difor vera meir rettvise å nytte den gjennomsnittlege kapitalen gjennom året, slik at resultatet og kapitalen blir målt over same periode. Etterskotsrentabilitet er gitt ved denne formelen:

$$\text{Etterskotsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Formelen for rentabilitet tek utgangspunkt i gjennomsnittleg kapital. Dei andre formlane som blir brukt vidare i dette kapitlet, er alle henta frå Knivsflå (Knivsflå, Førelesing 11, 2019) (Knivsflå, Førelesing 12, 2019).

8.1 Eigenkapitalrentabilitet og strategisk fordel

Eigenkapitalrentabilitet er eit nøkkeltal for avkastning på verksemda sin eigenkapital. Dersom verksemda har ein eigenkapitalrentabilitet som er større en kravet til eigenkapitalen, vil dei oppnå ein superrentabilitet. Ei slik avkastning på eigenkapitalen utover kravet, blir også omtalt som ein strategiske fordel (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). For å analysere eigenkapitalrentabiliteten blir rentabilitetsformelen som blei presentert over brukt, men denne gongen spesifisert for eigenkapitalen:

$$ekr = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK - NRE}{2}}$$

Forkortingar:

ekr = eigenkapitalrentabilitet, NRE = nettoresultat til eigenkapitalen, EK = eigenkapital

Tabell 8-1 viser utvikling i eigenkapitalrentabilitet for Ice Group ASA over analyseperioden:

	2017	2018	2019T	Snitt
Nettoresultat til eigenkapital	- 627 049	- 718 830	- 910 048	- 751 976
Eigenkapital	3 251 811	1 922 315	1 426 333	2 200 153
Eigenkapitalrentabilitet	- 0,193	- 0,374	- 0,638	- 0,402

Tabell 8-1: Eigenkapitalrentabilitet for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Eigenkapitalrentabiliteten er negativ over heile perioden. Grunnen til dette er at det er negative nettoresultat til eigenkapitalen i alle åra. For å kunne oppnå ei positiv avkastning på eigenkapitalen vil Ice vera avhengige av positive nettoresultat gjennom ei meir lønnsam drift.

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalrentabilitet	- 0,193	- 0,374	- 0,638	- 0,402
Eigenkapitalkrav	0,035	0,042	0,044	0,040
Superprofitt til eigenkapitalen	- 0,228	- 0,416	- 0,682	- 0,442

Tabell 8-2: Superprofitt til eigenkapitalen i perioden 2017-2019T

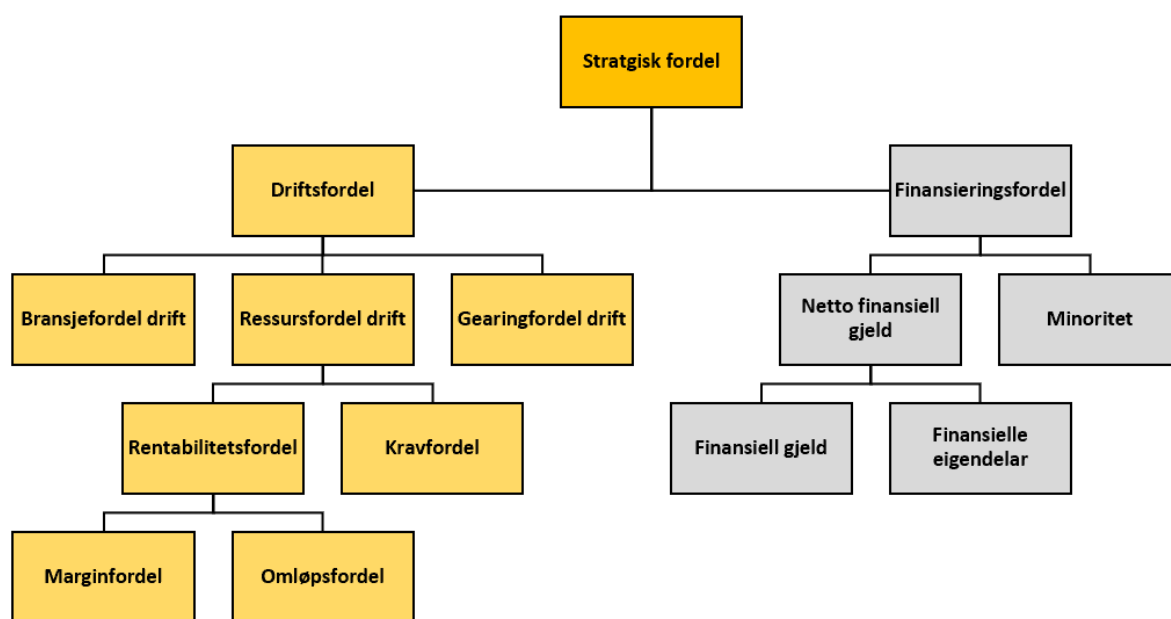
Eigarane i eit selskap ønskjer å oppnå avkastning, som betyr at eigenkapitalrentabiliteten må overgå avkastingskravet. Ei slik avkastning kallast gjerne superprofitt. Over er superprofitten til selskapet rekna ut ved å ta utgangspunkt eigenkapitalrentabiliteten og gjere fråtrekk for eigenkapitalkravet. Dette gjev innsikt i selskapet sin strategiske posisjon, altså om selskapet har ein strategisk fordel eller ei strategisk ulempe (Kaldestad & Møller, 2016). I tabell 8-2 kjem det fram at verksemda har ein negativ avkastning i alle åra, og dermed ei strategisk ulempe.

8.2 Dekomponering av strategisk fordel

For å få innsikt i kva som er bakgrunnen for og kjeldene til ein strategisk fordel, kan den dekomponerast. Fordelen blir då i første omgang delt opp i ein driftsfordel og ein finansieringsfordel:

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk = (ndr - ndk) * (1 + nfgg + mig) + (nfgk - nfgk) * nfgg + (mik - mir) * mig$$

Desse komponentane kan dekomponerast vidare, slik at kjeldene bli endå klarare. Ein driftsfordel kan til dømes oppstå ved at bransjen har ein fordel eller ved at verksemda sjølv sit på ressursar som konkurrentane ikkje har. Ein finansieringsfordel kan komme av ein fordel knytt til den finansielle gjelda eller ein fordel knytt til minoritetsigarane. Alle dei underliggjande kjeldene til verksemda si historiske lønnsemd bli vist i figuren under:



Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel

8.3 Driftsfordel

I dette delkapittelet blir det gått nærare inn på driftsfordelen, og kva som eventuelt er kjeldene til ein slik fordel. Driftsfordelen er i dei alle fleste tilfelle den viktigaste kjelda til ein strategisk fordel. Grunnen til dette er at det vanskeleg og uvanleg å oppnå ei unormal høg avkastning i

finansmarknaden (Knivsflå, Førelesing 11, 2019). Ein driftsfordel kan dekomponerast i tre deler:

$$SDF = ndr_B - ndk_B + ndr - ndr_B + ndk_B - ndk + (ndr - ndk) * nfgg$$

I ein strategisk driftsfordel inngår det ein bransjefordel, ein ressursfordel og ein gearingfordel. Bransjefordelen og ressursfordelen utgjer til saman ein rein driftsfordel. Gearingfordelen er ei skalering av den reine driftsfordelen, og til saman utgjer dette den strategiske driftsfordelen. Som ein kan sjå av formelen er det netto finansiell gjeldsgrad som skalerer gearingfordelen (Knivsflå, Førelesing 11, 2019).

Den reine driftsfordelen inkluderer bransjefordel, rentabilitetsfordel og kravsfordel, der rentabilitetsfordel og kravsfordel til saman utgjer ressursfordelen.

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	- 0,125	- 0,145	- 0,166	0,145
Netto driftskrav	0,073	0,084	0,098	0,085
Rein driftsfordel	- 0,198	- 0,229	- 0,263	0,230

Tabell 8-3: Rein driftsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017 – 2019T

I tabell 8-3 er Ice sin reine driftsfordel over perioden illustrert. Den viser at Ice har ein negativ rein driftsfordel over heile perioden, som betyr at verksemda har ei driftsulempe. Bakgrunnen for dette er ei negativ utvikling i netto driftsrentabilitet grunna negative driftsresultat. Ice må altså oppnå ei lønnsam drift og positive driftsresultat for å kunne oppnå ein driftsfordel i framtida.

8.3.1 Bransjefordel drift

Dersom bransjen sin netto driftsrentabilitet er høgare enn netto driftskrav står ein overfor ein bransjefordel. Ein slik fordel betyr at verksemda opererer i ein lukrativ bransje samanlikna med andre bransjar. Slike fordelar kan likevel bli redusert dersom bransjen ventar trugslar innanfor bransjen eller frå omgjevnadane. Fordelen kan også auke dersom det er moglegheiter som gjer bransjen endå meir attraktiv.

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftsrentabilitet - bransje	0,416	0,381	0,360	0,386
Netto driftskrav - bransje	0,060	0,055	0,054	0,056
Bransjefordel	0,356	0,326	0,306	0,329

Tabell 8-4: Bransjefordel for Ice Group ASA, Telenor Norge AS og Telia Norge AS i perioden 2017-2019T

Det kjem fram av tabell 8-4 at den norske telekommunikasjonsbransjen har ein svært stor bransjefordel over heile analyseperioden. Den har likevel ein svak reduksjon år for år. Ei slik utvikling indikerer at det vil vera ein relativt høg bransjefordel også i dei neste åra, men at den vil bli moderat på lang sikt. Det er likevel vanskeleg å seie noko om korleis utviklinga blir på lang sikt, då det kan skje store endringar på kort tid i telekommunikasjonsbransjen.

8.3.2 Ressursfordel drift

Ein ressursfordel oppstår når verksemda har ein netto driftsrentabilitet og eit nettodriftskrav som er større enn rentabilitet og krav i bransjen elles. Denne fordelten tek altså utgangspunkt i forhold internt i verksemda. Ressursfordelen kan auke dersom verksemda har evne til å utvikle noko som dei andre i bransjen ikkje har på noverande tidspunkt. Fordelen kan også bli redusert dersom dei andre i bransjen tileignar seg same ressurs, eller andre og betre ressursar.

I tabell 8-5 blir netto driftsrentabilitet for Ice Group ASA og bransjen presentert. Her kan ein sjå at Ice har ei rentabilitetsulempe over heile analyseperioden. Dette indikerer at dei utnyttar dei interne ressursane sine dårlegare enn dei komparative verksemdene. Det kan vera fleire grunnar til dette, men som omtalt i kapittel 4 er Ice ein ny aktør i marknaden og finn seg i oppstartsfasen. Telekommunikasjonsbransjen i Norge har vore dominert av to sterke aktørar over lang tid, og det er difor høge inngangsbarrierar, og vanskeleg å etablere seg som ny tilbydar. Konkurrentane er også svært modne, som gjer at dei no haustar meir inntekter, og sit att med større del av dei enn før. Det vil ta tid for Ice å klare å utnytte ressursane sine like effektivt som dei etablerte konkurrentane.

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	- 0,125	- 0,145	- 0,166	- 0,145
Netto driftsrentabilitet - bransje	0,416	0,381	0,360	0,386
Rentabilitetsfordel	- 0,541	- 0,526	- 0,526	- 0,531

Tabell 8-5: Rentabilitetsfordel knytt til drift for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

I tabell 8-6 blir det gitt ei oversikt over kravfordelen til Ice over analyseperioden. Verksemda har ei gjennomgåande kravsulementpa i alle åra, med eit vekta snitt på -0,029. Årsaka til dette er at Ice har ein lågare rating enn bransjen. Dette betyr at det er større konkurrisiko knytt til Ice, enn det er til bransjen elles. Den auka risikoen medfører eit høgare netto driftskrav. For å redusere kravsulementpa, må Ice minske risikoen knytt til å investere i verksemda deira. Betring av eigenkapitalen, og dermed betra soliditet, vil vera nødvendig for å oppnå dette.

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftskrav - bransje	0,060	0,055	0,054	0,056
Netto driftskrav	0,073	0,084	0,098	0,085
Kravfordel	- 0,014	- 0,029	- 0,043	- 0,029

Tabell 8-6: *Kravfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T*

Ei dekomponering av rentabilitetsulempa vil kunne gje betre innsikt i kva som er kjeldene til ulempa. Under i delkapittel 8.3.2.1 og 8.3.2.2 vil det difor bli gjort greie for selskapet sin netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigendelar, som saman utgjer rentabilitetsulempa.

8.3.2.1 Marginfordel

Ein marginfordel inneber at verksemda har ein høgare driftsmargin enn bransjen, som betyr at dei har lågare driftskostnadar per driftsinntektskrone. Fordelen er differansen mellom verksemda og bransjen sin netto driftsmargin, vekta med omløpet til verksemda sine netto driftseigendelar. Netto driftsmargin er gitt ved forholdet mellom driftsinntekter og netto driftsresultat.

Tabell 8-7 viser Ice sin marginfordel. Den er negativ over heile perioden, noko som betyr at det ligg føre ei marginulempa. Ulempa blir også større år for år.

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto driftsmargin	- 0,460	- 0,369	- 0,325	0,385
Netto driftsmargin - bransje	0,201	0,198	0,201	0,200
Omløpshastighet	0,271	0,393	0,510	0,391
Marginfordel drift	- 0,179	- 0,222	- 0,268	- 0,223

Tabell 8-7: *Vekta marginfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T*

Verksemda har langt lågare driftsmargin enn bransjen. Grunnen til dette er at dei har langt høgare kostnadar per driftsinntektskrone. Kostnadane er så høge i forhold til inntekta at dei sit att med eit negativt driftsresultat, og dermed ein negativ netto driftsmargin. Ein slik trend er likevel ikkje uvanleg for ei verksemd i oppstartsfasen.

Under blir det gjennomført ein nærare analyse av driftsmarginen med vekt på kostnadane til Ice. I denne analysen vil det vera relevant å bruke benchmarking. Dette er etablerte referansar til andre verksemdar eller til verksemda si eiga historie. I den samanheng vil ein “Common size – analyse” vera eit nyttig verktøy. Her tek ein utgangspunkt i verksemda sitt resultatrekneskap, og uttrykkjer alle kostnadar i prosent av driftsinntektene (Knivsflå, Førelasing 12, 2019).

Common size - analyse	2017	2018	2019T	Snitt	Bransje	Avvik
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	-
- Nasjonale roamingkostnadar	0,299	0,262	0,209	0,257	0,331	- 0,074
- Lønnskostnadar	0,164	0,133	0,121	0,139	0,160	- 0,021
- Andre driftskostnadar	0,641	0,657	0,700	0,666	0,255	0,411
- Avskrivningar	0,507	0,439	0,402	0,449	0,310	0,140
= Driftsresultat frå eiga verksemd	- 0,611	- 0,490	- 0,432	- 0,511	0,379	- 0,889
- Driftsrelatert skattekostnad	- 0,151	- 0,121	- 0,107	- 0,126	0,077	- 0,203
= Netto driftsresultat frå eiga verksemd	- 0,460	- 0,369	- 0,325	- 0,385	0,302	- 0,686

Tabell 8-8: Common size – analyse for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T.

Av tabell 8-8 kjem det tydeleg fram kva for rekneskapslinjer som i størst grad skapar marginulempa. Sjølv etter justering utgjer “andre driftskostnadar” ein stor del av kostnadane til Ice. I denne posten ligg det framleis mykje kostnadar som har oppstått på grunn av fasen som verksemda finn seg i. I oppstartsfasen har ei verksemd typisk ein del ekstra kostnadar, og tapar gjerne pengar over ein lengre periode før dei byrjar å tene pengar. Dei komparative verksemdene er i dette tilfelle svært modne, og har difor langt mindre av desse kostnadane og sit att med langt høgare margin. Det er likevel nærliggjande å tru at dei ekstra kostnadane Ice har knytt til å vera i oppstartsfasen vil minke allereie i åra framover etter kvart som dei etablerer seg meir i marknaden. På denne måten vil driftsmarginen betre seg.

8.3.2.2 Omløpsfordel

Ein omløpsfordel inneber at verksemda har ei driftsinntekt som er høgare per investert krone, eller ein lågare bunden kapital per krone, enn bransjen elles. Difor vil omløpsfordel vera eit mål på ei verksemd sin effektivitet. Sidan investert kapital blir bunden opp i verksemda sine netto driftseigedelar, er evna til å tileigne seg inntekter sentralt for verksemda si lønnssemd (Tofteland & Fladstad, 2011). Fordelen er gitt som forholdet mellom omløpet til netto driftseigedelar for Ice og bransjen, vekta med netto driftsmargin for bransjen.

	2017	2018	2019T	Snitt
Omløpshastighet	0,271	0,393	0,510	0,391
Omløpshastighet - bransje	2,074	1,926	1,792	1,931
Uvekta omløpsfordel	- 1,803	- 1,533	- 1,282	- 1,539
Netto driftsmargin - bransje	0,201	0,198	0,201	0,200
Vekta omløpsfordel	- 0,362	- 0,303	- 0,258	- 0,308

Tabell 8-9: Vekta omløpsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Tabell 8-9 viser at Ice har ei omløpsulempe over heile perioden, og utgjer også ein stor del av den strategiske ulempe. Ei omløpsulempe kan oppstå som følgje av to forhold. Desse forholda omtalast gjerne som arpu-ulempe (prisulempe) og effektivitets-ulempe.

Ice har truleg ei effektivitetsulempe som kjem av at dei er i oppstartsfasen. Dei har difor store kostnader knytt til utbygging av nett, og opparbeiding av investert kapital som endå ikkje gjev noko avkastning. Som omtalt i den strategiske analysen er ikkje Ice eit etablert merkenamn. Dei andre verksemdene i bransjen har på noverande tidspunkt ei langt betre merkevare, som gjer det er lettare å generere inntekter. Tabellen over viser likevel at ulempe blir mindre år for år, noko som tyder på at Ice blir stadig meir etablert og dermed får større avkastning på den investerte kapitalen.

Vidare finst det også ei ARPU (Average Revenue per Unit)-ulempe knytt til drifta av Ice. Med dette meinast det at Ice har lågare inntekt per eining enn bransjen. Sidan bransjen Ice opererer i, har relativt lita tilstrauming av kundar, blir dei i stor grad nøydde til å ta kundar frå konkurrentane. Ein måte å gjere dette på er å ha dei lågaste prisane. Ice har valt å nytte seg av denne strategien, og oppnår difor reduserte inntekter per investerte krone. Etterkvart som verksemda tileignar seg ein større kundemasse, kan det bli høve for å auke prisane noko. Eventuelt kan auka konkurranse, som følgje av Ice si etablering, medføre at konkurrentane må senke prisane ned mot Ice sitt nivå.

8.3.3 Gearingfordel - drift

Ein gearingfordel i drift er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, som deretter er vekta med ein geringeffekt. Ei verksemd vil difor kunne oppnå ein slik fordel ved å finansiere drifta med framandkapital (Kaldestad & Møller, 2016). Dersom det ligg føre ein rein driftsfordel vil denne auke med skaleringa som gearinga gjev. Verdien av verksemda vil likevel ikkje auke då gearing medfører høgare risiko, og dermed eit høgare avkastingskrav.

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * \text{nfgg}$$

$$\text{der nfgg} = \frac{\text{NFG}}{\text{EK}}$$

Tabell 8-10 viser gearingfordelen for drift over analyseperioden:

	2017	2018	2019T	Snitt
Rein driftsfordel	- 0,198	- 0,229	- 0,263	0,230
Netto finansiell gjeldsgrad	0,290	1,049	1,552	0,964
Minoritetsgrad	0,209	0,149	-	0,119
Gearingfordel	- 0,099	- 0,274	- 0,409	0,261

Tabell 8-10: Gearingfordel for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T.

Ut frå formelen ovanfor kan ein sjå at gearinga vil påverke avkastinga positivt så lenge netto driftsrentabilitet er større enn netto driftskrav. I tabell 8-11 blir gearingfordelen til Ice presentert. Den er negativ over heil perioden, som gjer den til ei gearingulempe.

Gearing vil gje auka avkastning til eigarane dersom verksemda har ein rein driftsfordel. Det er fordelaktig å gire drifta, dvs. låne pengar som vert investerte i drift, så lenge drifta er lønnsam, med det vil ikkje skape verdiar for eigarane (Knivslå 12). På same måte vil gearing medføre redusert avkastning dersom verksemda har ei rein driftsulempe. Ice har ei gearingulempe alle åra, som gjer at den samla driftsulempa blir endå større (Knivslå, Førelesing 12, 2019).

8.3.4 Oppsummering av driftsfordel

	2017	2018	2019T	Snitt
Bransjefordel drift	0,356	0,326	0,306	0,329
Ressursfordel drift	- 0,555	- 0,554	- 0,569	0,559
Rein driftsfordel	- 0,198	- 0,229	- 0,263	0,230
Gearingfordel drift	- 0,099	- 0,274	- 0,409	0,261
Samla driftsfordel	- 0,297	- 0,503	- 0,672	0,491

Tabell 8-11: Oppsummering av samla driftsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Tabell 8-11 viser den samla driftsfordelen for Ice over heile analyseperioden. Ice har ei rein driftsulempe på -0,230, som blir geara av gearingulempa, slik at samla driftsulempe utgjer -0,491. Grunnen til den driftsulempa er den store ressursulempa. Bransjefordelen reduserer driftsulempa, men ressursulempa er så stor at Ice framleis står att med ei ulempe knytt til drift. Jamfør analysane over skuldast dette høge driftskostnadar, som skapar marginulempe, og for

dårleg evne til å generere inntekter, som skapar omløpsulempe. Ice har med dette ei konkurransemessig ulempe samanlikna med dei andre verksemdene i bransjen, i alle fall på kort sikt. Det er likevel positivt at dei opererer i ein bransje som på noverande tidspunkt er svært lønnsam.

8.4 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel er den andre delen av den strategiske fordel, og består av dei to komponentane finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser.

Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld omfattar finansieringsfordel knytt til finansielle eigedelar og finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld. Ein fordel knytt til finansiell gjeld oppstår dersom verksemda betalar renter som er lågare enn kravet. For finansielle eigedelar oppstår det ein finansieringsfordel dersom avkastinga er større enn kravet. For majoriteten vil det ikkje vera ynskjeleg å betale meir for kapital enn det avkastingskravet gjev uttrykk for. Difor vil minoritetsinteresser bli behandla på same måte som finansiell gjeld. Dermed er det høve for å oppnå ein fordel eller ei ulempe knytt til minoriteten.

8.4.1 Finansieringsfordel – finansiell gjeld

Finansieringsfordel for finansiell gjeld oppstår når verksemda betalar lågare rente enn kravet. I ein slik situasjon vil det difor vera ein fordel å auke finansiell gjeldsgrad, altså auke delen av gjeld i totalkapitalen.

Tabell 8-12 gjev ein oversikt over finansieringsfordelen knytt til finansiell gjeld i analyseperioden. Fordelen er liten i 2018 og nesten null i 2019T. Dette er ei naturleg utvikling då det i utgangspunktet vil det vera rimeleg å ta føresetnad om at ein finansieringsfordel er

omkring 0. Grunngevinga for dette er i hovudsak at konkurransen i finansmarknaden er stor og effisient. Det er med dette uvanleg å oppnå ein vesentleg fordel knytt til finansiering.

	2017	2018	2019T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,087	0,087	0,090	0,088
Finansiell gjeldsrente	0,080	0,057	0,089	0,075
Finansiell gjeldsrentefordel	0,007	0,030	0,002	0,013
Finansiell gjeldsgrad	0,897	1,745	2,443	1,695
Finansieringsfordel - finansiell gjeld	0,006	0,053	0,004	0,021

Tabell 8-12: Finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

8.4.2 Finansieringsfordel – finansielle eigedelar

Finansieringsfordel for finansielle eigedelar oppstår når avkastinga på eigedelane er større enn kravet. Det vil difor vera lønnsamt å ha finansielle eigedelar når rentabiliteten er høgare enn kravet.

I tabell 8-13 blir finansieringsfordelen knytt til finansielle eigedelar presentert. Over heile analyseperioden har Ice ei lita rentabilitetsulempe, som betyr at dei ikkje evnar å generere nok renteinntekter. Samla har dei ei finansieringsulempe over heile perioden, som også ser ut til å bli mindre framover.

	2017	2018	2019T	Snitt
Finansiell eigendelsrentabilitet	0,001	0,001	0,001	0,001
Finansielt eigedelskrav	0,019	0,026	0,018	0,021
Finansiell eigendelsrentabilitetsfordel	- 0,019	- 0,025	- 0,016	- 0,020
Finansiell eigendelsgrad	0,607	0,696	0,890	0,731
Finansieringsfordel - finansielle eigedelar	- 0,011	- 0,017	- 0,015	- 0,014

Tabell 8-13: Finansieringsfordel knytt til finansielle eigedelar i perioden 2017-2019T

8.4.3 Finansieringsfordel – netto finansiell gjeld

Ein finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld oppstår når netto finansielt gjeldskrav er høgare enn netto finansiell gjeldsrentabilitet. Finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld kan ha to kjelder, enten finansiell gjeld eller finansielle eigedelar. I tabell 8-14 blir netto finansieringsfordel, og kva som er kjeldene til den, presentert:

	2017	2018	2019T	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,227	0,128	0,132	0,163
Netto finansiell gjeldsrente	0,246	0,095	0,138	0,160
Netto finansiell gjeldsrentefordel	- 0,018	0,034 -	0,007	0,003
Netto finansiell gjeldsgrad	0,290	1,049	1,552	0,964
Finansieringsfordel - netto finansiell gjeld	- 0,005	0,035 -	0,010	0,007

Tabell 8-14: Finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Finansieringsfordelen knytt til netto finansiell gjeld er liten i heile perioden, og tilnærma null i 2019T. Dette betyr at verkeleg verdi av netto finansiell gjeld er lik den balanseførte verdien, noko som er fornuftig då ein sjeldan oppnår store fordelar knytt til slik finansiering. Tala underbyggjer med dette valet som blei gjort i delkapittel 6.3 om å overstyre ratinga for 2017 og 2018, og setje den til karakter CCC. Det at finansieringsfordelane er tilnærma null i 2017 og 2019T, og liten i 2018, indikerer såleis at kreditorane også vurderer Ice til å vera ei oppstartsverksemd med ei framtid, og ikkje til å vera ei konkursverksemd. Dersom overstyring av ratinga ikkje hadde funne stad, ville det ha sett ut som at Ice hadde ein stor finansieringsfordel i 2017 og 2018, noko som er heilt urimeleg.

Ein finansieringsfordel tilnærma null i 2019T viser også at det vil vera fornuftig å setja renta lik kravet ved budsjettering og utforming av framtidsrekneskap i kapittel 9.

8.4.4 Finansieringsfordel – minoritetsinteresser

Ein finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser, oppstår når minoritetskravet er høgare enn minoritetsrentabiliteten. Det vil vera fordelaktig for majoritetseigarane å ha minoritetsinteresser dersom kravet er større enn rentabiliteten, fordi dei på denne måten vil vera med å dele eventuelle økonomiske tap i dotterselskap (Knivsflå, Førelsing 11, 2019). Tabell 8-15 viser finansieringsfordel for minoritetsinteresser i Ice over analyseperioden:

	2017	2018	2019T	Snitt
Minoritetskrav	0,045	0,052	0,055	0,050
Minoritetsrentabilitet	- 0,313	- 0,293	-	- 0,202
Minoritetsrentabilitetsfordel	0,358	0,345	0,055	0,253
Minoritetsgrad	0,209	0,149	-	0,119
Finansieringsfordel - minoritetsinteresse	0,075	0,051	-	0,042

Tabell 8-15: Finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser i perioden 2017-2019T

I 2017 og 2018 oppnår Ice ein minoritetsfordel då rentabiliteten er langt lågare enn kravet. På denne måten får Ice hjelp til å dekke det økonomiske tapet dei har i denne perioden. I 2019T har ikkje verksemda lenger minoritetsinteresser, og får med dette ikkje høve til å oppnå ein slik fordel. Det hadde likevel vore fordelaktig å framleis hatt ein minoritet då verksemda framleis går i underskot.

8.4.5 Oppsummering av finansieringsfordel

Tabell 8-16 viser korleis alle finansieringsfordelane som er identifisert i delkapittel 8.4 utgjer ein samla finansieringsfordel. For heile perioden er det ein gjennomsnittleg fordel på 4,9 prosent, men i 2019T er den nesten null. Den samla positive finansieringsfordelen i 2018 skuldast i stor grad fordelen knytt til den finansielle gjelda, som kan forklarast med store låneopptak, og ei utbygging som er ynskja av myndigheitene. Ein fordel som går mot null er ei naturleg utvikling. Ved utarbeiding av framtidsrekneskapen i kapittel 9, vil difor renta bli sett lik kravet.

	2017	2018	2019T	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,006	0,053	0,004	0,021
Finansieringsfordel finansielle eigendelar	- 0,011	- 0,017	0,015	- 0,014
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	- 0,005	0,035	0,010	0,007
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,075	0,051	-	0,042
Samla finansieringsfordel	0,069	0,087	0,010	0,049

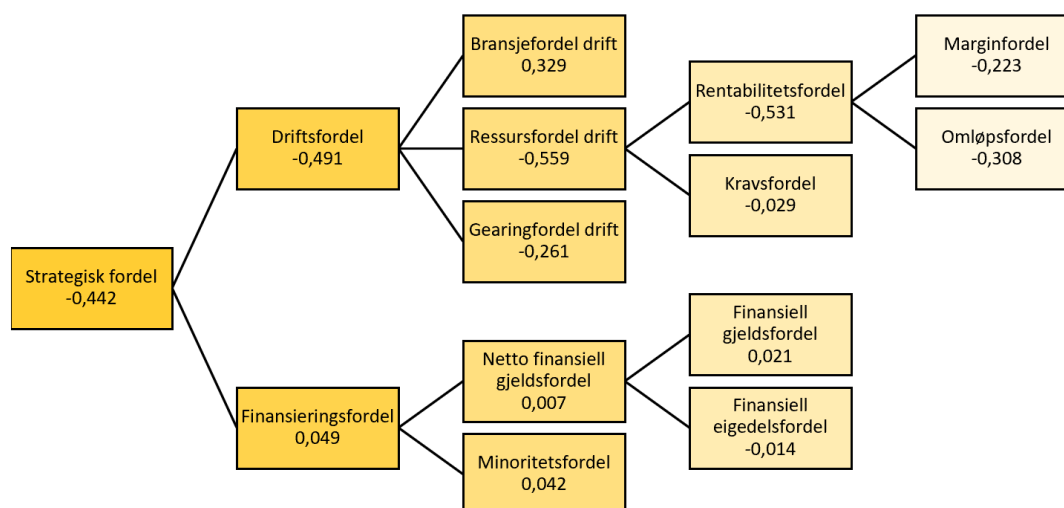
Tabell 8-16: Samla finansieringsfordel i perioden 2017-2019T

8.5 Oppsummering – superprofitt

Den strategiske fordelen til Ice over analyseperioden er oppsummert i tabell 8-17.

	2017	2018	2019T	Snitt
Bransjefordel drift	0,356	0,326	0,306	0,329
Ressursfordel drift	- 0,555	- 0,554	- 0,569	- 0,559
Rein driftsfordel	- 0,198	- 0,229	- 0,263	- 0,230
Gearingfordel drift	- 0,099	- 0,274	- 0,409	- 0,261
Samla driftsfordel	- 0,297	- 0,503	- 0,672	- 0,491
Finansieringsfordel - finansiell gjeld	0,006	0,053	0,004	0,021
Finansieringsfordel - finansielle eigendelar	- 0,011	- 0,017	- 0,015	- 0,014
Finansieringsfordel - netto finansiell gjeld	- 0,005	0,035	0,010	0,007
Finansieringsfordel - minoritetsinteresse	0,075	0,051	-	0,042
Samla finansieringsfordel	0,069	0,087	0,010	0,049
Superprofitt til EK	- 0,228	- 0,416	- 0,682	- 0,442

Tabell 8-17: Oppsummering av superprofitt til egenkapitalen i Ice Group ASA i perioden 2017-2019T. Tabellen viser kjeldene til superprofitt som er identifisert i kapittel 8.



Figur 8-2: Ice Group ASA sin strategiske fordel over analyseperioden

Alle utrekningane i kapittel 8 tek utgangspunkt i justerte tal frå delkapittel 5.5.2 og overstyrt rating frå delkapittel 6.3. Bakgrunnen for dette er at det blir lagt til grunn at verksemda har ei framtid, og at det er grunnlag for framleis drift. Ut ifrå figur 8-2 ser ein at Ice har ei strategisk ulempe over heile analyseperioden. Finansieringsfordelen gjer litt utslag i 2017 og 2018, i stor grad på grunn av fordel knytt til minoritetsinteresse. Minoriteten har i desse åra vore med på å dekke inn underskota frå drifta. I 2019T går finansieringsfordelen mot null og ein får ingen utslag i den strategiske ulempa. Vidare kan ein sjå at har ein negativ driftsfordel i alle åra. Dette skuldast negativ driftsrentabilitet. Frå dekomponering av driftsfordelen kan ein sjå at det er ein svært stor fordel knytt til bransjen. Dette stemmer overeins med den eksterne bransjeanalysen i delkapittel 4.2. Her kjem det fram at bransjen berre består av tre aktørar og ein stor kundemasse som er relativt avhengig av produkta som bransjen leverer. På noverande tidspunkt er det lite

trugslar frå substituttar og høge inngangsbarrierar. Forholda samla sett gjer telekommunikasjonsbransjen i Norge til ein svært lønnsam bransje å operere i. Bransjefordelen er med dette venta å vera høg på kort sikt, medan den på lang sikt vil gå mot å vera moderat.

Ein negativ ressursfordel samsvarar også med den interne ressursorienterte analysen i delkapittel 4.3. Ressursulempa kjem av at Ice er ei verksemd i oppstartsfasen. Det tek tid å opparbeide seg dei same ressursane som konkurrentane og nytte dei like effektivt. I dette tilfelle er dette særleg vanskeleg sidan dei andre verksemdene i bransjen er modne, og i stor grad haustar store omsetnader på tidlegare investeringar.

Det er venta at den strategiske ulempa til Ice vil gå mot null på lang sikt. Bransjefordelen er venta å vera positiv i lang tid framover, då det på noverande tidspunkt ikkje ser ut til å komme fleire aktørar i marknaden, samstundes som ein ikkje ser truslar frå substituttar. Det er også venta at etterspurnaden etter produkta vil halde fram. På kort sikt er dermed bransjefordelen venta å halde seg høg, medan den på lang sikt truleg vil bli noko redusert. På lang sikt vil det i større grad vera høve for substituttar, eventuelt nye aktørar med eigne nett, å etablere seg. I tillegg vil konkurransen auke dersom Ice etablerer seg for fullt i marknaden.

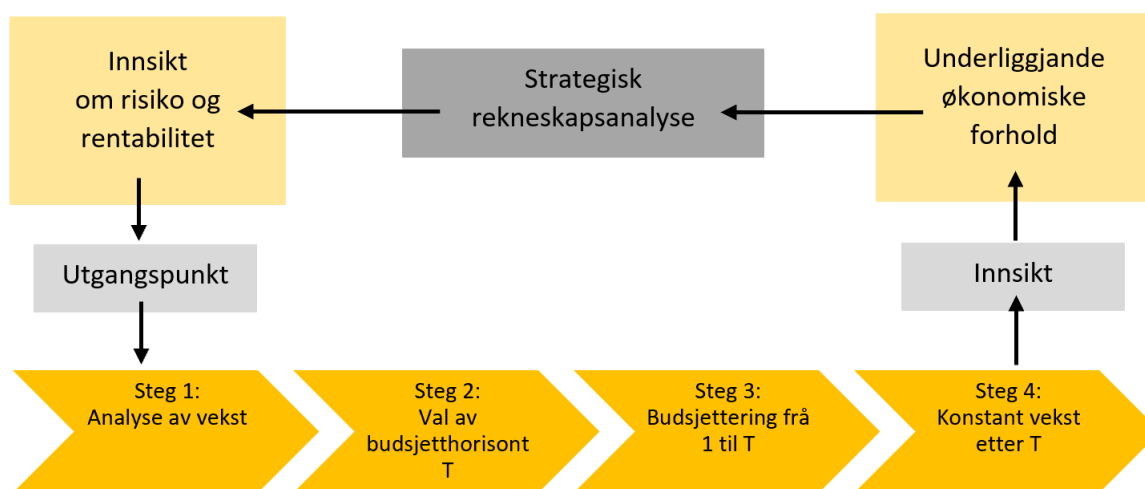
Ressursulempa er venta å halde fram også dei neste åra. Årsaka til den vedvarande ulempa kan forklarast med to forhold. Først og fremst har Ice historisk sett ei marginulempe, som følgje av høge kostnader knytt til marknadsføring og investeringar i oppstartsfasen. Denne ulempa er likevel venta å avta kraftig dei neste åra, ettersom slike ekstra kostnader vil bli mindre av etter kvart som dei blir meir etablerte. Den andre årsaka til ressursulempa er ulempa knytt til omløpet på netto driftseigedelar. Ice klarar på noverande tidspunkt ikkje å generere like mykje inntekter på investert kapital som konkurrentane. Dette skuldast først og fremst at dei må ta lågare prisar enn konkurrentane, som reduserer inntektene per kunde. Ice vil kunne kvitte seg med ARPU-ulempa på sikt ved å leggje seg på same prisnivå som konkurrentane. For at dei skal oppnå dette må dei etablere ei sterkare merkenamn slik at dei kan tileigne seg nye kundar utan å ha lågare prisar enn konkurrentane. Omløpsulempa skuldast også til ein viss grad at Ice ikkje klarar å vera så effektive som Telenor og Telia. Effektiviteten er likevel venta å auke i takt med erfaring og tid i bransjen. Oppsummert vil dette seie at ressursulempa er venta å halde fram på kort sikt. På lang sikt kan det tenkjast at marginulempa forsvinn ettersom oppstartskostnadane forsvinn, ARPU-ulempa blir mindre og effektivitetsnivået aukar. Samla sett gjev dette ein ressursfordel tilnærma null.

9. Framtidsrekneskap

I kapittel 9 vil det bli utarbeida ein framtidsrekneskap for Ice Group ASA. I den samanheng blir det budsjettert både resultat- og balanserekneskap. Dette blir gjort ved å sjå på den tidelegare veksten (Penman, 2013), for så å fastsetje budsjettdrivarar for budsjettperioden og “steady state”. Budsjettering av finansrekneskapen vil gje den naudsynte informasjonen som trengst for å utarbeide den frie kontantstraumen, som er grunnlaget for den fundamentale verdsetjinga i kapittel 11. Framtidsrekneskapen er utarbeida med føresetnad om framleis drift, og dermed ein normal konkurrisiko. Utgangspunktet vil vera den strategiske analysen i kapittel 4, samt dei historiske verdiane som blei presentert i kapittel 5 til 8.

9.1 Rammeverk for framtidsrekneskap

Utarbeiding av framtidsrekneskap omfattar fire steg (Knivsflå, Førelsing 14, 2019). Figur 9-1 gjev ei framstilling av desse stega:



Figur 9-1: Rammeverk for utarbeiding av framtidsrekneskap (Knivsflå, Førelsing 14, 2019)

Utarbeidinga av framtidsrekneskapen startar med å analysere tidlegare vekst, med utgangspunkt i driftsinntektsveksten (div) (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Neste steg er å velje budsjettthorisont T , altså kor lang budsjettperioden skal vera. I slutten av perioden er bransjen i *steady state*, og budsjettdrivarane er då konstante. I steg 3 blir dei ulike budsjettdrivarane estimert, før ein avgjer budsjettdrivarane sin konstante vekst i $T+1$ i steg 4.

9.2 Vekstanalyse og val av budsjetthorisont T

Analyse av vekst er sentralt når det skal utarbeidast ein framtidsrekneskap. Det er fleire ulike måtar å estimera verksemda sin vekst på. Ei vanleg tilnærming er å estimere vekstfaktorane på grunnlag av historisk vekst. Delkapittel 9.2 vil difor starta med ein analyse av driftsinntektsveksten, før val av budsjetthorisont og detaljnivå. Til slutt blir det utarbeida ein budsjettmodell.

9.2.1 Analyse av driftsinntektsvekst

Driftsinntekter er den viktigaste budsjett drivaren. Grunnen til dette er at kundar og sal er primærkjelda til ei verksemd si verdiskaping (Penman, 2013). Driftsinntekter er difor hovuddrivaren for budsjettering av framtidsrekneskapen, og vil også ha størst verknad på dei framtidige kontantstraumane. Budsjetteringa vil med dette starta med ein vekstanalyse, då historisk utvikling gjev gode indikasjonar for framtidig vekst. Driftsinntektsveksten kjem fram av:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

Ved bruk av formelen er det i tabell 9-1 rekna ut driftsinntektsvekst for Ice Group ASA og bransjen over analyseperioden:

Driftsinntektsvekst	2017	2018	2019T	Snitt
Ice Group ASA	21,95 %	25,58 %	11,83 %	19,79 %
Bransjen	0,06 %	1,08 %	1,28 %	0,81 %

Tabell 9-1: Driftsinntektsvekst for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Tala i tabellen viser at Ice har hatt ein sterk positiv vekst i driftsinntektene i alle åra. Veksten avtek likevel over heile perioden, noko som indikerer at dei går mot ein meir stabil vekst. I bransjen har det vore ein vekst i driftsinntektene over heile analyseperioden, og veksten har også auka noko frå år til år. Prosentvis er veksten langt mindre i bransjen, enn den er for Ice. Dette er eit naturleg utfall då Ice framleis finn seg i oppstartsfasen og stadig tileignar seg nye kundar, medan dei komparative verksemdene er etablerte og har opparbeida seg store kundemassar allereie.

9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Ved å investere i eit selskap kjøper investorane seg inn i verksemda sin egenkapital. Storleiken og utviklinga i egenkapitalen er difor svært sentral når ein investor vurderer å bli aksjonær i ei verksemd. Ein analyse av den historiske veksten i egenkapitalen til Ice, kan difor vera ein god indikasjon på korleis verksemda vil veksa i tida framover.

Vekst i egenkapital kan estimerast på to ulike måtar, enten ved bruk av fullstendig endring i egenkapital, eller ved bruk av normalisert endring i egenkapital. Forskjellen på metodane er at ein ved bruk av fullstendig endring inkluderer alle unormale postar, medan den normaliserte metoden ser vekk frå unormale postar. Sidan unormale postar er periodespesifikke og vanskeleg å estimere for framtida, er det normaliserte tal som blir brukt som grunnlag ved utarbeiding av framtidsrekneskapen. Unormale postar er likevel inkludert i den historiske egenkapitalveksten til Ice. Av omsyn til konsistens vil dei unormale postane bli ekskludert ved estimering av verksemda sin framtidige vekst i egenkapitalen. Fullstendig egenkapitalvest er gitt ved følgjande formel:

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst} = \frac{\Delta \text{Egenkapital}_t}{\text{Egenkapital}_{t-1}}$$



Figur 9-2: Fullstendig egenkapitalvekst til Ice Group ASA og bransjen frå 2017 til 2019T

Figur 9-2 viser den historiske utviklinga i eigenkapitalveksten til Ice og til bransjen. Grafane viser at bransjen har ein relativt jamn vekst over heile perioden, noko som er venta då konkurrentane til Ice er svært stabile og modne verksemdar. Ice derimot, har store variasjonar i eigenkapitalveksten frå år til år. Dette kan også forklarast med at dei er i oppstartsfasen. Før det blei gjennomført justering i kapittel 5, var eigenkapitalen negativ og indikerte at Ice er ei konkursverksemd. Med grunnlag i den strategiske analysen i kapittel 4, blei det gjort ei justering som forsvarar at Ice er i oppstartsfasen og har ei framtid. Frå figuren kan ein sjå at Ice har ein kraftig negativ vekst i 2018 som kan forklarast med dei store investeringane ved utbygging av det tredje nettet. For 2019 har verksemda ein stor positiv eigenkapitalvekst. Dette samsvarar med at Ice i mai 2019 blei notert på børs og fekk ein vesentleg høgare eigenkapital. Store kapitalinnskot er også grunnen for at veksten i eigenkapital i 2019 er langt høgare enn driftsinntektsveksten.

Vidare er Ice sin normaliserte eigenkapitalvekst analysert, der unormale postar ikkje er inkludert. Ved utrekning av normalisert vekst i eigenkapitalen blir rentabiliteten til kapitalen vekta med årleg tilbakehaldsgrad. Graden viser til kor stor del av verksemda sitt nettoresultat til eigenkapitalen som blir att i verksemda etter at det er delt ut utbytte (Knivsflå, Føreling 17, 2019). I dette tilfellet står verksemda overfor eit negativt resultat til eigenkapitalen over heile perioden. Det har ikkje vorte utdelt utbytte, men det har vore kapitalinnskot. Formelen for normalisert eigenkapitalvekst er gitt ved:

$$\text{Normalisert eigenkapitalvekst} = \text{Eigenkapitalrentabilitet} * (1 - \text{Utdelingsforhaldet}) = \text{Eigenkapitalrentabilitet} * \text{Tilbakehaldsgraden}$$

	2017	2018	2019T	Snitt
Eigenkapitalrentabilitet	-0,193	-0,374	-0,638	-0,402
* Tilbakehaldsgrad	0,543	1,616	-0,856	0,434
= Eigenkapitalvekst	-0,105	-0,604	0,546	-0,054

Tabell 9-2: Normalisert eigenkapitalvekst for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T

Tabell 9-2 viser Ice sin normaliserte eigenkapitalvekst gjennom perioden. Den viser ein gjennomsnittleg normalisert eigenkapitalvekst på -5,4 prosent. Den gjennomsnittlege, fullstendige eigenkapitalveksten var på 2,1 prosent, og dermed ein del høgare enn den normaliserte veksten. Over analyseperioden har Ice positivt unormalt nettoresultat.

9.2.3 Val av budsjettthorisont T

Ein framtidsrekneskap kan delast inn i to deler. Den første delen er den perioden som omfattar år 0 til T, og den andre delen omfattar perioden T+1. I T+1 har verksemda konstant vekst og finn seg i det som kallast “steady state” (Knivsflå, Førelesing 14, 2019). Å fastsetje ein budsjettthorisont T vil difor vera naudsynt for å estimere når verksemda er i “steady state” og budsjettdrivarane er konstante.

Det er minst to forhold som er avgjerande for val av budsjettthorisont (Knivsflå, Førelesing 14, 2019). Det første er tid til “steady state”, som betyr til det tidspunktet der konstant utvikling er ei rimeleg tilnærming. Kor lang tid dette tek, kjem an på kor vidt bransjen er ein vekstbransje eller om den allereie er tilnærma i “steady state” (Knivsflå, Førelesing 14, 2019). Det andre forholdet som blir avgjerande er kvaliteten på rekneskapsføringa. Dersom rekneskapsføringa i stor grad er verdibasert, vil dette tilseie ein kort budsjettthorisont. Dette er fordi ein berre vil trenge ein kort periode for å fange opp desse verdiane.

Ice Group ASA opererer i ein bransje som framleis har høgt vekstpotensiale, sjølv om det ut frå driftsinntektsveksten i bransjen kan sjå ut som at historisk vekst ikkje er så langt i frå “steady state”. Det kan likevel observerast ei lita auke i vekst, som potensielt kan halde fram. I lønnssemdsanalysen kom det fram at den norske telekommunikasjonsbransjen har ein svært høg superprofitt, noko som også talar for ein lengre analyseperiode. Ice er no notert på børs og driv utbygging av eit tredje nett, noko som også indikerer gode høve for vekst. Ein lengre budsjettperiode vil i større grad kunne vise korleis desse faktorane påverkar verksemda i åra framover.

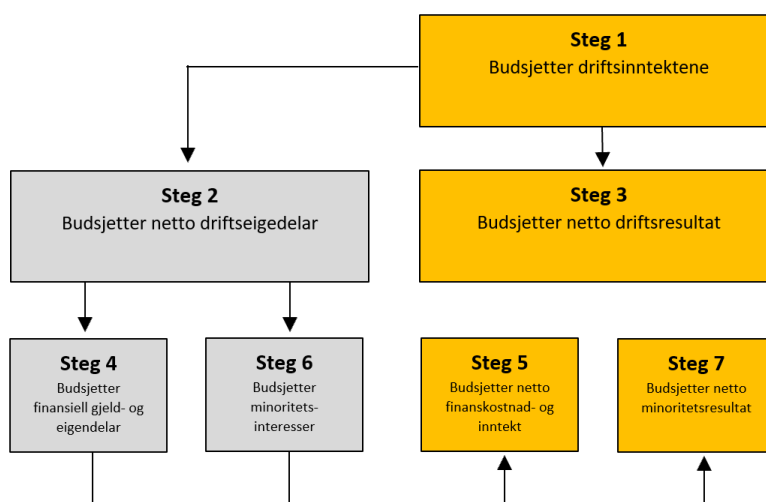
Ut frå desse faktorane kan det tenkast at ein budsjettthorisont på 14 år kan vera passande. Horisonten vil då strekke seg frå 2019-2033. År T vil dermed bli 2033, og med det vil bransjen gå inn i “steady state” med konstant vekst frå T+1.

9.2.4 Val av detaljnivå og rammeverk for framskriving av budsjettdrivarar

Valet av detaljnivå vil vera avhengig av lengda på budsjettthorisonten. Tal på budsjettdrivarar, og dermed detaljnivå, bør ta utgangspunkt i ei kost/nytte-vurdering. Dersom det er valt ein kortare budsjettperiode, bør ein nytte eit høgt detaljnivå. Er budsjettperioden lengre, vil det vera

naturleg med fokusert budsjettering (Penman, 2013). Sidan det er valt ein budsjettthorisont på 14 år, vil detaljnivået vera mindre, og berre inkludere dei viktigaste budsjettddrivarane (Penman, 2013).

Ved gjennomføring av budsjetteringa vil det difor bli teke utgangspunkt i Penman sitt enkle rammeverk. Dette inkluderer ni budsjettddrivarar, og ein prosess som omfattar sju steg. Rammeverket er presentert i figuren under:



Figur 9-3: Rammeverk for budsjettering av framtidsrekneskap (Penman, 2013)

I praktisk samanheng kan budsjettering frå år 0, 1 eller 2 og fram til år T, skje ved hjelp av lineær framskriving (Knivsflå, Føreling 14, 2019). Ein nyttar då dei ni budsjettddrivarane og fire budsjettspunkt, som her er sett til 2020, 2022, 2024 og “steady state” i 2033. Sidan 2019 blei traila for alle verksemdene, blir dette rekna som siste år i analyseperioden. Dermed blir 2020 første år i budsjettperioden. I dette tilfelle vil budsjettddrivarane for minoritetsresultatet bli haldne utanfor då dei ikkje er relevante for verksemda.

9.3 Budsjettering av driftsinntektsvekst frå 0 til T+1

Driftsinntektsveksten blir ofte tillagt stor vekt ved vurdering av ei verksemd si utvikling, og det er eit vanleg samanlikningsgrunnlag når verksemdar skal kartleggja utviklinga si sett opp mot komparative verksemdar (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

I analysen av den historiske driftsinntektsveksten i 9.2.1 kom det fram at Ice har ein gjennomsnittleg vekst på nesten 20 prosent, medan bransjen har ein vekst på nesten 1 prosent. Desse tala blir avgjerande for storleiken på dei budsjetterte driftsinntektene framover i tid. Vidare vil dei budsjetterte tala også byggje på den strategiske analysen som blei gjennomført i kapittel 4. I denne analysen blei det sett nærare på strategisk fordel og risiko, samt at det blei gjort ein prediksjon av utsiktene framover og forventningar til vekst. Det kom då fram at Ice har ei strategisk ulempe, grunna ei ressursulempe, som er venta å gå mot null over tid. Vidare kom det fram at bransjen har ein fordel. Denne er også venta å bli redusert over tid, men det vil ut frå føresetnadane vera på lengre sikt enn ressursulempa.

Veksten i driftsinntektene må også vurderast opp mot veksten i verdsøkonomien. Knivsfå (Knivsfå, Førelesing 14, 2019) stadfestar at ei verksemd sin vekst ikkje kan overgå den venta veksten i verdsøkonomien. Årsaka er at dersom Ice hadde hatt ein vekst større enn den samla økonomien, ville dei ha utgjort heile verdsøkonomien. Dette er openbart urimeleg, og det må difor reknast eit estimat på maksimal vekst. Den består av to faktorar: realvekst og venta global inflasjon (Damodaran, Investment valuation, 2012). Venta realvekst blir sett til 3,3 prosent, medan inflasjonen er venta å vera 2,2 prosent. Ein rimeleg føresetnad vil dermed vera ein vekst i verdsøkonomien på rundt 5 prosent. Dette betyr at veksten til Ice ikkje kan overgå dette nivået i “steady state” (Knivsfå, Førelesing 14, 2019).

Det er likevel ikkje realistisk at driftsinntektsveksten til Ice i “steady state” svarar til veksten i verdsøkonomien. Grunngevinga for dette er at den venta veksten i verden viser den totale veksten for alle bransjar. I bransjar som er meir modne, slik som telekommunikasjonsbransjen i Norge, er veksten lågare enn i nye næringar som ikkje er like etablert. Ut frå denne drøftinga blir driftsinntektsveksten i “steady state” sett til 3 prosent. Av dette er 1 prosent venta å vera knytt til realvekst, medan 2 prosent er venta vera knytt til inflasjon.

Vekst i volum og vekst i pris er hovudkjeldene til vekst i driftsinntektene. Desse faktorane vil difor bli analysert under i 9.3.1 og 9.3.2.

9.3.1 Pris

Den norske telekommunikasjonsbransjen har historisk sett teke høge prisar for produkta sine. I den strategiske analysen i kapittel 4 kom det blant anna fram at prisane for eit mobilabonnoment er langt høgare i Norge enn i nabolanda. Dette skuldast i stor grad at bransjen har vore prega av

lite konkurranse. I tillegg har etterspurnaden etter mobildata hatt ein svært stor auke, og bransjen har kunne teke seg godt betalt for dette. Konkurrentane til Ice som er modne verksemdar har difor kunne drive med stor inntening og gode marginar.

I delkapittel 8.3.2.2 kom det fram at Ice står overfor ei arpu-ulempe, som følgje av at dei må tileigne seg ein større kundemasse. På noverande tidspunkt ligg difor prisane til Ice lågare enn prisane til dei etablerte verksemdene. Denne skilnaden vil truleg halde fram ei stund til. Etter kvart som Ice etablerer seg som aktør, får ei sterkare merkevare og oppnår ei større kundemasse, vil dei kunne leggje seg på eit prisnivå nærare konkurrentane. Dette kan skje ved at Ice aukar prisane sine, eller ved at den auka konkurransen fører til at konkurrentane set ned sine prisar.

9.3.2 Volum

I kapittel 4 kom det fram at telekommunikasjonsbransjen i Norge er ein svært lønnsam bransje å operere i, noko som også blei bekrefta i kapittel 8. Bransjen har samla sett mange kundar. Likevel er det ikkje venta at tal på kundar vil auke noko særleg i tida framover. I dag nyttar dei fleste innbyggjarar i Norge, frå ungdomsalder og oppover, eit eller fleire produkt som blir levert frå telekommunikasjonsbransjen. Dette betyr at utviklinga i kundemassen i stor grad vil samsvare med utviklinga i folketalet. Ice vil, som tidlegare nemnt, difor vera avhengig av å ta kundar frå konkurrentane for å byggje seg opp ein kundemasse.

Det er venta at Ice i tida framover vil klare å tileigne seg fleire kundar etterkvart som dei blir anerkjende som ein aktør i marknaden, noko som blant anna kan skje gjennom lågare prisar og sterk merkevarebygging.

9.3.3 Samla vurdering av driftsinntektsvekst

Jamfør drøftinga i delkapittel 9.3.1 og 9.3.2 er det venta at Ice vil ha ein vekst i driftsinntektene som er høgare enn bransjen i åra framover, gitt at verksemda overlev. Ei slik utvikling vil bidra til auka konkurranse i den norske telekommunikasjonsbransjen, noko som var eit ynskje frå den norske staten då dei la til rette for eit tredje nett. Som det kom fram i kapittel 4, har Ice gjennomført betydelege investeringar. Desse investeringane er venta å generere meir og meir inntekter i åra framover.

9.3.3.1 Driftsinntekter på kort sikt 2019-2020

Driftsinntektsveksten til Ice på kort sikt vil i stor grad vera avhengig av kor mange nye kundar dei klarar å tileigne seg. Grunnen til dette er at dei som nemnt i 9.3.1 er venta å liggje under konkurrentane i pris også dei neste åra. Vekst i driftsinntektene er difor avhengig av ei volumauke knytt til sal. Sidan selskapet framleis er i oppstartsfasen er det venta at dei vil ha ein relativt stor auke i volum i fleire år framover.

Vesten i bransjen er venta å vera relativt lik veksten i folketal. Ice sin vekst i driftsinntekter skuldast difor i stor grad at dei tek kundar frå konkurrentane. Det siste året har det vore mykje marknadsføring og reklame for verksemda, og det kan verke som at merkenamnet er i ferd med å bli meir etablert. Dette underbyggjer justeringa som blei gjort i kapittel 5 då kostnader knytt til marknadsføring blei balanseført. Større investeringar eller oppkjøp er ikkje venta i næraste framtid då verksemda allereie er sterkt prega av dei store kostnaden knytt til utbygging av det tredje nettet. Veksten i driftsinntekter i 2020 blir difor sett til 13 prosent. Dette er ei lita auke frå 2019 grunna meir etablert merkenamn og lågare prisar enn konkurrentane, som gir volumauke.

9.3.3.2 Driftsinntekter på mellomlang sikt 2021-2026

Ein kan argumentera for både positiv og negativ utvikling i driftsinntektsveksten til Ice. Ei naturleg auke i folketalet vil vera positivt for å kunna auka kundemassen. Det er også venta at verksemda vil ta kundar frå konkurrentane i denne perioden, men i mindre grad enn før. Ein av grunnane til dette er at dei no må prøver å tileigne seg kundar som er meir trufaste. Dette krev eit sterkare merkenamn.

Når det gjeld prisenivå er det nærliggjande å tru at Ice på mellomlang sikt vil nærma seg dei andre verksemdene i bransjen. Dette kan påverka driftsinntektsveksten positivt, forutsett at kundane blir verande. Det likevel ei vanleg utvikling at oppstartverksemdar, med stor vekst dei første åra, beveger seg meir i retning av bransjen over tid. Ei slik utvikling er også venta for Ice. I perioden 2021-2026 vil den prosentvise veksten difor avta, men den vil likevel liggje langt over veksten i bransjen. Driftsinntektsveksten i 2026 er difor sett til 5 prosent.

9.3.3.3 Driftsinntekter på lang sikt 2026-2033 og i “steady state”

Korleis telekommunikasjonsbransjen utviklar seg på lang sikt er vanskeleg å seie. Bransjen er prega av rask teknologisk utvikling. Dette kan medføre at nokon av aktørane på eit tidspunkt kan skaffe seg eit fortrinn som følgje av teknologisk innovasjon, og dermed vil oppnå ein større ressursfordel over nokre år. Alternativt kan det kome inn fullgode substituttar som gjer at løysingar i dag blir overflødige, og i stor grad erstattar bransjen slik den er i dag. I kapittel 4 blei satellittar drege fram som eit eksempel. Ei slik utvikling er likevel vanskeleg å forutsjå, då ei slikt utvikling kan skje ganske raskt. Vidare vil det bli teke føresetnad om at det ikkje vil skje drastiske endringar i bransjen, men heller at den vil modnast og gå mot ein vekst i “steady state” på 3 prosent.

Med dette utgangspunktet vil det på lang sikt vera venta at Ice har stabilisert seg på same prisnivå som bransjen, noko som vil gje dei ein høgare driftsmargin. Dei vil med dette hauste meir inntekter på den allereie investerte kapitalen slik som dei komparative verksemdene. Implisitt betyr dette at verksemda vil lukkast med å ta marknadsdelar. Driftsinntektsveksten vil dermed stabilisere seg, slik som bransjen, på 3 prosent i “steady state”.

9.3.3.4 Oppsummering av driftsinntektsvekst

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Driftsinntektsvekst	13,00 %	11,00 %	9,80 %	8,60 %	7,40 %	6,20 %
Driftsinntekter	2 097 771	2 328 526	2 556 721	2 776 600	2 982 068	3 166 956

2026 (M)	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033(T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
5,00 %	4,71 %	4,43 %	4,14 %	3,86 %	3,57 %	3,29 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
3 325 304	3 482 068	3 636 274	3 786 920	3 932 987	4 073 450	4 207 292	4 333 511	4 463 516	4 597 422

Tabell 9-3: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter til Ice Group ASA i perioden 2019-2035

Med unntak av utviklinga fram til 2020, er det venta at driftsinntektsveksten vil avta over heile budsjettperioden fram til veksten går inn i “steady state”. Noko av bakgrunnen for denne utviklinga er at verksemda er i oppstartsfasen, og har hatt ein vekst langt høgare enn bransjen. Det er naturleg at veksten stagnerer etter nokre år, før den går meir mot bransjesnittet etter kvart som dei har bygd seg opp ein kundemasse. Ice vil likevel liggje over bransjen heile vegen fram til “steady state”, fordi dei har ein vekst som avtek heile vegen mot konstant vekst medan bransjen har ein vekst som er venta å auke heile vegen til “steady state”. Det er med dette venta at Ice møter veksten i bransjen når driftsinntektsveksten når 3 prosent, som betyr at verksemda har teke marknadsdelar frå konkurrentane.



Figur 9-4: Historisk og venta utvikling i driftsinntektene til Ice Group ASA i perioden 2017-2035

9.4 Budsjettering av andre budsjettdrivarar frå 0 til T+1

I delkapittel 9.3 blei det gjennomført ein analyse av driftsinntektsveksten som er grunnleggjande for utarbeiding av framtidsrekneskapen. I delkapittel 9.4 vil også dei andre budsjettdrivarane bli rekna ut, som omfattar omløpet til netto driftseigendelar, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell egedelsdel, finansiell gjeldsrente og finansiell eigendelsrentabilitet. Desse drivarane vil vidare nyttast for å budsjettera ein framtidsrekneskap bestående av netto driftseigendelar, netto driftsresultat, finansiell gjeld, finansielle eigendelar, finanskostnad og finansinntekter. Den endelege framtidsrekneskapen kjem fram i delkapittel 9.5.

9.4.1 Netto driftseigendelar

I dette delkapittelet blir det laga ein prognose på netto driftseigendelar for heile budsjettperioden. Utviklinga i netto driftseigendelar blir påverka av to forhold: driftsinntekter og omløpet til netto driftseigendelar (Penman, 2013). Det er allereie laga estimat på dei framtidige driftsinntektene til Ice. I det neste avsnittet er det difor nødvendig å laga ein prognose på omløpet til netto driftseigendelar. Prognosen vil byggje på informasjon frå lønsemdsanalysen i kapittel 8.

$$\text{Netto driftseigendelar}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{Omløpet til netto driftseigendelar}_{t+1}}$$

Ved budsjettering vil netto driftseigendelar bli rekna på inngående kapital, til skilnad frå utrekningane i kapittel 8 som blei gjort på gjennomsnittleg kapital. Årsaka til dei ulike

kalkuleringsmetodane er at det ved budsjettering blir teke føresetnad om at kontantstraumane blir realiserte i slutten av kvar periode (Knivsflå, Førelesing 15, 2019). Formelen som er vist over tek føresetnad om at verksemda sine netto driftseigendelar veks i takt med dei underliggjande driftsinntektene. Føresetnadane som er lagt til grunn er teoretiske. Driftseigedelane vil i røynda vera avhengig av investeringsnivå og korleis verksemda er finansiert. Framtidige investeringar er utfordrande å estimere, og formelen over blir difor brukt likevel.

Analysen av historisk lønnsemd i kapittel 8 viste at Ice hadde eit gjennomsnittleg omløp til netto driftseigendelar på 0,391, medan bransjen hadde eit vekta snitt på 1,931. Ice har med dette hatt ei stor omløpsulempe samanlikna med bransjen. Forklaringa på dette er todelt. Først og fremst driv Ice, som oppstartverksemd, langt mindre effektivt enn dei etablerte og modne verksemdene. Den andre grunnen er knytt til arpu-ulempa dei har hatt som følge av å ta lågare prisar enn dei andre i bransjen. Totalt fører dette til at dei genererer mindre inntekter per investerte krone.

Rammeverket til (Knivsflå, Førelesing 15, 2019) tek føresetnad om at omløpet til ei verksemd vil konvergere mot bransjesnittet på sikt. Dette er ikkje urimeleg då det er venta at Ice vil klare å auke innteninga si gjennom å drive meir effektivt og ved ei potensiell prisutjamning sett i forhold til konkurrentane. I tabell 9-4 blir utviklinga til omløpet til Ice sine netto driftseigendelar samt utviklinga i netto driftseigendelar presentert:

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter t+1	2 328 526	2 556 721	2 776 600	2 982 068	3 166 956	3 325 304
/ Omløpet til netto driftseigendelar t+1	0,800	0,950	1,100	1,250	1,400	1,550
= Netto driftseigendelar t	2 910 657	2 691 286	2 524 181	2 385 654	2 262 111	2 145 357

	2026 (M)	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
3 482 068	3 636 274	3 786 920	3 932 987	4 073 450	4 207 292	4 333 511	4 463 516	4 597 422	4 735 345	
1,700	1,739	1,777	1,816	1,854	1,893	1,931	1,931	1,931	1,931	
2 048 275	2 091 616	2 131 075	2 166 338	2 197 115	2 223 140	2 244 180	2 311 505	2 380 850	2 452 276	

Tabell 9-4: Budsjetterte netto driftseigedelar for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.2 Netto driftsresultat

Den neste budsjett drivaren som skal estimerast er netto driftsresultat. Når ein skal rekne netto driftsresultat over perioden multipliserer ein budsjettert driftsinntekt med venta netto driftsmargin (Knivsflå, Førelesing 15, 2019). Driftsinntektene er allereie estimert. Under vil det

difor bli laga ein prognose for netto driftsmargin i budsjettperioden. $Netto\ driftsresultat_t = Netto\ driftsmargin_t * Driftsinntekter_t$

I lønnssemdsanalysen i kapittel 8 kunne ein sjå at Ice sin historiske gjennomsnittlege netto driftsmargin er på -0,385, medan bransjen hadde ein verdi på 0,2. Dette viser at Ice historisk sett har ei stor marginulempe. Det er venta at Ice etterkvart vil drive like effektivt og til same pris som bransjen. Derimot vil konkurransen auke noko, som fører til ein reduksjon i netto driftsmargin i “steady state”. Det er difor urealistisk at netto driftsmargin i bransjen vil vera lik historisk snitt på lang sikt. Ein ventar difor at Ice og dei komparative verksemdene går mot ein netto driftsmargin som er langt lågare enn 0,2. Netto driftsmargin i “steady state” blir sett til 0,09.

I den strategiske analysen i kapittel 4 kom det fram at Ice ikkje er venta å ha ein varig ressursulempe. Det er nærliggjande å tru at denne vil gå mot null, då det er vanskeleg for konkurrentane å halde på fordelar knytt til ressursar grunna konkurransen i marknaden. Den negative netto driftsmarginen til Ice skuldast i hovudsak dei høge kostnadane verksemda har knytt til oppstartsfasen. Sjølv om det blei justert for kostnadar knytt til marknadsføring, er posten “andre driftskostnadar” framleis svært stor. Desse kostnadane er likevel venta å bli redusert i åra som kjem.

Det er rimeleg å ta føresetnad om at netto driftsmargin vil vera negativ også på kort sikt. Ice blei børsnotert i 2019, noko som vil kunne vera med på å betra marginane då investorane vil ha stor fokus på marginar og resultat. Det vil likevel ta tid å bli kvitt ei så stor ressursulempe når konkurrentane er så modne, og på eit anna stadium enn Ice. Oppsummert er det venta at Ice vil ha ei svært stor ressursulempe også på kort sikt, men at den vil vera mindre. På lang sikt vil den gå mot null. Dette samsvarar med det som kom fram i den strategiske analysen i kapittel 4.

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter t	2 097 771	2 328 526	2 556 721	2 776 600	2 982 068	3 166 956
* Netto driftsmargin t	- 0,150	- 0,050	- 0,030	- 0,010	0,010	0,030
= Netto driftsresultat t	- 314 666	- 116 426	- 76 702	- 27 766	29 821	95 009

2026 (M)	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
3 325 304	3 482 068	3 636 274	3 786 920	3 932 987	4 073 450	4 207 292	4 333 511	4 463 516	4 597 422
0,050	0,056	0,061	0,067	0,073	0,079	0,084	0,090	0,090	0,090
166 265	194 001	223 371	254 265	286 546	320 057	354 615	390 016	401 716	413 768

Tabell 9-5: Budsjettert netto driftsresultat for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.3 Netto finansiell gjeld

I dette delkapittelet skal det lagast ein prognose for netto finansiell gjeld over budsjettperioden. Denne prognosen blir laga ved hjelp av to ulike budsjettdrivarar: finansiell gjeld og finansielle eigendelar. Desse blir difor nærare skildra under.

9.4.3.1 Finansiell gjeldsdel

Når ein skal kalkulere Ice sin finansielle gjeld over budsjettperioden må ein multiplisere verksemda sin framskrivne finansielle gjeldsdel med netto driftseigendelar (Knivsfå, Førelesing 15, 2019).

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

Netto driftseigendelar er allereie estimert, og det er difor berre Ice sin framtidige finansielle gjeldsdel som blir gjort greie for nedanfor.

Historisk sett har Ice hatt ein gjennomsnittleg finansiell gjeldsdel på 97,2 prosent, som er langt høgare enn bransjen sin på 50,4 prosent. Ice sin høge gjeldsdel indikerer at verksemda i større grad er gjeldsfinansiert enn bransjen elles. Dette kan forklarast med at dei er i oppstartsfasen og har gjennomført store investeringar som er finansiert med gjeld. Framover er det venta at det blir færre investeringar, og dermed at gjeldsdelen vil bli redusert over budsjettperioden. På kort sikt er det nærliggjande å tru at gjeldsdelen vil reduserast ganske mykje og nærma seg det historiske snittet til verksemda sjølv, ettersom dei no er komne på børs og vil få meir kapital inn i selskapet. Ein ventar også at Ice sin finansielle gjeldsdel på sikt vil konvergere mot bransjen sitt historiske snitt på 50,4 prosent. Gjeldsdelen i bransjen på 50,4 prosent samsvarar i stor grad med snittet på Oslo Børs som ligg på om lag 50 prosent. Sjølv om bransjen i dette tilfelle i stor grad omfattar ikkje-noterte verksemdar, er det naturleg at Ice, som er notert på børs, vil konvergere mot 50,4 prosent. Tabell 9-6 viser utviklinga av Ice sin finansiell gjeldsdel for perioden 2019-2035:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Finansiell gjeldsdel	0,970	0,915	0,861	0,806	0,752	0,697

2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
0,643	0,623	0,603	0,583	0,563	0,544	0,524	0,504	0,504	0,504

Tabell 9-6: Budsjettert finansiell gjeldsdel for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.3.2 Finansiell eigendelsdel

Dei finansielle eigendelane over budsjettperioden blir kalkulert ved å multiplisere finansiell eigendelsdel med netto driftseigendelar (Knivsflå, Førelesing 15, 2019). Netto driftseigendelar for perioden er allereie estimert. Difor vil det nedanfor vera fokus på å framskrive finansiell eigendelsdel.

$$\text{Finansielle eigendelar}_t = \text{Finansiell eigendelsdel}_t * \text{Netto driftseigendelar}_t$$

Historisk har Ice hatt ein gjennomsnittleg eigendelsdel på 39,4 prosent, medan bransjen har eit vekta snitt på 58,7 prosent. Dette er svært høge tal for eigendelsdel. 20 prosent reknast å vera ein typisk eigendelsdel. Likevel er dette rekna som eit høgt estimat for “steady state”, og den er difor venta å vera mindre enn 20 prosent.

Alle dei tre verksemdene i dette tilfellet, som til saman utgjer bransjen, har svært høge eigendelsdelar. Dette kan forklarast med at alle verksemdene er inne i ein investeringsfase, som følgje av at det er ny og betre teknologi på marknaden. Verksemdene har store mengder kontantar og kontantekvivalentar som i stor grad skuldast opptak av ny langsiktig gjeld, samt kapitalinnskott. Ser ein på eigendelsdelane for kvar av dei tre verksemdene, er det særleg Telenor som merkar seg ut med høge verdjar. Dette kan knytast opp mot at dei er tidleg ute med dei store investeringane knytt til utbygging av 5G-nett. På lang sikt, når utbygginga er ferdig, er eigendelsdelen likevel venta å reduserast ganske kraftig.

For Ice er det venta at eigendelsdelen vil auke noko på kort sikt grunna framleis investeringar, før den vil byrje å konvergere mot “steady state”. Sidan 20 prosent reknast som ein litt høg eigendelsdel i “steady state”, blir den eigendelsdelen sett til 15 prosent i konstant vekst-perioden. Tabell 9-7 viser utviklinga i Ice sin finansielle eigendelsdel:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025			
Finansiell eigendelsdel	0,550	0,519	0,488	0,458	0,427	0,396			
2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
0,365	0,335	0,304	0,273	0,242	0,212	0,181	0,150	0,150	0,150

Tabell 9-7: Budsjettert finansiell eigendelsdel for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.3.3 Oppsummering netto finansiell gjeld

Over er Ice sin finansielle gjeldsdel og finansielle eigendelsdel framskriven over perioden. Det er då mogleg å estimere verksemda si framtidige finansielle gjeld og verksemda sine framtidige

finansielle eigendelar. Differansen mellom den finansielle gjelda og dei finansielle eigendelane vil utgjera netto finansiell gjeld. Framskrivninga av nettofinansiell gjeld blir presentert i tabell 9-8:

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Netto driftseigendelar	2 910 657	2 691 286	2 524 181	2 385 654	2 262 111	2 145 357
* Finansiell gjeldsdel	0,970	0,915	0,861	0,806	0,752	0,697
= Finansiell gjeld	2 823 338	2 463 648	2 172 899	1 923 434	1 700 354	1 495 493
Netto driftseigendelar	2 910 657	2 691 286	2 524 181	2 385 654	2 262 111	2 145 357
* Finansiell eigendelsdel	0,550	0,519	0,488	0,458	0,427	0,396
= Finansielle eigendelar	1 600 862	1 397 398	1 232 966	1 091 896	965 748	849 892
Netto finansiell gjeld	1 222 476	1 066 249	939 934	831 538	734 606	645 601

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
2 048 275	2 091 616	2 131 075	2 166 338	2 197 115	2 223 140	2 244 180	2 311 505	2 380 850	2 452 276	
0,643	0,623	0,603	0,583	0,563	0,544	0,524	0,504	0,504	0,504	
1 316 017	1 302 479	1 284 886	1 263 285	1 237 760	1 208 435	1 175 469	1 164 999	1 199 949	1 235 947	
2 048 275	2 091 616	2 131 075	2 166 338	2 197 115	2 223 140	2 244 180	2 311 505	2 380 850	2 452 276	
0,365	0,335	0,304	0,273	0,242	0,212	0,181	0,150	0,150	0,150	
748 408	699 887	647 519	591 577	532 378	470 280	405 679	346 726	357 128	367 841	
567 609	602 592	637 367	671 708	705 382	738 156	769 791	818 273	842 821	868 106	

Tabell 9-8: Budsjettert netto finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.4 Netto finansresultat

I dette delkapittelet vil det bli laga ein prognose for netto finansresultat over perioden. På same måte som for netto finansiell gjeld, vil det bli estimert to ulike budsjettdivarar: netto finanskostnad og netto finansresultat.

9.4.4.1 Netto finanskostnadar

Netto finanskostnadar for budsjettperioden reknast ved å multiplisere finansiell gjeldsrente med inngåande finansiell gjeld (Knivsfå, Føreling 15, 2019). Den framtidige finansielle gjelda til Ice er allereie kalkulert, og fokuset nedanfor blir difor retta mot utviklinga i den finansielle gjeldsrenta.

$$\text{Netto finanskostnad}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t * \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

I lønnssemdsanalysen i kapittel 8 kom det fram at Ice har hatt ein historiske gjennomsnittleg finansiell gjeldsrentefordel på 1,3 prosent. Fordelen indikerer at den finansielle gjeldsrenta i snitt har vore 1,3 prosent lågare enn det finansielle kravet. Sjølv om Ice historisk sett har hatt

ein finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld, er det rimeleg å ta føresetnad om at verksemda ikkje vil ha verken fordelar eller ulemper knytt til finansiering på sikt, som følgje av effektive kapitalmarknadar og verdibasert rapportering etter IFRS. I framtidsrekneskapen blir difor den finansielle gjeldsrenta sett lik det årlege finansielle gjeldskravet. Av omsyn til konsistens til rammeverket presentert i 9.2.4 blir renta sett lik kravet frå og med 2020. Dei årlege krava til den finansielle gjelda er estimert i kapittel 10. I tabell 9-9 er Ice sin netto finanskostnad for perioden 2019-2035 presentert:

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Finansiell gjeld t-1	3 605 000	2 823 338	2 463 648	2 172 899	1 923 434	1 700 354
* Finansiell gjeldsrente t	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,031
= Netto finanskostnad t	86 664	71 543	65 632	60 711	56 241	51 929

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
	1 495 493	1 316 017	1 302 479	1 284 886	1 263 285	1 237 760	1 208 435	1 175 469	1 164 999	1 199 949
	0,032	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036	0,036
	47 616	42 757	43 164	43 416	43 508	43 433	43 189	42 011	41 637	42 886

Tabell 9-9: Budsjettert netto finanskostnad for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.4.2 Netto finansinntekter

Netto finansinntekt er eit produkt av faktorane finansiell eigendelsrentabilitet og inngåande finansielle eigendelar (Knivsflå, Føreling 15, 2019). Den finansielle gjelda for budsjettperioden er allereie estimert. Under vil det difor vera fokus på å kalkulere Ice sin framtidige eigenkapitalrentabilitet.

$$\text{Netto finansinntekt}_t = \text{Finansiell eigendelsrente}_t * \text{Finansielle eigendelar}_{t-1}$$

I lønnssemdsanalysen i kapittel 8 kom det fram at Ice hadde ei gjennomsnittleg finansieringsulempe knytt til dei finansielle eigendelane på 2 prosent over analyseperioden. På same måte som for den finansielle gjeldsrenta, er det venta at effisiente kapitalmarknadar resulterer i at renta blir lik kravet på sikt. Finansiell eigendelsrentabilitet blir difor sett lik kravet frå år 2020. Finansielt eigendelskrav er estimert for heile budsjettperioden i kapittel 10. Utviklinga i Ice sine finansinntekter i budsjettperioden er presentert i tabell 9-10:

	2020 (1)	2021 (2)	2022	2023	2024	2025
Finansielle eigendelar t-1	1 678 000	1 600 862	1 397 398	1 232 966	1 091 896	965 748
* Finansiell eigendelsrentabilitet t	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026
= Netto finansinntekt t	34 267	34 632	31 924	29 662	27 592	25 575

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033 (T)	2034 (T+1)	2035 (T+2)
849 892	748 408	699 887	647 519	591 577	532 378	470 280	405 679	346 726	357 128	
0,028	0,028	0,029	0,029	0,030	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	
23 537	21 147	20 169	19 024	17 713	16 240	14 610	12 603	10 771	11 095	

Tabell 9-10: Budsjettert netto finansinntekt for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.4.4.3 Oppsummering av netto finansresultat

Over blei det kalkulert netto finanskostnad og netto finansinntekt for heile budsjettperioden, og det er då grunnlag for å budsjettere netto finansresultat i perioden 2019-2035:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto finanskostnad	86 664	71 543	65 632	60 711	56 241	51 929
- Netto finansinntekt	34 267	34 632	31 924	29 662	27 592	25 575
= Netto finansresultat	52 397	36 911	33 707	31 049	28 649	26 354

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
47 616	42 757	43 164	43 416	43 508	43 433	43 189	42 011	41 637	42 886	
23 537	21 147	20 169	19 024	17 713	16 240	14 610	12 603	10 771	11 095	
24 080	21 610	22 995	24 392	25 794	27 193	28 580	29 408	30 866	31 792	

Tabell 9-11: Budsjettert netto finansresultat for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.5 Presentasjon av framtidsrekneskap

Basert på utrekningane i delkapittel 9.1 til 9.4 vil det no bli utarbeida eit framtidsrekneskap for heile budsjettperioden, som inkluderer resultatrekneskap, balanse og fri kontantstraum. Grunna manglande informasjon og lite høve for estimering, vil det i åra 2020-2035 ikkje bli inkludert unormale postar.

9.5.1 Framtidsresultat

Framtidsrekneskapen til Ice for perioden 2019-2035 blir presentert i tabell 9-12. Posten “netto betalt utbytte” er fastsett residuelt ved å nytte differansen mellom endring i eigenkapital og fullstendig nettoresultat. Endringa i eigenkapital er estimert ut frå den predikerte eigenkapitalen

i framtidbalansen. Det kjem fram av framtidsrekneskapen at netto betalt utbytte er venta å vera sterkt negativt dei neste åra, slik som det var i trailingåret. Dette samsvarar med at verksemda i 2019 blei notert på børs. Børsnoteringa vil medføre ytlegare av kapital til selskapet. Ut frå dei historiske rekneskapstala er dette også naudsynt for at det skal vera grunnlag for å halde fram drifta.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	2 097 771	2 328 526	2 556 721	2 776 600	2 982 068	3 166 956
Netto driftsresultat	- 314 666	- 116 426	- 76 702	- 27 766	29 821	95 009
+ Netto finansinntekt	34 267	34 632	31 924	29 662	27 592	25 575
= Nettoresultat til sysselsett kapital	- 280 398	- 81 794	- 44 777	1 896	57 413	120 583
- Netto finanskostnad	86 664	71 543	65 632	60 711	56 241	51 929
= Nettoresultat til eigenkapitalen	- 367 063	- 153 337	- 110 409	- 58 815	1 171	68 655
+ Unormalt nettoresultat til eigenkapita	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	- 367 063	- 153 337	- 110 409	- 58 815	1 171	68 655
- Netto betalt utbytte	- 744 685	- 90 192	- 69 620	- 28 683	27 782	96 404
= Endring i eigenkapitalen	377 622	- 63 145	- 40 789	- 30 131	- 26 611	- 27 749

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
3 325 304	3 482 068	3 636 274	3 786 920	3 932 987	4 073 450	4 207 292	4 333 511	4 463 516	4 597 422	
166 265	194 001	223 371	254 265	286 546	320 057	354 615	390 016	401 716	413 768	
23 537	21 147	20 169	19 024	17 713	16 240	14 610	12 603	10 771	11 095	
189 802	215 148	243 540	273 289	304 259	336 297	369 224	402 619	412 488	424 863	
47 616	42 757	43 164	43 416	43 508	43 433	43 189	42 011	41 637	42 886	
142 185	172 391	200 376	229 872	260 752	292 864	326 035	360 608	370 851	381 976	
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
142 185	172 391	200 376	229 872	260 752	292 864	326 035	360 608	370 851	381 976	
161 275	164 034	195 692	228 950	263 650	299 612	336 630	341 764	326 054	335 836	
- 19 089	8 357	4 684	923	- 2 898	- 6 748	- 10 595	18 843	44 797	46 141	

Tabell 9-12: Framtidsrekneskap for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

9.5.2 Framtidbalanse

Under blir Ice sin framtidbalanse presentert. Den er todelt, og består av sysselsett kapital i tabell 9-13 og netto driftskapital i tabell 9-14. Eigenkapitalen er kalkulert residuelt ved å ta utgangspunkt i netto finansiell gjeld og netto driftseigedelar.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Netto driftsresultat	- 314 666	- 116 426	- 76 702	- 27 766	29 821	95 009
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseigendelar	- 326 902	- 219 372	- 167 104	- 138 527	- 123 543	- 116 754
= Fri kontantstrøm frå drift	12 236	102 945	90 403	110 761	153 363	211 763
+ Netto finansinntekt	34 267	34 632	31 924	29 662	27 592	25 575
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eigendelar	- 77 138	- 203 463	- 164 433	- 141 070	- 126 148	- 115 856
= Fri kontantstrøm til syssele sett kapital	123 642	341 041	286 760	281 493	307 103	353 194
- Netto finanskostnad	86 664	71 543	65 632	60 711	56 241	51 929
+ Endring i finansiell gjeld	- 781 662	- 359 690	- 290 748	- 249 466	- 223 080	- 204 861
= Fri kontantstrøm til eigenkapital	- 744 685	- 90 192	- 69 620	- 28 683	27 782	96 404

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
	166 265	194 001	223 371	254 265	286 546	320 057	354 615	390 016	401 716	413 768
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	97 082	43 340	39 459	35 263	30 777	26 025	21 040	67 325	69 345	71 426
	263 347	150 661	183 912	219 001	255 770	294 031	333 575	322 691	332 371	342 342
	23 537	21 147	20 169	19 024	17 713	16 240	14 610	12 603	10 771	11 095
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-	101 483	48 521	52 368	55 942	59 199	62 098	64 601	58 953	10 402	10 714
	388 367	220 329	256 450	293 967	332 682	372 369	412 786	394 246	332 741	342 723
	47 616	42 757	43 164	43 416	43 508	43 433	43 189	42 011	41 637	42 886
-	179 476	13 538	17 593	21 601	25 524	29 325	32 966	10 471	34 950	35 998
	161 275	164 034	195 692	228 950	263 650	299 612	336 630	341 764	326 054	335 836

Tabell 9-15: Budsjettert fri kontantstrøm for Ice Group ASA i perioden 2019-2035

10. Framtidskrav og strategisk fordel

For å kunne gjennomføre ei verdivurdering av Ice i kapittel 11 treng ein ei passande diskonteringsrente for alle åra i prognoseperioden. Det blir difor naudsynt å utarbeide framtidige avkastningskrav for alle relevante kapital. Krava byggjer på same teorigrunnlag som i kapittel 7. Presentasjonen i dette kapittelet vil difor vera noko meir kortfatta, men alle teoriar og føresetnadar er dei same som tidlegare. Deretter blir krava utarbeida på same måte som i kapittel 7, men dei tek derimot utgangspunkt i Ice sitt forventa framtidsrekneskap frå kapittel 9.

Vektene som er nytta i dette kapittelet baserer seg derimot ikkje på verkelege verdivekter, men på inngåande kapital av balanseførte verdiar. I delkapittel 5.5.2 blei det gjort ei justering av balanseført verdiar, for å kunne gjennomføre den fundamentale verdivurderinga. Framtidskrava er difor utarbeida med den same føresetnaden om framleis drift og normal konkursrisiko. Knivsflå (Knivsflå, Førelesing 16, 2019) argumenterer for at framtidskrava skal ta utgangspunkt i normalvekter. Derimot må ein finne desse vektene gjennom verdisestimat på kapitalen og såleis er ein avhengig av å finne framtidskrava for å komme fram til estimata. Dersom ein skal nytte denne metoden må ein gjennomføre ein konvergeringsprosess der ein kontinuerleg oppdaterer vektene fram til vektene reflekterer verkeleg verdi på alle kapitalar. Sidan verdiane ikkje er kjende før dei er estimerte, må ein starte med feil vekter. Ein nyttar difor budsjetterte vekter på inngåande kapital. Dette skuldast at det blir sett ein føresetnad om at kontantstraumar blir realisert ved utgangen av kvart år i prognoseperioden, og ikkje midtvegs i året, som var føresetnaden i kapittel 7.

Delkapittel 10.1 fastsett framtidskrav for eigenkapital og minoritet, medan kravet til netto finansiell gjeld vert fastsett i delkapittel 10.2. Deretter vert framtidskravet for netto driftskapital fastsett i delkapittel 10.3. Til slutt vert det i delkapittel 10.4 gjennomført ein analyse av det budsjetterte framtidsrekneskapet og strategisk fordel. Resultatet vert samanlikna med drøftingane og konklusjonane i kapittel 4 og kapittel 8.

10.1 Krav til eigenkapital og minoritet

På same måte som i kapittel 7, vert eigenkapital- og minoritetskrav fastsett på grunnlag av risikofri rente, marknadsrisikopremie, eigenkapitalbeta og ein eventuell likviditetspremie.

Følgjande blir dei fire variablane prognostisert for kvart enkelt år i budsjettperioden.

10.1.1 Framtidig risikofri rente

Ved estimering av den framtidige risikofrie renta er det fleire faktorar det burde takast omsyn til. Derimot vil den risikofrie renta generelt vera tilbakevendande til gjennomsnittet, og at den er konstant i “steady state” (Knivsflå, Føreløsing 16, 2019). Dersom renta er låg, vil den på eit tidspunkt reversere seg mot ei normalrente. Ved utrekning av framtidig risikofri rente vert det nytta 3-månaders NIBOR-rente, av konsistensomsynet til Knivsflås rammeverk.

Nivået til 3-månaders NIBOR-rente vert påverka av nivået til styringsrenta. Sidan april 2016 nådde styringsrenta eit historisk lågt nivå på 0,5 prosent. Renta heldt seg så låg heilt fram til utgangen av 2018, og sidan då og fram til september 2019 har renta stige frå 0,5 prosent til 1,5 prosent. Norges Bank varsla i prognosen frå juni 2019 om ei ytleigare renteuke mot ein topp på 1,75 prosent for styringsrenta. Derimot reduserte Norges Bank sannsynet for ei slik renteuke etter at prognosen for styringsrenta tilsa ein mindre oppgang i renta enn i førre prognose. Vidare uttalar sentralbanken at styringsrenta vil halde seg på 1,5 prosent den nærmaste tida (Norges Bank, 2019).

Sidan det historiske normalnivået til NIBOR framleis er høgare enn dagens nivå, er det nærliggjande å forvente at rentenivået i Norge vil auke noko meir. På kort sikt forventar ein at den vil auke noko, medan på mellomlang og lang sikt forventar ein ei sterkare auke. Ein antek at renta vil vera på 2 prosent på mellomlang sikt i 2022. For å estimere den risikofrie renta i år T, det vil sei 2032, tek utgreiinga vidare utgangspunkt i formelen som kjem fram av rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, Føreløsing 16, 2019). Formelen finn normalrenta i år T ved å vekte 3M NIBOR frå perioden 1996-2018 med 2/3, medan snittet av ei 10-årig statsobligasjonsrente og 30-årig amerikansk statsobligasjonsrente blir vekta med 1/3:

$$\text{Nominell rente i år } T = \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittleg 3M NIBOR} + \frac{1}{3} * \frac{(10 - \text{årig statsobligasjonsrente} + 30 - \text{årig amerikansk statsobligasjonsrente})}{2}$$

Ein sett gjennomsnittleg historisk 3M NIBOR til 3,6 prosent i formel 10-1 (Knivsflå, Føreløsing 16, 2019). Summen av rente for 10-årig statsobligasjonsrente og 30 år amerikansk statsobligasjon utgjer 2,6 prosent. Ved å nytte formel for langsiktig normalrente får me at normalrenta i år T er venta å bli på 3,3 prosent. Sjølv om ei risikofri rente på 3,3 prosent kan verke rimeleg i år 2032, er det viktig å presisere at det estimere normalrenta i terminalåret er

lågare enn det gjennomsnittlege historiske 3M NIBOR på 3,6 prosent. Dersom den langsiktige renta er for låg i “steady state”, vil ein få kunstig låge avkastningskrav, som igjen vil føre til at det endelege verdiesimatet av Ice sin egenkapital er overvurdert. På den andre sida kan ein akseptere eit lågare rentenivå fordi normalrenta er vesentleg høgare enn lange statsobligasjonsrenter. Ein forventar at lange statsobligasjonsrenter gjev gode indikasjonar på korleis rentenivået vil utvikle seg over tid. Alt i alt er det difor nærliggjande å forsvare at ei langsiktig risikofri rente på 3,3 prosent i “steady state” er fornuftig.

Før ein kan kalkulere risikofri rente etter skatt over budsjettperioden, er det naudsynt å predikere både framtidig selskapsskattesats og frådraget for bankens kredittrisikopremie. Skattesatsen i 2019 er på 22 prosent. Sjølv om skattesatsen kan bli sett ytterlegare ned mot europeisk nivå i framtida, vil ein ikkje gjere det her på bakgrunn av mangel på konkret informasjon. Difor er det mest nærliggjande å seie at dagens skattesats vil gjelde også i framtida. Ved utrekning av kredittrisikopremien til banken er det føresett at ei gjennomsnittleg bankrating på AA vil gjere seg gjeldande over prognoseperioden. Tabell 10-1 viser endeleg utrekning av risikofri rente etter skatt for perioden 2020-2035:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Niborrente 3 måneders	0,010	0,011	0,015	0,018	0,020	0,021	0,023	0,025
Kort krp bank før skatt	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,005	0,006	0,009	0,013	0,015	0,016	0,018	0,020
Skattesats	0,001	0,001	0,002	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,007	0,010	0,011	0,013	0,014	0,015

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,031	0,032	0,033	0,033	0,033	0,033	0,033
0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
0,021	0,023	0,024	0,025	0,025	0,026	0,027	0,028	0,028	0,028	0,028	0,028
0,005	0,005	0,005	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
0,017	0,018	0,018	0,019	0,020	0,020	0,021	0,022	0,022	0,022	0,022	0,022

Tabell 10-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2035

10.1.2 Marknadsrisikopremien

Det beste estimatet på framtidig marknadsrisikopremie er den historiske marknadsrisikopremien (Kaldestad & Møller, 2016). Damodaran (Damodaran, Investment valuation, 2012) støtter dette ved å peike på at den vanlegaste metoden for å estimere marknadsrisikopremien er å studere den historiske premien. Bakgrunnen for dette er at ein manglar gode indikatorar for å predikere framtidig premie.

Kapittel 7.2.2 drøftar og konkluderer med det beste estimatet på marknadsrisikopremien over analyseperioden var 5,1 prosent. Estimatet uttrykkjer den gjennomsnittlege marknadsrisikopremien over analyseperioden, og er såleis vårt beste estimat for framtida.

10.1.3 Årleg eigenkapitalbeta

I delkapittel 7.2.5 vert årleg eigenkapitalbeta rekna ut residualt for kvart år. For å predikere årleg eigenkapitalbeta i framtida, tek oppgåva utgangspunkt i dei same føresetnadane som blei estimert i delkapittel 7.2.5. Framtidig årleg eigenkapitalbeta baserer seg på Miller og Modigliani teorem 1, der betaen til netto driftskapital konstant over budsjettperioden og i “steady state”. Framtidig netto driftsbeta er dermed 0,073, den same som i kapittel 7. Etter at netto driftsbeta er satt for budsjettperioden, nyttar ein den som grunnlag i utarbeiding av framtidig årleg eigenkapitalbeta. Med utgangspunkt i talmateriale frå framtidsbalanse, samt utrekningar frå kapittel 10, viser tabell 10-2 Ice sin årleg estimerte eigenkapitalbetaverdi frå 2020 til 2035.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eigenkapitalbeta	0,392	0,273	0,245	0,220	0,198	0,178	0,161
Eigenkapitalvekt	0,405	0,580	0,604	0,628	0,651	0,675	0,699
Netto finansiell gjeldsbeta	- 0,144	- 0,203	- 0,189	- 0,175	- 0,161	- 0,147	- 0,133
Netto finansiell gjeldsvekt	0,595	0,420	0,396	0,372	0,349	0,325	0,301
Netto driftsbeta	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
	0,141	0,135	0,129	0,125	0,121	0,118	0,118	0,118	0,118
	0,723	0,712	0,701	0,690	0,679	0,668	0,657	0,657	0,657
-	0,104	0,080	0,060	0,043	0,029	0,018	0,014	0,014	0,014
	0,277	0,288	0,299	0,310	0,321	0,332	0,343	0,343	0,343
	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073

Tabell 10-2: Årleg eigenkapitalbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

10.1.4 Framtidig likviditetspremie

Likviditetspremien blei fastsett i delkapittel 7.2.4 for både majoriteten og minoriteten. Ved fastsetjing av likviditetspremien for framtida er det framleis forventa at forholda som låg til grunn i delkapittel 7.2.4 også gjer seg gjeldande i budsjetteringsperioden. Den årlege likviditetspremien for framtida blir dermed satt til 2,0 prosent for majoriteten og 3,0 prosent for

minoriteten.

10.1.5 Framtidig krav til egenkapital og minoritet

Eigenkapital- og minoritetskravet blir utarbeida på same måte og under same føresetnadar som i kapittel 7.2.6. Krava er presentert i tabell 10-3:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,011	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018
Eigenkapitalbeta	0,392	0,273	0,245	0,220	0,198	0,179	0,162
Marknadsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
Likviditetspremie majoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Eigenkapitalkrav	0,050	0,045	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046
Likviditetspremie minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,080	0,075	0,075	0,075	0,075	0,076	0,076

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
	0,018	0,019	0,020	0,020	0,021	0,022	0,022	0,022	0,022
	0,141	0,135	0,130	0,125	0,121	0,118	0,118	0,118	0,118
	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
Eigenkapitalkrav	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048
	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,076	0,076	0,076	0,077	0,077	0,078	0,078	0,078	0,078

Tabell 10-3: Eigenkapital- og minoritetskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

Tabell 10-3 viser utviklinga i Ice sine framtidskrav knytt til egenkapital og minoritet for budsjettperioden. Eigenkapitalkravet minkar frå 5,0 prosent til 4,8 prosent i 2033 og i «steady state». Marknadsrisikopremien og likviditetspremien er konstant over budsjettperioden, medan eigenkapitalbetaen vert redusert. Årsaka til at eigenkapitalkravet minkar noko over budsjettperioden skuldast at eigenkapitalbetaen blir mindre gjennom perioden, og auken i risikofri rente etter skatt ikkje er stor nok.

10.2 Finansielle krav

Dei finansielle krava tek utgangspunkt i framtidsrekneskapan frå kapittel 9 og blir utarbeida på same måte som i kapittel 7. Etersom dei finansielle krava ofte tek utgangspunkt i verksemda sitt sannsyn for misleghald, er det naudsynt å utarbeide ein ny syntetisk rating for selskapet før

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,918	0,824	0,730	0,637	0,543	0,450	0,450	0,450	0,450
B	B	B	CCC	CCC	CC	CC	CC	CC
15,736	17,946	20,157	22,368	24,579	26,790	26,790	26,790	26,790
AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
0,404	0,407	0,410	0,414	0,417	0,421	0,425	0,425	0,425
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
0,093	0,105	0,117	0,130	0,144	0,158	0,169	0,169	0,169
BBB	BBB	A	A	A	A	A	A	A
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

for rentedekningsgrad henge etter med eit år. Ved berekning av eigenkapitalprosent dividerer ein eigenkapital med sysselsett kapital og multipliserer med 0,757, som er gjennomsnittleg sysselsett kapital over analyseperioden dividert med gjennomsnittleg totalkapital over analyseperioden. Vidare blir netto driftsrentabilitet bli rekna på same måte som i delkapittel 6.2.2. Tabell 10-4 presenterer den framtidige syntetiske ratinga:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Likviditetsgrad 1	1,573	1,479	1,386	1,292	1,198	1,105	1,011
Likviditetsgrad 1 rating	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	0,259	2,470	4,681	6,892	9,103	11,314	13,525
Rentedekningsgrad rating	CCC	BBB	AA	AA	AA	AAA	AAA
Eigenkapitalprosent	0,283	0,301	0,319	0,338	0,358	0,379	0,401
Eigenkapitalprosent rating	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB
Netto driftsrentabilitet	- 0,108	- 0,043	- 0,030	- 0,012	0,013	0,044	0,081
Netto driftsrentabilitet rating	D	C	CC	CC	CCC	B	BBB
Samla rating	CCC	BB	BB	BB	BB	BBB	BBB
Overstyrt rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,918	0,824	0,730	0,637	0,543	0,450	0,450	0,450	0,450
B	B	B	CCC	CCC	CC	CC	CC	CC
15,736	17,946	20,157	22,368	24,579	26,790	26,790	26,790	26,790
AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
0,404	0,407	0,410	0,414	0,417	0,421	0,425	0,425	0,425
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
0,093	0,105	0,117	0,130	0,144	0,158	0,169	0,169	0,169
BBB	BBB	A	A	A	A	A	A	A
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-4: Syntetisk rating for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

Samla syntetisk rating for Ice går frå CCC i 2020 til A i 2033 og «steady state». Dette er primært fordi netto driftsrentabilitet blir betre gjennom perioden og går frå D til AAA., medan

likviditetsgrad 1 går i motsett retning frå BBB til CC over budsjettperioden. Alt i alt styrkar Ice seg mot bransjen over tid. Ein syntetisk ratingkarakter på A tilseier låg kredittrisiko og i samsvar til rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, Førelesing 9, 2019) vil kreditorane følgeleg forvente ein lang kredittrisikopremie på 1,0 prosent.

Ut frå Ice sin situasjon meiner me at ratinga ikkje speglar risikoen i verksemda og at den såleis er litt for høg. Av denne grunn har me valt å overstyre den syntetiske ratinga til BBB slik at den samsvarar bransjen, samt at den held seg konstant over heile perioden. Bakgrunnen for overstyringa kjem av at verdiane som inngår i ratinga ikkje reflekterer godt nok at verksemda er i ein oppstartsfase. Sidan ratinga berre tek utgangspunkt i fire nøkkeltal, og til dømes ikkje tek omsyn til kvalitative forhold, vil den vera noko missvisande. Overstyringa kan dermed reknast som ein kritisk føresetnad ut frå situasjonen verksemda finn seg i. Med føresetnad om at verksemda etablerer seg som ein tredje aktør i marknaden, vil dei etter kvart kunne drive relativt likt som konkurrentane, som talar for ei rating lik bransjen. Ein syntetisk ratingkarakter på BBB svarar til eit konkurssannsyn på 0,3 prosent. Ratinga tek utgangspunkt i at verksemda overlever. Det vil derimot bli gjort ei eiga vurdering i delkapittel 11.5.2 om konkurssannsynet til Ice og situasjonen til verksemda elles.

10.2.2 Framtidig finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav blir fastsett på same måte som i delkapittel 7.3.3.1. Ein nyttar den framtidige syntetiske ratinga til å fastsetta kredittrisikopremien. Tabell 10-5 viser framtidig finansielt gjeldskrav:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,011	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018
Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,031	0,032

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
	0,018	0,019	0,020	0,020	0,021	0,022	0,022	0,022	0,022
	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
	0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-5: Finansielt gjeldskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

Finansielt gjeldskrav går frå 2,4 prosent til 3,6 prosent. Auken i risikofri rente etter skatt saman med ein stabil syntetisk rating, fører til ei auke i finansielt gjeldskrav.

Sjølv om ein ikkje treng å berekne finansiell gjeldsbeta og finansiell egedelsbeta for å utarbeide finansielt gjelds- og egedelskrav, vil det vera naudsynt å estimere netto driftsbeta. Dette vil påverke eigenkapitalbeta og ein ønskjer difor å presentere dei to betaene med tilhøyrande krav. Marknadsrisikodelen for finansiell gjeld er halden uendra frå berekningane i 7.2.2. Den finansielle gjeldsbetaen over prognoseperioden er presentert nedanfor i tabell 10-6:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Kredittrisikopremie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Marknadsrisikodel fg	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Marknadsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
Finansiell gjeldsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001

Tabell 10-6: Finansiell gjeldsbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

10.2.3 Framtidig finansielt egedelskrav

Utrekning av historiske finansielle krav er framstilt i delkapittel 7.3.3. Desse dannar også grunnlaget for utrekningane av framtidskrava. Derimot spesifiserer ikkje framtidsrekneskapen kontantar, fordringar og investeringar. Difor vert det antekne at vektene vil bevege seg mot bransjesnittet i «steady state» med ei lineær utvikling. Framtidig finansielt egedelskrav er vist i tabell 10-7:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fordringskrav	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,027	0,028
Fordringsvekt	0,175	0,222	0,270	0,317	0,364	0,412	0,459
Investeringskrav	0,061	0,063	0,064	0,065	0,067	0,068	0,069
Investeringsvekt	0,168	0,157	0,146	0,135	0,124	0,113	0,102
Kontantkrav	0,010	0,011	0,013	0,014	0,015	0,017	0,018
Kontantvekt	0,657	0,621	0,584	0,548	0,512	0,475	0,439
Finansielt egedelskrav	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,028

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
	0,028	0,029	0,030	0,030	0,031	0,032	0,032	0,032	0,032
	0,506	0,554	0,601	0,648	0,696	0,743	0,743	0,743	0,743
	0,070	0,071	0,071	0,072	0,073	0,073	0,073	0,073	0,073
	0,091	0,081	0,070	0,059	0,048	0,037	0,037	0,037	0,037
	0,018	0,019	0,020	0,020	0,021	0,022	0,022	0,022	0,022
	0,402	0,366	0,329	0,293	0,257	0,220	0,220	0,220	0,220
	0,028	0,029	0,029	0,030	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031

Tabell 10-7: Finansielt egedelskrav for Ice Group ASA 2020-2035

Finansielt egedelskrav aukar frå 2,0 prosent til 3,1 prosent. Årsaka er at risikofri rente etter skatt aukar, samstundes som vektene beveger seg mot bransjesnittet.

Utrekning av finansiell egedelsbeta tek utgangspunkt i same framgangsmåte som i delkapittel 7.3.3.2. Med andre ord må ein først berekne fordringsbetaen gjennom ei slik framstilling (Knivsflå, Førelesing 10, 2019):

$$\text{Fordringsbeta} = \frac{(krp * mrd)}{mrp}$$

På same måte som historisk avkastning, vil både fordringsbeta, investeringsbeta og kontantbeta haldast konstant over prognoseperioden, der investerings- og fordringsbeta forholdsvis blir satt til 1 og 0. Føresetnaden for ratinga til fordringsbetaen er framleis den same som i delkapittel 7.3.3.2 og er sett til BBB. Tabell 10-8 viser utviklinga i finansiell egedelsbeta over prognoseperioden.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fordringsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Fordringsvekt	0,175	0,222	0,270	0,317	0,364	0,412	0,459
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	0,168	0,157	0,146	0,135	0,124	0,113	0,102
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-
Kontantvekt	0,657	0,621	0,584	0,548	0,512	0,475	0,439
Finansiell egedelsbeta	0,168	0,157	0,146	0,135	0,124	0,114	0,103

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
0,506	0,554	0,601	0,648	0,696	0,743	0,743	0,743	0,743	0,743
1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
0,091	0,081	0,070	0,059	0,048	0,037	0,037	0,037	0,037	0,037
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,402	0,366	0,329	0,293	0,257	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220
0,092	0,081	0,070	0,059	0,048	0,037	0,037	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-8: Finansiell egedelsbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

10.2.4 Framtidig netto finansielt gjeldskrav

Framtidig netto finansielt gjeldskrav blir utleia på same måte som i delkapittel 7.3.3.3. Ein finn kravet ved å vekte kravet til finansiell gjeld og finansielle egedela med dei budsjetterte vektene. Over prognoseperioden går kravet frå 2,7 prosent til 3,8 prosent. Auken skuldast i all hovudsak ei normalisering, samt ei lågare gjelds- og egedelsvekt. Tabell 10-9 illustrerer framtidig netto finansielt gjeldskrav:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,031	0,032
Finansiell gjeldsvekt	1,871	2,311	2,312	2,313	2,315	2,316	2,319
Finansielt egedelskrav	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,028
Finansiell egedelsvekt	0,871	1,311	1,312	1,313	1,315	1,316	1,319
Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,030	0,032	0,033	0,034	0,036	0,037

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
2,161	2,016	1,881	1,755	1,637	1,527	1,424	1,424	1,424	1,424
0,028	0,029	0,029	0,030	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
1,161	1,016	0,881	0,755	0,637	0,527	0,424	0,424	0,424	0,424
0,037	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-9: Netto finansielt gjeldskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

Netto finansielt gjeldskrav held seg høvesvis stabil over perioden og frå budsjettpunkt 1 til «steady state» er kravet berre auka 0,9 prosent.

Tabell 10-10 viser utviklinga i netto finansiell gjeldsbeta over prognoseperioden. Betaverdien er

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Finansiell gjeldsbeta	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Finansiell gjeldsvekt	1,871	2,311	2,312	2,313	2,315	2,316	2,319
Finansiell eignedelsbeta	0,168	0,157	0,146	0,135	0,124	0,114	0,103
Finansiell eignedelsvekt	0,871	1,311	1,312	1,313	1,315	1,316	1,319
Netto finansiell gjeldsbeta	- 0,144	- 0,203	- 0,189	- 0,175	- 0,161	- 0,147	- 0,133

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
2,161	2,016	1,881	1,755	1,637	1,527	1,424	1,424	1,424	1,424
0,092	0,081	0,070	0,059	0,048	0,037	0,037	0,037	0,037	0,037
1,161	1,016	0,881	0,755	0,637	0,527	0,424	0,424	0,424	0,424
- 0,104	- 0,080	- 0,060	- 0,043	- 0,029	- 0,018	- 0,014	- 0,014	- 0,014	- 0,014

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
2,161	2,016	1,881	1,755	1,637	1,527	1,424	1,424	1,424	1,424
0,092	0,081	0,070	0,059	0,048	0,037	0,037	0,037	0,037	0,037
1,161	1,016	0,881	0,755	0,637	0,527	0,424	0,424	0,424	0,424
- 0,104	- 0,080	- 0,060	- 0,043	- 0,029	- 0,018	- 0,014	- 0,014	- 0,014	- 0,014

Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldsbeta for Ice Group ASA 2020-2035

10.3 Selskapskrav / Framtidig krav til netto driftskapital

Ved å ta utgangspunkt i vektene knytt til verksemda sine ulike finansieringskjelder, kan ein berekne den vekta selskapskravet, betre kjent som WACC. Utgreinga har definert selskapskapitalen som både netto driftskapital og sysselsett kapital. Kravet til netto driftskapital er høvesvis presentert i tabell 10-11:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eigenkapitalkrav	0,050	0,045	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046
Eigenkapitalvekt	0,405	0,580	0,604	0,628	0,651	0,675	0,699
Minoritetskrav	0,080	0,075	0,075	0,075	0,075	0,076	0,076
Minoritetsvekt	-	-	-	-	-	-	-
Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,030	0,032	0,033	0,034	0,036	0,037
Netto finansiell gjeldsvekt	0,595	0,420	0,396	0,372	0,349	0,325	0,301
Netto driftskrav	0,037	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,043

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
0,723	0,712	0,701	0,690	0,679	0,668	0,657	0,657	0,657	0,657
0,076	0,076	0,076	0,077	0,077	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0,037	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
0,277	0,288	0,299	0,310	0,321	0,332	0,343	0,343	0,343	0,343
0,043	0,044	0,044	0,044	0,044	0,045	0,044	0,044	0,044	0,044

Tabell 10-11: Netto driftskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

Krav til avkastning på netto driftskapital blir berekna ved å multiplisere kravet til eigenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld med tilhøyrande balanseverdier (Knivsfå, Føreling 16, 2019). Tabell 10-11 viser at Ice sin netto driftskrav aukar frå 3,7 prosent til 4,2 prosent i «steady state».

Tabell 10-12 viser ei oppsummering av alle krav som er berekna i dette kapitlet:

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eigenkapitalkrav	0,050	0,045	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046
Minoritetskrav	0,080	0,075	0,075	0,075	0,075	0,076	0,076
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,025	0,027	0,028	0,029	0,031	0,032
Finansielt eidedelskrav	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,028
Netto finansielt gjeldskrav	0,027	0,030	0,032	0,033	0,034	0,036	0,037
Netto driftskrav	0,037	0,039	0,040	0,041	0,042	0,043	0,043

	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
0,076	0,076	0,076	0,077	0,077	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078
0,032	0,033	0,034	0,034	0,035	0,036	0,036	0,036	0,036	0,036
0,028	0,029	0,029	0,030	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031	0,031
0,037	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038	0,038
0,043	0,044	0,044	0,044	0,044	0,045	0,044	0,044	0,044	0,044

Tabell 10-12: Oppsummering av framtidskrava for Ice Group ASA i perioden 2020-2035

10.4 Oppsummering – strategisk fordel / Analyse av budsjett – superrentabilitet

På grunnlag av framtidsrekneskapen og framtidskrava kan det lagast ein prognose for den framtidige, strategiske fordel. Denne prognosen tek utgangspunkt i at verksemda er i ein oppstartsfase og vil ha ei positiv utvikling. Det er med dette implisitt lagt til grunn ein føresetnad om framleis drift, og eit konkurssannsyn som svarar til bransjen elles. Prognosane for strategisk fordel vil gje innsikt i kva som er kjeldene til ein eventuell fordel. Estimata er laga med føresetnad om at verksemda klarar å etablere seg i marknaden, og dermed vil ha ein ordinær konkurrisiko. I mange bransjar ventar ein at verksemdene ikkje har varig strategisk fordel. Årsaka kjem av at konkurransen i bransjen fører til at verksemdene ikkje er i stand til å oppnå ein eigenkapitalrentabilitet som er høgare enn eigenkapitalkravet. Derimot kan ein ha varig strategisk fordel dersom ein til dømes greier å effektivt utelukka nyetableringar. I følgje prognosen er det ikkje før på mellomlang- og lang sikt at Ice vil oppnå ein varig strategisk fordel. Bakgrunnen for dette er hovudsakleg ein stor bransjefordel og ein ressursfordel som går mot null. Etter føresetnaden om framleis drift, vil ein dermed sjå føre seg at Ice etter kvart vil greie å etablere seg i bransjen og såleis få ein strategisk fordel på grunn av den fordelaktige bransjen.

I likskap med kapittel 8, dekomponerer ein Ice sin framtidige strategiske fordel i ein rein strategisk driftsfordel, ein gearingfordel og ein finansieringsfordel. I tabell 10-13 blir Ice sin strategiske fordel over budsjettthorisonten presentert.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ndr	- 0,097	- 0,040	- 0,029	- 0,011	0,013	0,042	0,078	0,095
+ (ndr-nfgr)*nfgg	- 0,183	- 0,051	- 0,039	- 0,026	- 0,012	0,003	0,017	0,022
=ekr	- 0,280	- 0,091	- 0,068	- 0,037	0,001	0,045	0,095	0,117
- ekk	0,050	0,045	0,045	0,045	0,045	0,046	0,046	0,046
=ekr-ekk	- 0,330	- 0,136	- 0,113	- 0,082	- 0,045	- 0,001	0,049	0,071
SFD	- 0,134	- 0,079	- 0,068	- 0,052	- 0,029	- 0,001	0,034	0,051
+ GFD	- 0,197	- 0,057	- 0,045	- 0,031	- 0,016	- 0,000	0,015	0,020
=DF	- 0,330	- 0,136	- 0,113	- 0,082	- 0,045	- 0,001	0,049	0,071
+FFNFG	-	-	-	-	-	-	-	-
=SFD	- 0,330	- 0,136	- 0,113	- 0,082	- 0,045	- 0,001	0,049	0,071

	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
	0,107	0,119	0,132	0,146	0,160	0,174	0,174	0,174	0,174
	0,028	0,035	0,042	0,051	0,060	0,071	0,075	0,075	0,075
	0,135	0,154	0,175	0,197	0,220	0,245	0,248	0,248	0,248
	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
	0,089	0,108	0,128	0,149	0,172	0,197	0,200	0,200	0,200
	0,063	0,075	0,088	0,101	0,115	0,129	0,129	0,129	0,129
	0,026	0,032	0,040	0,048	0,057	0,068	0,071	0,071	0,071
	0,089	0,108	0,128	0,149	0,172	0,197	0,200	0,200	0,200
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,089	0,108	0,128	0,149	0,172	0,197	0,200	0,200	0,200

Tabell 10-13: Ice Group ASA sin strategiske fordel i perioden 2020-2036

Ut frå tabell 10-13 kan ein sjå at Ice sin strategiske fordel gradvis blir redusert gjennom budsjettperioden. Sjølv om fordelten blir redusert er den framleis rekna som å vera stor. Av den strategiske fordelten på 20,0 prosent utgjer den reine strategiske driftsfordelen 12,9 prosent i “steady state”, medan gearingfordelen utgjer om lag 7,1 prosent og finansieringsfordelen er null.

Finansieringsfordel

I framtidsrekneskapet budsjetterte ein finansiell gjeldsrente og finansiell egedelsrentabilitet likt finansielt gjeldskrav. Sidan netto finansielt gjeldskrav byggjer på ein vekta differanse mellom finansielt gjelds- og egedelskrav, vil også netto finansiell gjeldsrente vera likt netto finansielt gjeldskrav over prognoseperioden. Når renta er satt lik kravet vil finansieringsfordelen vera lik null over heile budsjettperioden. Finansieringa vil dermed ikkje ha noko påverknad på den samla strategiske fordelten til Ice over budsjettperioden. Samstundes vil det vera vanskeleg å oppretthalde ein finansieringsfordel over tid, då finansmarknaden består av mange aktørar som er effektivt organisert. Å budsjettere med ein finansieringsfordel vil difor verke urealistisk, då

fordelen vil bli nøytralisert av den sterke konkurransesituasjonen blant finansaktørane (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017).

Gearingfordel

Ei verksemd kan oppnå gearingfordel ved å finansiere drifta med framandkapital. På mellomlang- og lang sikt vil Ice generere positiv rein driftsfordel og dermed vil den reine driftsfordelen auke med skalertinga som lånefinansieringa gjev (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Gearingfordelen til Ice vil auke frå 2020 til 2036 på grunn av ein auke i rein driftsfordel.

I samsvar med diskusjonen i delkapittel 7.2.5 vil ikkje kapitalstruktur påverke verdien av verksemda. Såleis vil ikkje ein gearingfordel kunne gje verdi til eigarane av verksemda.

Rein driftsfordel

Differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav gjev rein driftsfordel. Som nemnt i delkapittel 4.4.1 og 8.3 dekomponerer ein rein driftsfordel vidare ned i intern ressursfordel og ekstern bransjefordel. I den strategiske analysen i delkapittel 4.4.1 utdjupa ein at bransjefordelen var stor på lang sikt grunna store inngangsbarrierar i bransjen, samstundes som bransjen er svært lønnsam. I tillegg er bransjen styrt av konsesjonar og det vil vera naudsynt for verksemdene å ha tilgang på kapital.

Framover har ein derimot i delkapittel 4.4.1 satt at ressursfordel på lang sikt vil gå mot null. Bakgrunnen for dette er at det vil vera vanskeleg å halde på ein varig ressursfordel. Til dømes vil teknologi vera lett å etterlikne og såleis ikkje kunne skape noko varig intern ressursfordel for Ice.

Den reine driftsfordelen på 12,9 prosent i “steady state” består i all hovudsak av ein ekstern bransjefordel. Bransjefordelen skuldast at telekommunikasjonsbransjen vil oppnå ein rentabilitet som er høgare enn driftskravet.

Strategisk fordel

Ice Group ASA sin strategiske fordel over budsjettperioden utgjer 20,0 prosent i “steady state”. Ut frå tabell 10.13 består den varige strategiske fordel 12,9 prosent av verksemda sin reine driftsfordel og 7,1 prosent av gearingfordel. Den reine driftsfordelen skuldast i all hovudsak

bransjefordelen. Bransjefordelen kjem blant anna av at bransjen må kunne reknast som lønnsam. Ut frå prognosen kan ein forvente at bransjen vil halde fram med å vera lønnsam og interessa for tenestene som aktørane tilbyr vil ein også kunne forvente å framleis vera høg, då framtidig teknologi og løysningar avhenger av tenestene som bransjen tilbyr. Effekten av driftsfordelen vil vidare styrke fordelene som den finansielle gearinga gjev. Til slutt vil desse fordelane lede til ein varig strategisk fordel for Ice.

11. Funtamental verdsetjing

I kapittel 3 blei det bestemt at det skulle nyttast fundamental verdsetjingsmetode ved fastsetjing av verdi på eigenkapitalen til Ice Group ASA. I dei tidlegare kapitela har det vorte gjennomført analysar av dei underliggjande økonomiske forholda, både ved bruk av kvalitativ metode og ved bruk av kvantitativ metode. På grunnlag av desse strategiske analysane blei det, i kapittel 9 og 10, utarbeida framtidsrekneskap og framtidskrav for heile budsjettperioden. I dette kapitlet vil det samla materialet bli nytta for å setja ein verdi på eigenkapitalen til Ice Group ASA, samt aksjeverdi per 31.12.2019.

Fundamental verdsetjing kan gjerast på to ulike måtar, enten ved bruk av eigenkapitalmetoden, eller ved bruk av selskapskapitalmetoden (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Dersom ein nyttar eigenkapitalmetoden, estimerer ein verdien av eigenkapitalen til Ice ved å neddiskontere dei framtidige kontantstraumane til eigenkapitalen ved bruk av dei estimerte tilhøyrande framtidskrava (Damodaran, Investment valuation, 2012). Ved bruk av selskapskapitalmetoden blir verdien av eigenkapitalen derimot funnen indirekte ved å først rekne ut verdien på verksemda sin verdi, for så å gjere fråtrekk for verdien av verksemda si gjeld (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Sjølv om dei to metodane i praksis bli utført på ulike måtar, vil verdiestimatet bli det same dersom dei tek utgangspunkt i dei same føresetnadane. Med dette meinast det at alle avkastingskrav blir estimert ved bruk av verkelege verdivekter, og ikkje budsjetterte verdivekter (Knivsflå, Førelsing 18, 2019). Framtidskrava i kapittel 10 er rekna ut ved bruk av budsjetterte vektorer, som betyr at dei to verdsetjingsmetodane vil gje ulike verdiestimat på eigenkapitalen til Ice. For at metodane skal gje samsvarande estimat er det difor naudsynt å gå igjennom ei konvergering for å gjere dei budsjetterte vektene om til verkelege vektorer. Sjølv om vektene blir omgjort til verkelege verdiar, vil det vera uvisse knytt til estimatet. For å vurdere uvisse knytt til kritiske budsjett drivarar og andre risikofaktorar, vil det i slutten av kapittel 11 bli gjennomført ein grundig analyse som omfattar både ein sensitivitetsanalysen og ein simuleringsanalyse.

11.1 Eigenkapitalmodellen

Verdsetjing via eigenkapitalmetoden betyr at det bli gjort ei direkte verdsetjing av verksemda sin eigenkapital (Damodaran, Investment valuation, 2012). Metoden inkluderer fire ulike

modellar; utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt-, og superprofittvekstmodellen. Alle disse modellene vil gi det samme verdiesestimert dersom bruken er konsistent, også i tilfelle der vektene er budsjetterte (Knivsflå, Førelsing 17, 2019).

11.1.1 Utbyttemodellen

Utbyttemodellen reknast gjerne som grunnmodellen for fundamental verdsettning. Denne modellen finn eigenkapitalverdien ved å ta utgangspunkt i noverdien av venta framtidige utbytte diskontert med eigenkapitalkravet (Knivsflå, Førelsing 17, 2019). Det bakerste leddet i formelen reknar verdien av eigenkapitalen til Ice når verksemda er i “steady state”, altså når det er venta at veksten i utbytte er konstant.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ek - ekv)}$$

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Fri kontantstrømmodellen finn eigenkapitalverdien ved å finne noverdien av venta framtidig fri kontantstrøm til eigenkapitalen, diskontert med kravet til eigenkapitalen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Også her er det lagt til eit ledd som viser verdien av den konstante veksten i Ice sin frie kontantstrøm til eigenkapital når verksemda har nådd “steady state”.

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

I delkapittel 9.5.3 blei det konstatert at fri kontantstrøm til eigenkapital reflekterer netto betalt utbytte for heile budsjettperioden. Dette betyr at utbyttemodellen og fri kontantstrømmodellen vil gi eksakt same estimat.

11.1.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen vil verdien til eigenkapitalen bli estimert ved å summere dagens verdi av eigenkapitalen og noverdien av venta framtidig superprofitt til eigenkapitalen (Penman, 2013). Årleg superprofitt blir estimert ved finne differansen mellom nettoresultatet

til egenkapitalen og kravet. Resultatkravet er eit produkt av det prosentvise kravet til egenkapitalen og den balanseførte inngåande egenkapitalen (Knivsflå, Førelsing 17, 2019). Superprofitten viser med dette kor stor del av Ice sitt nettoresultat som overgår kravet. Det siste leddet i formelen er tilsvarande horisontledd som i dei andre modellane, og tek her omsyn til superprofitten til Ice når verksemda er i “steady state”.

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

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen kallast også unormal resultatvekst-modellen. Her blir egenkapitalverdien estimert ved å summere den kapitaliserte verdien av neste år sitt nettoresultat til egenkapitalen og noverdi av framtidig vekst (Penman, 2013). I denne formelen reknar ein noverdien av framtidig vekst som superprofittvekst. Dette betyr at veksten berre har ein verdi dersom den er positiv, og dermed gjev auka superprofitt. Også her blir det inkludert eit ledd for konstant vekst-perioden.

$$VEK_0 = \frac{NRE_t}{ekkt} + \frac{1}{ekkt_1} * \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

11.2 Selskapskapitalmetoden

Dersom ein nyttar selskapsmetoden blir verdien av egenkapitalen funnen indirekte. Verdsetjinga vil då bli gjort ved å først estimere verdien av verksemda, og deretter finne differansen mellom denne verdien og verdien av gjelda til verksemda (Damodaran, Investment valuation, 2012). Verdivurdering av egenkapitalen gjennom selskapsmetoden kan gjerast på to ulike måtar, gjennom netto driftskapitalmetoden eller gjennom sysselsett kapitalmetoden. I førstnemnde metode blir verksemda si gjeld utrykt som netto finansiell gjeld, medan den i sysselsett kapitalmetoden blir utrykt som finansiell gjeld. I begge metodane skal ein i utgangspunktet også ta omsyn til minoritetsinteresser, men det blir ikkje aktuelt i dette tilfelle. I denne oppgåva vil det bli lagt vekt på netto driftskapitalmetoden. Tre av dei fire modellane som blei presentert under egenkapitalmetoden kunne vorte brukt som utgangspunkt for utrekning gjennom selskapsmetoden. Utbytemodellen kan likevel ikkje nyttast då den berre

baserer seg på kontantstraumar som knyter seg direkte til eigenkapitalen.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden utrykkjer verdien av eigenkapitalen til Ice som differansen mellom netto driftskapital og netto finansiell gjeld (Damodaran, Investment valuation, 2012). Ved estimering av verdien til netto driftskapital vil det bli nytta krav til netto driftskapital som diskonteringsfaktor for å sikre konsistens med kontantstraumane.

$$VEK_0 = \text{Verdi netto driftskapital}_0 - \text{Verdi netto finansiell gjeld}_0$$

Ved utarbeiding av framtidsrekneskapen blei det teke føresetnad om at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet til netto finansiell gjeld. Såleis vil den verkelege verdien til netto finansiell gjeld vera lik den balanseførte verdien. Det vil difor ikkje vera nødvendig med fleire utrekningar knytt til Ice si framtidige netto finansielle gjeld. I dette tilfelle er det heller ikkje aktuelt med minoritet.

$$VEK_0 = \text{Verdi sysselsett kapital}_0 - \text{Verdi finansiell gjeld}_0$$

11.3 Første verdiestimat

I delkapittel 11.1 og 11.2 blei det gitt ein presentasjon av dei ulike vurderingsmetodane og tilhøyrande modellar. I det vidare vil desse bli nytta for å finne det første verdiestimatet til Ice sin eigenkapital per 31.12.2019 basert på budsjetterte vekter. Eigenkapitalverdien vil deretter bli fordelt på verksemda sine uteståande aksjar for å finne verdien av den enkelte aksjen. I Ice Group ASA er det totalt 201 694 061 aksjar i konsernet (Oslo Børs, 2019). Det er ikkje nok informasjon om kor mange aksjar Ice eig sjølve på noverande tidspunkt. Det blir difor teke utgangspunkt i det talet som var gjeldande per 31.12.2018, som var 205 363 aksjar (Brønnoysundregisteret, 2019). Grunnlaget for vidare utrekningar er med dette at Ice har 201 488 698 uteståande aksjar.

Tabellane 11-1 til 11-3 viser verdiestimat på Ice sin eigekapital ved bruk av dei ulike modellane som blei presentert under eigenkapitalmetoden. I tabellane 11-4 til 11-6 kan ein sjå verdien av eigenkapitalen ved bruk av selskapskapitalmetoden og dei tilhøyrande modellane. Dei to metodane vil, som tidlegare nemnt, gje ulike estimat som følgje av at det blir nytta budsjetterte

vekter. Dei ulike kontantstrømmmodellane vil likevel gje samsvarande estimat innanfor kvar av dei to metodane, noko som stadfestar konsistens mellom framtidsrekneskapen og framtidskrava. Noverdiane i tabellane under er kalkulert med utgangspunkt i formlane frå delkapitela 11.1 og 11.2.

NBU- og FKE-metoden	2019	2020	2021	2022	2023	2024				
FKE/NBU	-	744 685	-	90 192	-	69 620	-	28 683	27 782	
/ Diskonteringsfaktor		1,050	1,098	1,147	1,199	1,254				
= Noverdi frå 1 til T+1	594 524	-	709 093	-	82 155	-	60 672	-	23 915	22 157
+ Noverdi horisontverdi T+2	9 515 929									
= Veriden av egenkapital	10 110 453									
/ Tal på uteståande aksjar	201 489									
= Verdiestimat per aksje	50,18									

2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
96 404	161 275	164 034	195 692	228 950	263 650	299 612	336 630	341 764	326 054	335 836
1,311	1,372	1,434	1,501	1,570	1,644	1,722	1,804	1,890	1,980	2,075
73 522	117 572	114 354	130 417	145 810	160 394	174 038	186 620	180 820	164 634	161 834

Tabell 11-1: Første verdiestimat ved bruk av fri kontantstrøm- og utbytemodellen – Eigenkapitalmetoden

Superprofittmodellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025						
Balanseført egenkapital	1 310 559												
+ Superprofitt til egenkapitalen	-	432 843	-	229 925	-	183 902	-	130 500	-	69 414	-	1 180	
/ Diskonteringsfaktor		1,050	1,098	1,147	1,199	1,254	1,311						
= Noverdi frå 1 til T+1	60 576	-	412 156	-	209 434	-	160 265	-	108 803	-	55 359	-	900
+ Noverdi horisontverdi T+2	8 739 318												
= Verdien av egenkapital	10 110 453												
/ Tal på uteståande aksjar	201 489												
= Verdiestimat per aksje	50,18												

2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
72 994	104 690	131 788	160 507	190 725	222 294	255 047	290 102	299 444	308 427	317 680
1,372	1,434	1,500	1,570	1,644	1,722	1,804	1,890	1,980	2,075	2,174
53 214	72 984	87 830	102 222	116 031	129 128	141 394	153 489	151 201	148 630	146 102

Tabell 11-2: Første verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen – Eigenkapitalmetoden

Superprofittvekstmodellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoreultat til egenkapital i 1	-	367 063					
Kapitalisert nettoreultat til egenkapitalen	- 7 313 095						
Superprofittvekst til egenkapital			201 857	45 149	52 785	60 769	68 228
/ Diskonteringsfaktor			1,050	1,098	1,147	1,199	1,254
= Noverdi frå 2 til T+2	591 973		192 210	41 125	46 001	50 666	54 414
+ Kapitalisert verdi	11 794 048						
= Noverdi horisontverdi T+3	282 559						
+ Kapitalisert verdi	5 629 499						
= Verdien av egenkapital	10 110 453						
/ Tal på utestående aksjar	201 489						
= Verdiestimat per aksje	50,18						

2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
74 457	32 144	27 619	29 295	30 826	32 182	33 334	35 712	10 020	9 682	9 972
1,311	1,372	1,434	1,501	1,570	1,644	1,722	1,804	1,890	1,980	2,075
56 784	23 433	19 254	19 523	19 632	19 578	19 363	19 798	5 302	4 889	4 805

Tabell 11-3: Første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen – Egenkapitalmetoden

FKD-modellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fri kontantstrøm frå drift		12 236	102 945	90 403	110 761	153 363
/ Diskonteringsfaktor		1,037	1,077	1,120	1,165	1,214
= Noverdi frå 1 til T+1	2 056 438	11 805	95 592	80 730	95 041	126 342
+ Noverdi horisontverdi T+2	12 789 579					
= Verdi av netto driftskapital	14 846 016					
- Verdi av netto finansiell gjeld	1 927 000					
= Verdi av egenkapital	12 919 016					
/ Tal på utestående aksjar	201 489					
= Verdiestimat per aksje	64,12					

2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
211 763	263 347	150 661	183 912	219 001	255 770	294 031	333 575	322 691	332 371	342 342
1,265	1,321	1,378	1,438	1,501	1,567	1,637	1,710	1,785	1,865	1,947
167 336	199 427	109 344	127 900	145 909	163 216	179 668	195 126	180 742	178 258	175 807

Tabell 11-4: Første verdiestimat ved bruk av fri kontantstrømmodellen – Netto driftskapital-metoden

SPD-modellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Balanseført netto driftskapital	3 237 559					
+ Superprofitt frå netto driftskapital		- 432 843	- 229 929	- 183 907	- 130 505	- 69 419
/ Diskonteringsfaktor		1,037	1,077	1,120	1,165	1,214
= Noverdi frå 1 til T+1	95 777	- 417 600	- 213 506	- 164 229	- 111 983	- 57 188
+ Noverdi horisontverdi T+2	11 512 680					
= Verdi av netto driftskapital	14 846 016					
- Verdi av netto finansiell gjeld	1 927 000					
= Verdi av egenkapital	12 919 016					
/ Tal på utestående aksjar	201 489					
= Verdiestimat per aksje	64,12					

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
-	1 185	72 988	105 067	132 167	160 887	191 105	222 675	255 426	290 474	299 188	308 163
	1,265	1,321	1,378	1,438	1,501	1,567	1,637	1,710	1,785	1,865	1,947
-	937	55 272	76 254	91 915	107 191	121 951	136 066	149 413	162 697	160 460	158 255

Tabell 11-5: Første verdiestimat ved bruk av superprofittmodellen – Netto driftskapital-metoden

SPVD-modellen	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoresultat frå netto driftseigendelar i 1		- 314 666					
Kapitalisert netto driftsresultat	- 8 620 512						
Superprofittvekst til netto driftskapital			203 466	46 612	53 929	61 426	68 240
/ Diskonteringsfaktor			1,037	1,077	1,120	1,165	1,214
= Noverdi frå 2 til T+2	600 370		196 300	43 282	48 159	52 708	56 217
+ Kapitalisert verdi	16 447 616						
Noverdi horisontverdi T+3	256 204						
+ Kapitalisert verdi	7 018 912						
= Verdi av netto driftskapital	14 846 016						
- Verdi av netto finansiell gjeld	1 927 000						
= Verdi av egenkapital	12 919 016						
/ Tal på utestående aksjar	201 489						
= Verdiestimat per aksje	64,12						

	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
	73 685	31 383	26 200	27 593	28 835	29 902	30 767	32 863	6 464	6 658	6 858
	1,266	1,321	1,378	1,438	1,501	1,567	1,637	1,710	1,785	1,865	1,947
	58 226	23 765	19 015	19 189	19 211	19 081	18 800	19 223	3 621	3 571	3 522

Tabell 11-6: Første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen – Netto driftskapital-metoden

11.3.1 Oppsummering av første verdiestimat

I tabell 11-7 blir det første verdiestimatet, ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, presentert. Dei to metodane gjev kvart sitt estimat på eigenkapitalen, som viker ein del frå kvarandre. Samla sett gjev dei ein gjennomsnittleg verdi på eigenkapitalen på kr 11 514 735. Dette gjev ein verdi per aksje på kr 57,15.

	FK-modellen	SP-modellen	SPV-modellen	Gjennomsnitt
EK-metoden	10 110 453	10 110 453	10 110 453	10 110 453
NDK-metoden	12 919 016	12 919 016	12 919 016	12 919 016
Gjennomsnittleg EK-verdi	11 514 735	11 514 735	11 514 735	11 514 735
Gjennomsnittleg verdi per aksje	57,15	57,15	57,15	57,15

Tabell 11-7: Oppsummering av første verdiestimat til Ice Group ASA

11.4 Konvergens mot eit felles verdiestimat

I delkapittel 11.3 blei det laga ulike verdiestimat på eigenkapitalen til Ice på grunnlag av budsjetterte vektorer. Desse utrekningane gjev eit feil estimat, noko ein kan sjå ut frå at eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gjev ulike svar. Dette indikerer såleis at det ikkje konsistens mellom dei budsjetterte vektene og verkelege verdiar. Første verdiestimat på eigenkapitalen avviker i svært stor grad frå den justerte eigenkapitalverdien ved slutten av 2019T. Tilsvarende problemstilling vil ikkje oppstå knytt til gjelda, då det ved budsjettering av finansiell gjeld og netto finansiell gjeld blei teke føresetnad om at renta er lik kravet.

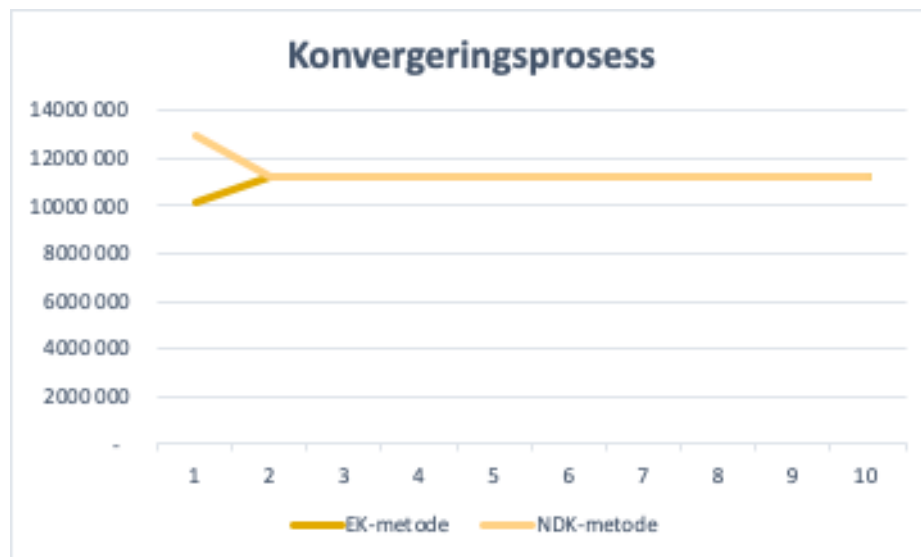
I det neste vil det bli gjennomført ein konvergeringsprosess for at alle kapitalane skal vera representerte med verkeleg verdi, og såleis gje eit meir rettvisande estimat for eigenkapitalen. Konvergeringa inneber sekvensielle justeringar av dei budsjetterte vektene mot verkelege verdiar. Prosessen har totalt tre steg (Knivsflå, Føreling 18, 2019), må gjentakast heilt til eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gjev same estimat for verdien av eigenkapitalen til Ice. Dei tre stega kan forklarast slik:

- Steg 1: Finn eit gjennomsnittleg verdiestimat frå eigenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsett kapitalmetoden, som er laga på grunnlag av budsjetterte vektorer. Bruk estimatet til å budsjettere balansen framover i tid.
- Steg 2: Bruk framtidsbalansen til å lage eit nytt gjennomsnittleg verdiestimat til eigenkapitalen basert på oppdaterte vektorer og krav.
- Steg 3: Repeter steg 1 og 2 heilt til forskjellen mellom verdiestimatet til eigenkapitalen mellom dei ulike metodane er lik 0.

I tabell 11-8 og figur 11-1 blir konvergeringsprosessen presentert. Prosessen er utført for å få eit identisk verdiestimat på eigenkapitalen ved bruk av eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

Steg	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metode	10 109 603	11 243 857	11 257 794	11 256 773	11 256 840	11 256 836	11 256 836	11 256 836	11 256 836	11 256 836
NDK-metode	12 918 131	11 238 125	11 258 038	11 256 756	11 256 842	11 256 836	11 256 836	11 256 836	11 256 836	11 256 836
Avvik%	24,39%	0,051%	-0,0022%	0,00015%	-0,00001%	0,000001%	0,0000000%	0,00000000%	0,00000000%	0,00000000%

Tabell 11-8: Konvergeringsprosess frå steg 1 til steg 10



Figur 11-1: Konvergeringsprosess frå steg 1 til steg 10

Frå tabellen og figuren kan ein sjå at avviket mellom dei to ulike metodane blir kraftig redusert allereie frå steg 1 til steg 2, altså når dei budsjetterte vektene blir bytta ut med verkelege verdivekter. Metodane gjev relativt like svar allereie i steg 2. I steg 3 og 4 blir avviket stadig mindre, og når ein når steg 7 er avviket 0 prosent. Etter konvergeringsprosessen står det att eit verdiestimat på eigenkapitalen på kr 11 256 836, noko som svarar til kr 55,87 per aksje. Det er likevel stor uvisse knytt til dette estimatet, fordi framtidsrekneskapen tek utgangspunkt i ei rekke usikre faktorar og føresetnadar. Nærare vurdering v uvisse blir gjort i delkapittel 11.5.

Tabell 11-8 viser at eigenkapitalverdien blir kraftig redusert frå steg 1 til 2 etter selskapskapitalmetoden, medan den etter eigenkapitalmetoden har ei auke. Korleis konvergeringsprosessen utviklar seg er avhengig av endringa i krava til eigenkapitalen og netto driftskapitalen. Desse krava endra seg som følgje av at vektene blir oppdaterte for kvart steg.

11.5 Analyse av uvisse

Verdiestimatet som kom fram etter konvergeringsprosessen er berre eit punkttestimat for ein forventa verdi, som er estimert på grunnlag av tidelegare analysar og skjønsmessige vurderingar. Estimatet er med dette eit av fleire moglege utfall. Det er mange ulike utfall som

kan inntreffe i framtida, men det er ikkje mogleg å seie kven av dei som vil skje (Kaldestad & Møller, 2016). Det vil difor bli gjennomført ein sensitivitetsanalyse for å sjå nærare på kor sensitivt verdiestimatet er for endringar i dei ulike parameterar.

11.5.1 Simuleringsanalyse med Crystal Ball

Gjennom ein simuleringsanalyse vil risiko knytt til verdiestimatet synleggjerast. Ved simulering vil det då vera nyttig å sjå på korleis verdiestimatet endrar seg ved endring i budsjettdrivarane (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Resultatet av simuleringa vil dermed gje nyttig informasjon om kva faktor som har størst innverknad på verdiestimatet.

Simuleringsanalysar byrjar med å gjere om verdidrivarar til usikre eller stokastiske variablar. Økonomisk teori foreslår ei gjennomføring på fire steg av simuleringa (Damodaran, Investment valuation, 2012):

- Byrjar med å fastslå kritiske variablar, som har tydeleg innverknad på verdiestimatet.
- Deretter bestemmer ein sannsynsfordelinga for dei ulike variablane.
- Vidare undersøker ein eventuell korrelasjon mellom drivarane.
- Til slutt gjennomfører ein simuleringa.

Utgangspunktet for simuleringa vil vera punkttestimatet som blei berekna i delkapittel 11.4 på kr per aksje.

11.5.1.1 Kritiske risikofaktorar og korrelasjon mellom drivarane

Ut frå teorien kan alle variablar definerast som stokastiske i simuleringa. Derimot vil det vera lite føremålstenleg å velje variablar som har liten innverknad på verdiestimatet, då kostnadsverdien truleg vil vera større enn nytteverdien (Damodaran, Investment valuation, 2012).

I simuleringsanalysen vil ein nytte følgande risikofaktorar:

- Driftsinntektsvekst
- Netto driftsmargin
- Omløpet til netto driftseigedelar
- Langsiktig risikofri rente før skatt

- Eigenkapitalbeta
- Marknaden sin risikopremie

Som diskutert i kapittel 9 tek utgreiinga føresetnad om ein lineær korrelasjon mellom dei ulike budsjettpunkta. Ved å gjere desse punkta stokastiske vil endringar påverke dei lineært avhengige variablane. Det vil også vera viktig å ta omsyn til observerte korrelasjonar mellom drivarane i simuleringa (Damodaran, Investment valuation, 2012). Følgjeleg vil ein analysere kritiske faktorar og observerte korrelasjonar mellom drivarane.

Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten utgjer ein viktig drivar for verksemda si utvikling over tid. Rammeverket til Knivsflå oppmodar at ulike budsjettdrivarar fortrinnsvis bør utvikle seg lineært mellom fire budsjettpunkt, representert ved åra 2020, 2021, 2026 og 2033.

Over analyseperioden har Ice sin driftsinntektsvekst hatt eit standardavvik på om lag 7,0 prosent. Standardavviket for budsjettpunkta i 2020 og 2021 blir dermed satt til dette. På mellomlang sikt, representert ved år 2026, har ein redusert standardavviket til 5,0 prosent. 2033 er budsjettpunkt T i analysen. Året representerer lang sikt for estimatet og forventar på dette tidspunktet at usikkerheita relatert til framtidig driftsinntektsvekst er tydeleg mindre enn på mellomlang sikt. Bakgrunnen for dette er at verksemda sin konstante vekst ikkje kan overstige den samla veksten i verdsøkonomien. Den langsiktige driftsinntektsveksten til Ice er satt til 3,0 prosent. Sidan det framleis eksisterer noko uvisse knytt til kor høg den langsiktige veksten vil bli, legg ein til grunn ei uniform sannsynsfordeling mellom 2,0 prosent til 4,0 prosent. Den uniforme sannsynsfordelinga tilseier at alle verdiar i intervallet [2,0;4,0] har likt sannsyn for å trekt. Etersom det er knytt meir usikkerheit til langsiktig predikasjon, er det ynskjeleg å nytte uniform fordeling på lang sikt. Ein arbeider dermed utan ein spesifisert forventningsverdi. Tabell 11-9 oppsummerer stokastiske variablar, standardavvik og sannsynsfordeling knytt til Ice sin framtidige driftsinntektsvekst:

Budsjettpunkt	År	Driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Punkt 1	2020	0,13	7,00 %	Normalfordeling
Punkt 2	2021	0,11	7,00 %	Normalfordeling
Punkt M	2026	0,05	5,00 %	Normalfordeling
Punkt T	2033	0,03	[2,00%;4,00%]	Uniform fordeling

Tabell 11-9: Oversikt over valt standardavvik til forventa driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1, 2, M og T

Vidare vil det vera naturleg å føresette at høg vekst fører til høge krav. Dette skuldast at alternativkostnaden til kapitalen er høg. Driftsinntektsveksten i «steady state» vil difor ha ein naturleg samanheng med avkastningskrava til eigenkapital og netto driftskapital. Dette fører til at driftsinntektsveksten vil korrelere svakt med marknadsrisikopremien i «steady state». Frå 2017 til 2019T observerte ein at driftsinntektsveksten korrelerte svakt med marknadsrisikopremien, og ein har satt korrelasjonskoeffisienten lik 0,25.

Netto driftsmargin

Estimatet for netto driftsmargin vil på same måte som driftsinntektsveksten bli påverka av konkurransesituasjonen i bransjen. Gjennom analyseperioden har netto driftsmargin hatt nokre svingingar og det historiske standardavviket har i snitt vore 6,8 prosent. For etablerte verksemdar vil det vera meir naturleg å ta omsyn til uvisse på mellomlang- og lang sikt, og dei vil ha eit aukande standardavvik utover sine periodar. For Ice, som er i etableringsfasen, vil det vera knytt mykje uvisse til selskapet på kort- og mellomlang sikt. Standardavviket for budsjettpunkt 1 og 2 er difor satt lik det historiske standardavviket på 6,8 prosent, medan den er satt til å gå noko ned til 5,0 prosent på mellomlang sikt. På lang sikt er standardavviket satt til 3,0 prosent, då ein går ut frå at Ice har greidd å stabilisere situasjonen og etablert seg i marknaden som ein meir solid aktør.

Budsjettpunkt	År	Netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Punkt 1	2020	-0,15	6,80 %	Normalfordeling
Punkt 2	2021	-0,05	6,80 %	Normalfordeling
Punkt M	2026	0,05	5,00 %	Normalfordeling
Punkt T	2033	0,09	3,00 %	Normalfordeling

Tabell 11-10: Oversikt over valt standardavvik for forventa netto driftsmargin i budsjettpunkt 1, 2, M og T

Også for denne drivaren ønskjer ein å nytte ein korrelasjon. Verksemdar som har høg driftsmargin heller mot å ha lågt omløp på netto driftseigedelar (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017). Difor vil det vera nærliggjande å tru at ein auke i driftsmarginen vil gå utover omløpet. Difor legg utgreiinga til grunn at det er føremålstenleg med ein svak negativ korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedelar på -0,1.

Omløpet til netto driftseigedelar

For Ice har omløpet til netto driftseigedelar lege langt under bransjesnittet over analyseperioden. Det tidsvekta gjennomsnittet for bransjen var 1,930, medan for Ice var det 0,391. I kapittel 9 argumenterte ein for at omløpet til netto driftseigedelar ville konvergere mot

det historiske bransjesnittet på 1,93. For dei to første punkta sett ein standardavviket 30 prosent lågare enn det historiske standardavviket. På mellomlang sikt sett ein standardavviket til 10,03 prosent, 20 prosent auke frå punkt 1 og 2, då ein tenkjer at uvisse vil auke noko i løpet av åra. Budsjettpunkt T i “steady state” reflekterer eit normalnivå, noko som indikerer lågare uvisse og følgeleg lågare standardavvik. For punkt T har ein valt å sette standardavviket lik 5,97 prosent, som utgjer halvparten av det historiske snittet. Tabell 11-11 viser oversikt over valt standardavvik til forventa omløp til netto driftseigedelar.:

Budsjettpunkt	År	Omløpshastighet	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Punkt 1	2020	0,80	8,36 %	Normalfordeling
Punkt 2	2021	0,95	8,36 %	Normalfordeling
Punkt M	2026	1,70	10,03 %	Normalfordeling
Punkt T	2033	1,93	5,97 %	Normalfordeling

Tabell 11-11: Oversikt over valt standardavvik for forventa omløp i netto driftseigedelar i budsjettpunkt 1, 2, M og T

Den observerte korrelasjonen knytt til omløpet til netto driftseigedelar er kommentert i avsnittet om driftsinntektsvekst og netto driftsmargin.

Andre kritiske faktorar

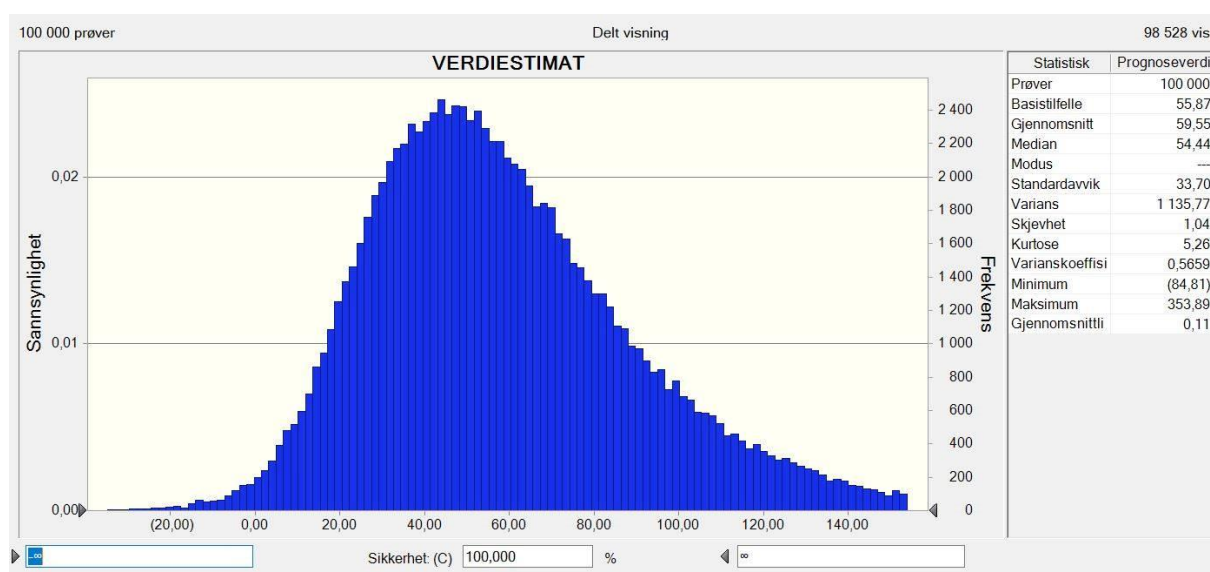
Vidare viser tabell 11-12 andre kritiske risikofaktorane som blir omdanna til stokastiske variablar i simuleringmodellen. Eigenkapitalbetaen svarar til den justerte eigenkapitalbetaen over analyseperioden og ein nyttar også ei normal sannsynsfordeling når ein sett “assumptions” i simuleringa. Motsett tilskriv ein markanden sin risikopremie og risikofri rente med uniform sannsynsfordeling. Grunngevnaden for dette er at det er knytt stor uvisse til korleis faktorane utviklar seg over tid. Sjølv om det også vil vera uvisse knytt til eigenkapitalbetaen, ser ein det som meir sannsynleg at forventningsverdien til framtidig beta vil nærma seg den opphavlege verdien. Standardavviket til eigenkapitalbetaen blir sett lik det historiske standardavviket til eigenkapitalbetaen over analyseperioden.

Andre kritiske risikofaktorar	Forventningsverdi	Standardavvik	Sannsynsfordeling
Risikofri rente før skatt	0,03	[2,20%;3,20%]	Uniform fordeling
Eigenkapitalbeta	0,33	7,02 %	Normalfordeling
Marknaden sin risikopremie	0,05	[4,40%;5,40%]	Uniform fordeling

Tabell 11-12: Oversikt over andre kritiske risikofaktorar og valt standardavvik i budsjettpunkt T

11.5.1.2 Simuleringsanalyse

Følgande vil resultatet frå Monte Carlo-simuleringa bli presentert. For å gjennomføre Monte Carlo-simulering har ein valt å nytte tilleggsprogrammet *Crystal Ball* i Excel. I gjennomføringa har ein blant anna føresett at simuleringa berre skal ta omsyn til trekningar i intervallet [0;150]. Grunnjavnaden for dette er at ein ønskjer meir realistiske verdiestimat, då simuleringa fjernar dei mest ekstreme trekningane. Nedre grense av intervallet er sett til 0, då eigarane i Ice berre har avgrensa ansvar, jamfør allmennaksjeloven § 1-2. Ut frå ei rimelegheitsvurdering er øvre grense er sett til 150. Ved å sette ei intervallavgrensing vil ein eliminere trekningar av totalt 100 000. Både negative- og positive ekstremverdiar er eliminert. Simuleringa gjev oss eit bilete av vurderingsuvissa, men fastslår ikkje om føresetnadane for simuleringa er systematisk optimistiske (Kaldestad & Møller, 2016). Resultatet av simuleringsanalysen er illustrert i figur 11-2:



Figur 11-2: Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje for Ice Group ASA

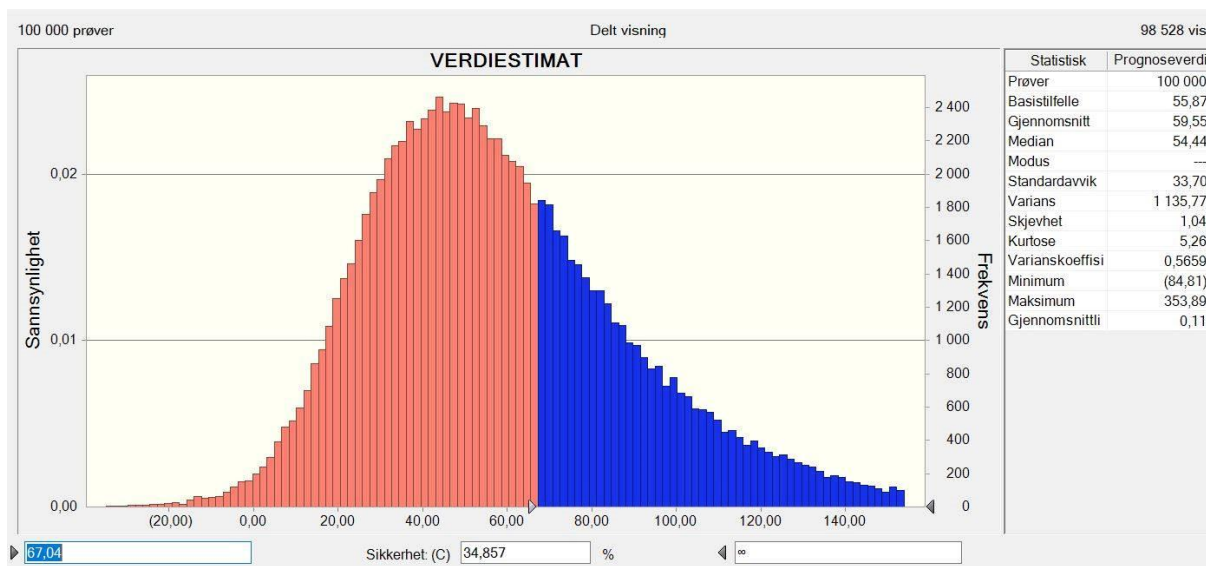
Simuleringa gjev eit gjennomsnittleg verdiestimat på 59,55 kroner per aksje, noko som ligg litt over det opphavlege estimatet. Under simuleringa har det vore flest trekningar i underkant av 50 kroner per aksje, samt ei høgreforskyving som kan forklare kvifor gjennomsnittsverdien er høgare enn det opphavlege estimatet. Koeffisienten “Skjevhet”, som er berekna til 1,04, kan forklare noko av forskyvinga. Dersom denne koeffisienten hadde vore lik null ville ein hatt ei perfekt normalfordeling, medan ein positiv verdi tilseier ein lang høgrehale (Hill, Lim, & Griffiths, 2012) Koeffisienten “Kurtose” er tilnærma perfekt normalfordelt av observasjonane

dersom verdien er lik 3 (Hill, Lim, & Griffiths, 2012). Ut frå vår simulering er “kurtose”- verdien 5,26, altså noko unna perfekt normalfordelt.

Det ligg også ein tydelig uvisse omkring verdiestimatet ettersom standardavviket er berekna til 33,70 prosent. Sannsynet for eit verdiestimatet lik null er 0,001 prosent, som svarar til ei syntetisk rating lik AA og såleis lite sannsyn for konkurs. Variasjonskoeffisienten verkar å bli påverka av dette, og framstår difor noko låg. Derimot kan det likevel seiast at konkurrisikoen er teke omsyn til ved å overstyre den syntetiske ratinga til BBB, og koeffisienten verkar dermed å vera rimeleg.

11.5.1.3 Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

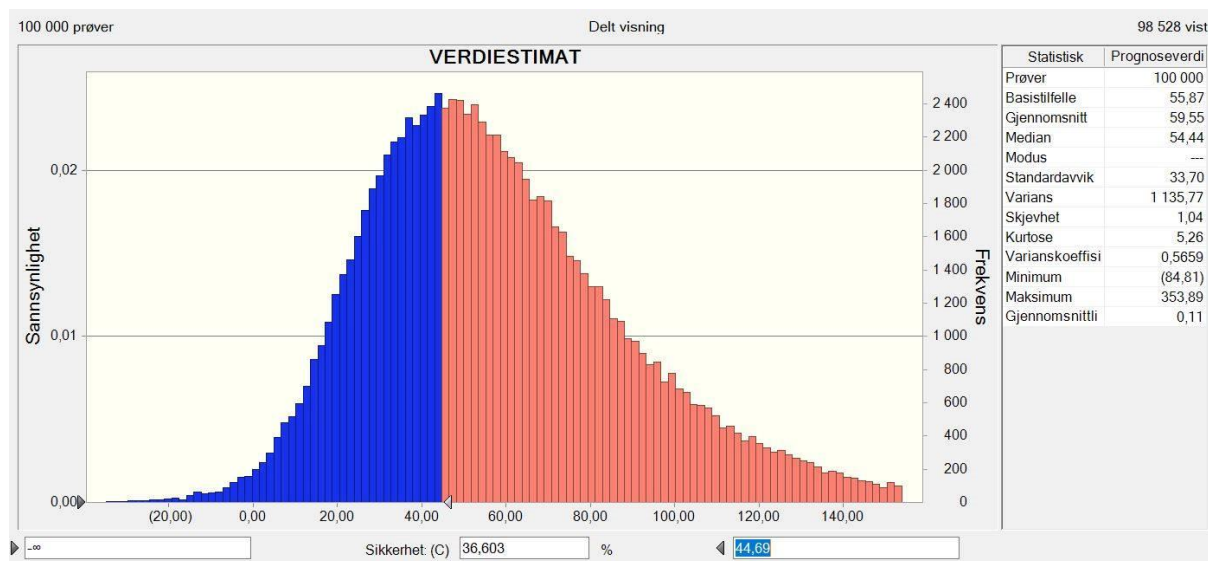
Utover simuleringa ovanfor er det interessant å sjå på sannsynet for at verdiestimatet ligg over eller under eit gitt punkt. Det er valt å setje ei grense på +/- 20 prosent av det opphavlege verdiestimatet. Oppsidepotensialet fortel oss om sannsynet for at verdiestimatet ligg over det opphavlege verdiestimatet pluss 20 prosent. Figur 11-3 viser oppsidepotensialet for simuleringa. Ut frå fordelinga kan ein sjå at det er 34,857 prosent sannsynleg at verdiestimatet ligg over 67,04 kroner per aksje. Oppsidepotensialet utgjør det blå feltet.



Figur 11-3: Oppsidepotensialet til Ice Group ASA frå Monte Carlo-simuleringa. Sannsynet for å gå over +20 prosent frå opphavelg verdiestimat.

Motsett ser nedsiderisikoen på sannsynet for å gå under –20 prosent av opphavelg verdiestimat. Ved å sjå på sannsynet for at verdiestimatet er lågare enn 44,69 kroner per aksje, kan ein

kartleggje nedsiderisikoen. Figur 11-4 viser at sannsynet for dette er 36,60 prosent. Det blå feltet i figuren utgjør nedsiderisikoen.



Figur 11-4: Nedsiderisiko til Ice Group ASA frå Monte Carlo-simuleringa. Sannsynet for å gå under -20 prosent frå opphavelig verdiestimat.

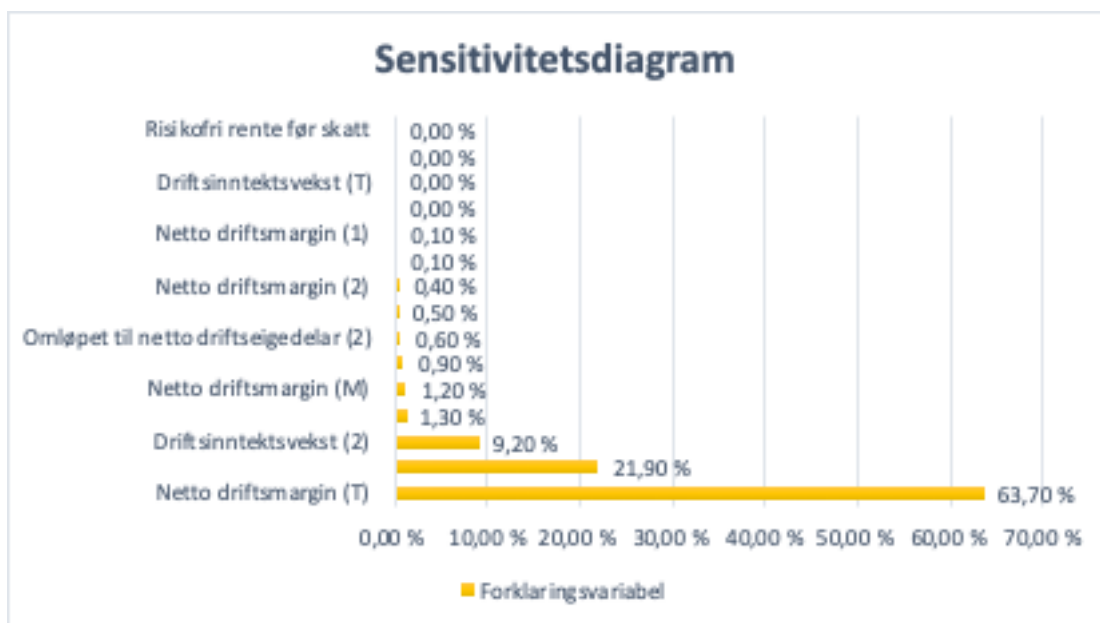
Samla sett er det 71,46 prosent sannsynleg at estimatet ligg over eller under det opphavelge verdiestimatet ± 20 prosent. Dette tilseier at det er over halvparten så stor sjans for at ekstreme utfall vil kunne oppstå. Ut frå figur 11-3 og 11-4 kan ein også sjå at sannsynet for at det ligg føre nedsiderisiko er større enn oppsidepotensiale. Skilnaden er derimot ikkje altfor stor, men verdt å merke seg.

11.5.1.4 Sensitivitetsanalyse av verdiestimatet

For å få ei djupare forståing av variasjonen i verdiestimatet er det føremålstenleg å undersøke dei ulike budsjettdrivarane sin påverknad på verdiestimatet (Damodaran, Investment valuation, 2012). Ut frå ein sensitivitetsanalyse i Crystal Ball kan ein finne kvar enkelt budsjettdrivar sitt bidrag til variasjon. Tabell 11-13 og figur 11-5 presenterer resultatet av sensitivitetsanalysen:

Inndatavariablar	Forklaringsvariabel
Netto driftsmargin (T)	63,70 %
Driftsinntektsvekst (M)	21,90 %
Driftsinntektsvekst (2)	9,20 %
Omløpet til netto driftseigedelar (M)	1,30 %
Netto driftsmargin (M)	1,20 %
Driftsinntektsvekst (1)	0,90 %
Omløpet til netto driftseigedelar (2)	0,60 %
Omløpet til netto driftseigedelar (T)	0,50 %
Netto driftsmargin (2)	0,40 %
Marknadsrisikopremie	0,10 %
Netto driftsmargin (1)	0,10 %
Omløpet til netto driftseigedelar (1)	0,00 %
Driftsinntektsvekst (T)	0,00 %
Eigenkapitalbeta	0,00 %
Risikofri rente før skatt	0,00 %

Tabell 11-13: Uvisse knytt til kvar kritiske faktor i verdiestimatet



Figur 11-5: Sensitivitetsdiagram for inndatavariablane

Tabellen viser at driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseigedelar, netto driftsmargin og marknaden sin risikopremie er dei budsjett drivarane som bidreg mest til variasjon i verdiestimatet. Driftsinntektsveksten er den budsjett drivaren som bidreg til størst variasjon.

11.5.2 Konkursrisiko

Så langt i utgreiinga har analysen undertrykt konkursrisikoen som verksemda står overfor. Alle estimat og utrekningar har teke føresetnad om at verksemda vil overleve og etablere seg i marknaden, som følgje av at rekneskapstala blei justerte. Justeringa blei gjennomført fordi den strategiske analysen indikerte at Ice var ei oppstartsverksemd som har ei framtid. Ratinga av verksemda for den historiske analyseperioden blei derfor overstyr til CCC, og konkurssannsynet for framtida baserer seg på rating BBB, slik som dei andre verksemdene i bransjen. Desse estimata baserer seg på føresetnad om framleis drift og etablering i marknaden, men ein kan ikkje anta at dette vil vera utfallet. Dersom verdsetjinga hadde helde fram med utgangspunkt i dei justerte tala og den overstyrte ratinga, ville ein ha vurdert verksemda som dei andre etablerte konkurrentane. Konkurssannsynet ville med dette ha vore undertrykt, då det er tydeleg at Ice finn seg i ein langt meir kritisk situasjon enn bransjen elles. Sjølv om det så langt har vore teke føresetnad om framleis drift, må ein ikkje gløyme den noverande situasjonen som verksemda står i.

Rekneskapstala til Ice, frå dei offentlege årsrapportane, gjev uttrykk for svært kritiske forhold. Dei ujusterte tala viser til ein kraftig negativ eigenkapital og svært mykje gjeld. Ice er difor heilt avhengige av at eigarane er villige til å stille opp og tilføre meir kapital til verksemda. Den reelle situasjonen til verksemda indikerer med dette ein langt høgare konkursrisiko enn den fundamentale verdsetjinga har gjeve uttrykk for så langt. Det vil difor vera føremålstenleg å ta omsyn til dei ujusterte tala frå årsrapportane, som gjev eit konkurssannsyn tilsvarande ratingkarakter C.

Koller m.fl. (Koller, Goedhart, Wessels, & David, 2015) viser til at oppstartsverksemder i stor vekst, med høge kostnadar og mykje gjeld, kan risikovurderast ved å evaluere sannsyn for at ulike scenario inntreff. For Ice kan ein, ut frå drøftinga ovanfor, trekkje fram to ulike scenario for framtida:

Scenario 1: Verksemda etablerer seg i marknaden og opplev vekst på kort- og mellomlang sikt. På lang sikt vil verksemda etablere seg som fullverdig aktør i bransjen.

Scenario 2: Verksemda har for høg gjeld og svært negativ eigenkapital og dermed mangel på kapital. Det vil ikkje vera haldepunkt for framleis drift, og verksemda går konkurs.

For å utforske korleis konkurssannsynet fordeler seg, vil ein gå nærare inn på forhold som talar for dei to scenarioa.

Grunngjeving for scenario 1:

Ved overstyring av rating i kapittel 6, ligg det implisitt ein føresetnad om framleis drift. Grunnlaget for å overstyre ratinga til ein karakter CCC, spring ut av ei forventning om at verksemda kan opparbeida seg ein strategisk fordel på sikt. Forventninga baserer seg i stor grad på at verksemda opererer i ein svært lønnsam bransje. Den norske telekommunikasjonsbransjen har vore prega av svært lite konkurranse historisk sett. Noko av grunnen til dette er dei høge inngangsbarrierane. Først og fremst krevst det svært mykje kapital å byggje ut eit nytt nett. I tillegg må ein vinne frekvensauksjonar for å kunne drive med eige nett. Dette medfører at det er lite sannsyn for at konkurransen aukar mykje på kort sikt, og ein kan venta at bransjen vil vera svært lønnsam, også i tida framover. Vidare er det også nærliggjande å tru at Ice vil kunne redusera kostnadane sine vesentleg dei neste åra, ettersom dei no finn seg i ein oppstartsfase og kostnadane truleg er ekstra høge grunna dette. Kundemassen til den norske telekommunikasjonsbransjen er også venta å vera stabilt stor. Stort sett alle i dagens samfunn nyttar seg av telenett som bransjen leverer, og det er svært sannsynleg at ein vil halde fram med det. Sjølv om kundemassen er venta å utvikle seg i takt med folketalet, kan framleis belastninga på telenettet bli større, då individuelle behov aukar. Stadig fleire løysingar baserer seg på bruk av produkt og tenester levert av telekommunikasjonsbransjen. På noverande tidspunkt er bransjefordelen svært stor, men er venta å avta noko på lang sikt, som følgje av auka konkurranse. Dette kan vera ei følgje av at Ice etablerer seg som ein tredje aktør i marknaden. Lønnsemda i bransjen er likevel venta å vera stor på lang sikt då konkurransesituasjonen utviklar seg seint grunna dei høge inngangsbarrierane.

Den store ressursulempa til Ice er venta å gå mot null på lang sikt. Det er vanskeleg for dei andre i marknaden å halde på ressursfordelar over tid, då konkurrentar kan kopiere mange av ressursane. Med ein stor bransjefordel og ein ressursfordel tilnærma null, er det venta at Ice vil sitje igjen med ein strategisk fordel som følgje av den lønnsame bransjen dei opererer i. Vår oppfatning er difor at det ligg ein framleis driftverdi i at Ice driv i ein svært lønnsam bransje og at dei har høve for å kunne oppnå like gode ressursar som konkurrentane.

Grunngjeving for scenario 2:

Tal frå årsrapportane gav ein syntetisk ratingkarakter på C, tilsvarande eit konkurssannsyn på 50,91 prosent. På bakgrunn av føresetnaden for framleis drift frå den strategiske analysen valde ein å justere dei rapporterte tala for å betre utgangspunktet. Dei justerte tala gav ein ratingkarakter på CC i delkapittel 6.3, noko som framleis er ein for låg føresetnaden for framleis drift, samanlikna med ratingkarakteren til bransjen på BBB. For vidare utrekningar valde ein difor å overstyre den justerte ratingkarakteren til CCC. Ei vurdering frå dagens situasjon er at ei rating på CC og CCC er optimistisk. Ein av grunnane til dette er den relativt gode likviditeten som pressar opp ratinga. At verksemda har tileigna seg mykje lånemidlar, følgjer av store investeringar og er med på å forsterke likviditetsgraden.

I framtidsrekneskapen i delkapittel 9.4.3.2. måtte ein også på sikt overstyre finansiell egedelsdel. Grunngevinga for å setja den til eit lågare nivå enn bransjen kjem av at Ice ikkje bør ha så mykje kontantar i verksemda. På grunnlag av overstyringa vil det vera meir representativt å nytte konkurssannsynet 50,91 prosent, frå den ujusterte karakteren C. Sidan trailinga for 2019 og rapportert eigenkapital frå 2018 er negativ, indikerer det aleine konkurs. Sett ein eigenkapitalen i samanheng med andre faktorar vil konkurssannsynet framleis vera høgt. I tillegg er driftsresultatet også negativt, og verksemda er nøydde til å oppnå ei positiv avkastning på drifta innan kort tid. Ice vil også vera avhengige at eigarane skyt inn kapital. Med rapporterte tal i grunn, meiner me at eit konkurssannsyn, tilsvararande ratingkarakter lik C vil vera passande. Sannsynet for konkurs blir dermed sett til 50,91 prosent.

Sannsynsfordeling	
Scenario 1	49,09 %
Scenario 2	50,91 %

Tabell 11-14: Sannsynsfordeling for scenario 1 og 2

Verdiestimatet på kr 55,87 baserer seg på justerte og overstyrte tal. For å kunne gje eit rettvise bilette på den estimerte verdien per aksje, må ein ta omsyn til det andre scenarioet og legge til grunn det ordinære konkurssannsynet. Estimatet blir dermed nedjustert med følgjande formel (Damodaran, Investment valuation, 2012):

$$VEK = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

Formelen viser at den verkelege eigenkapitalverdien blir sett lik fundamental verdi av eigenkapital, gitt framleis drift, multiplisert med 1 minus sannsynet for konkurs. Leddet blir så

addert med likvidasjonsverdien av verksemda multiplisert med konkurssannsynet. Om ei verksemd står overfor ein konkurs, vil det vera viktig å få selt eigendelane sine fortast mogleg. Dette resulterer ofte i at eigendelane blir selde for ein lågare pris enn det ein elles kunne ha fått. Likvidasjonsverdien blir difor sett tilnærma null, då kreditorar har fortrinnsrett (Damodaran, Investment valuation, 2012). Dersom det hadde vorte eit faktum at Ice ikkje overlev i marknaden, slik verksemda er i dag, kan det tenkjast at eit oppkjøp kunne bli aktuelt. I så tilfelle kunne det til dømes ha vore eit større europeisk selskap som tok over konsesjonane og det utbygde nettet. Likvidasjonsverdien av verksemda ville truleg ha vore null likevel, då kreditorane måtte ha fått dekkja gjelda si først.

Med eit estimat på konkursrisiko på 50,91 prosent, får me følgjande verdiestimat per aksje i Ice Group ASA på kr:

$$\text{Verdi per aksje} = 55,87 * (1 - 0,5091) = 27,43$$

11.6 Drøfting av fundamentalt verdiestimat og uvisse

Ut frå framtidsrekneskapen og tilhøyrande krav, er det i delkapittel 11.3 og 11.4 utarbeida eit estimat på eigenkapitalen til Ice Group ASA per 31.12.19 ved bruk av fundamental verdivurdering. I delkapittel 11.5 blei uvisse knytt til dette estimatet nærare analysert. Utarbeidinga av det første estimatet blei gjort med utgangspunkt i budsjetterte vekter. Eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden gav svært ulike estimat, og aksjeverdien varierte mellom 50,18 og 64,12. Gjennomsnittleg verdiestimat for førsteestimatet blei kr 57,15. Ved å gjennomføre ein konvergeringsprosess på ti steg blei dei budsjetterte vektene gradvis omgjorde til verkelege vekter, slik at dei to metodane gav det same verdiestimatet på kr 55,87. Verdiestimatet frå den fundamentale verdsetjinga er ikkje absolutt då det tek utgangspunkt i ei rekke føresetnadar og forventningar som skapar uvisse knytt til estimatet. For å vurdere denne uvissa blei det gjennomført simuleringsanalysar ved bruk av Crystal Ball i Excel. Analysen viste at verdiestimatet hadde eit årleg standardavvik på 33,70 prosent. Vidare stod netto driftsmargin i “steady state” for heile 63,7 prosent av variasjonen.

Risikoen for konkurs, som blei inkludert i konvergent verdiestimat og Crystal Ball-simuleringa, byggjer på den fastsette ratinga BBB frå delkapittel 10.2.1. Ratinga blei fastsett ut frå positive indikasjonar om framtida frå den strategiske analysen. Ved fastsetjing av endeleg fundamentalt

verdiestimat var det likevel naudsynt å inkludere konkursrisiko som reflekterer at situasjonen til Ice er langt meir kritisk enn for dei andre i bransjen. For å vurdere situasjonen vart det sett opp to ulike scenario som viser moglege utfall for framtida til Ice. Scenario 1 tek føresetnad om framleis drift, medan scenario 2 viste til ein konkurssituasjon. Ved fastsetjing av konkursrisiko i scenario 2, blei det teke utgangspunkt i ratinga Ice hadde fått dersom ein ikkje hadde justert rekneskapstala. Fundamentalt verdiestimat blei difor nedjustert med 50,91 prosent.

Gjennom utgreiinga har ein fleire gonger nytta føresetnadar frå rammeverket til Knivsflå og basert verdiestimatet på forventning. Ein av føresetnadane, som har påverka det endelege verdiestimatet, er valet av risikofri rente. Sjølv om ein ofte nyttar 10-årige statsobligasjonsrenter i den norske marknaden, har ein etter diskusjonen i delkapittel 7.2.1 valt å følge rammeverket og nytte 3M NIBOR. Om ein derimot hadde valt 10-årig statsobligasjonsrente, ville ein fått ei høgare risikofri rente og såleis bidrege til å auke avkastningskrava. Dette ville redusert verdiestimatet. Derimot har ein teke høgde for effekten av låge avkastningskrav ved å nytte utvalde budsjettdivarar. Såleis kan ein likevel sjå verdiestimatet som realistisk.

Sidan det er knytt mykje uvisse til verdiestimatet frå kapittel 11, vil det vera relevant å gjennomføra ei supplerande verdivurdering. Det vil difor bli gjennomført ei komparativ verdivurdering i neste kapittel for å få eit meir robust estimat.

12. Komparativ verdivurdering

Den fundamentale verdivurderinga er basert på ei rekkje ulike føresetnadar og forventningar til ei uviss framtid. Dermed er det knytt usikkerheit til det berekna verdiestimatet på Ice Group ASA sin eigenkapital per 31.12.2019. For å sikre at verdiestimatet frå kapittel 11 er påliteleg, vil ein supplere den fundamentale verdivurderinga med ei komparativ verdivurdering.

Komparativ verdivurdering er ein verdsettingsteknikk der ein finn verdien på ein egedel eller eit selskap ved å samanlikne verdien på same type eller liknande typar egedelar eller selskap (Kaldestad & Møller, 2016). Som presentert i delkapittel 3.1.2 ser metoden på kva liknande verksemdar blir omsett for i marknaden, for å avgjere om verksemda er prisa korrekt. Slike vurderingar blir gjort ved hjelp av multiplar (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden gjer seg populær, då den er mindre tidkrevjande enn den fundamentale. Ein kan også argumentere for at metoden er lettare å forstå og gjev ein meir oversikteleg presentasjon av verdivurderinga. På den andre sida vil metoden sine sterke sider også metoden vera metoden sine svake sider. Forhold som forventa risiko, vekst og kontantstraumar blir ignorert, samstundes som den tek utgangspunkt i marknadssituasjonen på verdsetjingstidspunktet. Metoden vil dermed gje ein urett indikasjon på verdien av verksemda dersom marknaden generelt overvurderer eller undervurderer verdien til komparative verksemdar (Damodaran, Investment valuation, 2012)

I følge Kaldestad & Møller (Kaldestad & Møller, 2016) bør ein multippelvurdering omfatte tre steg:

1. Estimere multiplar for verksemda
2. Finne komparative verksemdar og estimere multiplar for desse.
3. Estimere eit verdiintervall basert på ulike multiplar, der ein tek skjønsmessige vurderingar knytt til kva multiplar som bør vektleggast mest.

På same måte som i den fundamentale verdivurderinga er det like viktig at også rekneskapstala i den komparative verdivurderinga er normaliserte og justerte. Det er også naudsynt at rekneskapstala er konsistente på tvers av verksemdene som skal samanliknast (Kaldestad & Møller, 2016)

12.1 Komparative verksemdar

Komparative verksemdar blir skildra som verksemdar med tilsvarende kontantstraumar, vekstpotensiale og risiko som målselskapet for verdivurderinga (Damodaran, Investment valuation, 2012). Ettersom det ikkje finst ekvivalente verksemdar som ein kan samanlikne opp mot, kan ein argumentere for å nytte verksemdar i same bransje. Såleis vil det vera nærliggjande å føresette at selskap i same bransje er av omtrent same storleik, har tilnærma like kontantstraumar, vekstpotensiale og risiko (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Som følge av at dei komparative verksemdene som blei nytta i den fundamentale verdivurderinga ikkje er børsnoterte, er det naudsynt å velje nye komparative verksemdar for multiplikatormodellen. Kriteria er at verksemdene må operere i same geografiske område som Ice, dei må drive innan telekommunikasjon og dei må vera børsnoterte. I denne analysen vil difor Telenor ASA (Telenor ASA, 2019) og Telia Company AB (Telia Company AB, 2018) morselskapa til Telenor Norge AS og Telia Norge AS, inngå som komparative verksemdar.

12.2 Val av multiplikatorar

Ved val av multiplikatorar tek ein utgangspunkt i to separate val: å velje verdigrunnlag og å velje skaleringsfaktor. Verdigrunnlaget representerer som regel prisen på ein aksje i ei verksemd eller verdien av verksemda. Skaleringsfaktoren vil derimot ofte vera eit mål på ein kritisk ressurs eller ein resultat-, balanse- og kontantstrømstorleik. Multiplikatoren estimerer såleis verdien av verksemda, ved å multiplisere ein skaleringsfaktor med tilhøyrande multiplikator (Dyrnes, 2004):

$$\text{Verdiestimat} = \text{Komparativ multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor} = \left(\frac{\text{Verdigrunnlag}}{\text{Skaleringsfaktor}} \right) * \text{Skaleringsfaktor}$$

Eigenkapitalmultiplikator og totalkapitalmultiplikator utgjer to hovudgrupper av multiplikatorar som ein vanlegvis skil mellom. Eigenkapitalmultiplikatoren tek utgangspunkt i eigenkapitalen sin marknadsverdi. Ein kjenneteiknar multiplikatoren ved at teljaren i brøken er bokstav P, som står for “Price” og uttrykkje pris per aksje (Dyrnes, 2004). Ein finn dermed verksemda sin eigenkapitalverdi ved å multiplisere eigenkapitalmultiplikatoren med ein skaleringsfaktor. Totalmultiplikatoren tek derimot utgangspunkt i verksemda sin selskapsverdi. Ein definerer selskapsverdien som summen av eigenkapitalen sin marknadsverdi, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Verdigrunnlaget i teljaren i brøken er dermed bytta

ut med EV, som står for “enterprise value” og uttrykkjer selskapsverdien (Dyrnes, 2004). For å estimere eit selskap sin eigenkapitalverdi er det dermed avgjerande å trekke minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld frå selskapsverdien.

Under vil det bli gitt ein presentasjon av ulike multiplikatorar, samt ei grunngjeving for kvifor nokon er meir aktuelle enn andre.

12.2.1 Pris/Bok

Pris-til-bok er eit forholdstal som ein kan nytte for å vurdere om ein aksje er over- eller underprisa. Multiplikatoren uttrykkjer enten forholdet mellom eigenkapitalen sin marknadsverdi og bokført verdi av eigenkapitalen, eller forholdet mellom aksjepris og bokført eigenkapital per aksje:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Marknadsverdi av eigenkapital}}{\text{Bokført verdi av eigenkapital}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Bokført eigenkapital per aksje}}$$

Dersom P/B-ratio er over 1, forventar marknaden at selskapet vil vera i stand til å skape meirverdi av selskapet sine egedelar. Er P/B-ratio derimot under 1, inneber det at eigenkapitalen sin marknadsverdi er lågare enn bokført eigenkapitalverdi, og tyder på at verksemda ventar å øydelegge verdier for aksjonærane gjennom svak lønnsemd (Kaldestad & Møller, 2016).

Pris-til bok tek utgangspunkt i verksemda sin eigenkapital. Verksemdar med lik drift, men ulik finansieringsstruktur, bør dermed ikkje ha lik P/B-multiplikator (Dyrnes, 2004). Bakgrunnen for dette er at P/B-multiplikatoren ikkje tek omsyn til skilnader i finansiering mellom selskapa som inngår i eit bransjeutval. Ei ytterlegare ulempe med P/B-multiplikatoren er at den er lite relevant for verksemdar som har store immaterielle egedelar. Til dømes inkluderer ikkje bokført eigenkapital verdien av varemerke, arbeidsstyrke og internt opparbeida strukturkapital. Resultatet er at verdien av bokført eigenkapital undervurderast. Ein fordel med multiplikatoren er at den er anvendeleg samt enkel å forstå. I tillegg kan multiplikatoren nyttast på verksemdar med negative resultat, til dømes på verksemdar som finn seg i ein tideleg fase i livssyklusen. Sidan Ice framleis finn seg i ein tidleg fase av livssyklusen, kan P/B-multiplikatoren vera eit godt val for verksemda.

Eigenkapitalrentabilitet, avkastningskrav og langsiktig vekst er faktorar som bestemmer pris-til-bok. Sett i samanheng med lønnsendanalysen i kapittel 8, gjev multiplikatoren uttrykk for ei verksemd sin strategiske posisjon. Samanhengen blir forklart i følgande formel (Kaldestad & Møller, 2016):

$$\frac{P}{B} = \frac{ekr - vekst}{ekk - vekst}$$

Eit høgt forholdstal indikerer at verksemda ventar å ha ei avkasting utover kravet og såleis ein strategisk fordel over ein lengre periode. Den strategiske fordelten kan skuldast ein bransjefordel eller ein ressursfordel (Kaldestad & Møller, 2016).

12.2.2 EV/Sal

EV/Sal-multiplikatormodellen gjer det mogleg å samanlikne verksemdar som går med underskot. Den gjer det også mogleg å vurdere verksemda sin effektivitet, samt at den kan seie noko om framtidig potensiale (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{EV}{Sal} = \frac{\text{Marknadsverdi av eigenkapital} + \text{netto finansiell gjeld}}{Sal}$$

Ulempene knytt til denne metoden er at den gjev ei grov samanlikning, som også tek utgangspunkt i at dei komparative verksemdene har tilsvarende driftsmargin. Produkta som dei ulike aktørane tilbyr bør difor ikkje liggje i kvar sin ende av prisskalaen, men heller liggje nærare kvarandre i fortjeneste per selde eining (Kaldestad & Møller, 2016).

12.2.3 Andre multiplikatorar

12.2.3.1 Pris/Fortjeneste

Multiplikatoren pris-til-fortjeneste er mykje brukt, då mange kjenner til forholdstalet. Samstundes som den er enkel å bruke, kan den enkelt kommuniserast. For verksemdar som har nådd ein stabil vekstfase, vil nøkkeltalet gje eit godt bilete av kontantstraumen til eigenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). På same måte som pris-til-bok, tek pris-til-fortjeneste utgangspunkt i verksemda sin eigenkapital, men ser i staden på forholdet mellom eigenkapitalen sin marknadsverdi og resultat etter skatt (Kaldestad & Møller, 2016):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Marknadsverdi av eigenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat etter skatt per aksje}}$$

Sjølv om multiplikatoren er enkel å nytte, ignorerer den sentrale faktorar i verdivurdering som til dømes skilnad i risiko og kapitalbehov. Dessutan vil ei verksemd sitt resultat etter skatt i større grad bli påverka av ulike rekneskapsreglar enn av andre resultatstorleikar, noko som kan føre til misvisande verdiestimat. I tillegg er det viktig å vera merksam på at ein kan oppnå misvisande nøkkeltal dersom dei komparative verksemdene som blir samanlikna har ulik kapitalstruktur. Dette inneberer at to verksemdar med ekvivalente verksemdsverdiar, vil oppnå ulikt forholdstal dersom finansieringsstrukturen i verksemdene er ulike (Koller, Goedhart, Wessels, & David, 2015). Verksemdar kan såleis ha ulike P/E-multiplikatorar sjølv om dei har same verdi på drifta, dersom dei har ulike låneføresetnadar eller gjeldsgrad. Årsaka til dette er at rentekostnadar påverkar resultatet etter skatt ulikt (Kaldestad & Møller, 2016).

Ulik kapitalstruktur kan føre til ei tydleg ulempe for forholdstalet. Kaldestad og Møller foreslår at ein nyttar forholdstalet som eit sekundært nøkkeltal. Dette vil bli teke omsyn til under verdivurderinga i kapittel 12.3.

12.2.3.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA er ein totalkapitalmultiplikator som gjev uttrykk for den underliggjande drifta til komparative verksemdar (Kaldestad & Møller, 2016). Multiplikatoren tek utgangspunkt i driftsresultat før av- og nedskrivningar. Samanhengen i EV/EBITDA-multiplikatoren er følgande:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Marknadsverdi av eigenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteressar}}{\text{Driftsresultat før avskrivningar og nedskrivningar}}$$

Totalkapitalmultiplikatoren EV/EBITDA har dei to siste tiåra vore svært populær blant analytikarane. Bakgrunnen for dette er at multiplikatoren eignar seg betre til å samanlikne verksemdar med ulik finansieringsstruktur, enn andre resultatbaserte multiplikatorar (Damodaran, Investment valuation, 2012). Multiplikatoren nyttar driftsresultat før avskrivningar og unngår såleis ulikskapar som skuldast skilnad i avskrivingsprofil og goodwill. I tillegg tek ein ikkje omsyn til tilfeldige finansinntekter. Forholdstalet vil dermed vera godt eigna for å samanlikne den underliggjande drifta i verksemdene. EV/EBITDA-multiplikatoren er dermed

ganske eigna for bransjar der ein gjer store investeringar i infrastruktur som ikkje straks kjem til syne i resultatrekneskapen (Damodaran, Investment valuation, 2012).

Derimot bør ein nytte EV/EBITDA-multiplikatoren saman med andre multiplar, då den blant anna ikkje tek omsyn til oppgraderingar av anleggsmidlar. Dette fører til at ein sikrar at eventuelt investeringsbehov blir teke omsyn til i verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016).

Ved gjennomføring av den komparative verdivurderinga vil ikkje multiplikatorar som Pris/Forteneste og EV/EBITDA. Sistnemnde hadde vore eit godt val, då den tek omsyn til skilnadar i kapitalstruktur. Derimot byggjer dei nemnte multiplikatorane på ulike resultat, som i Ice sitt tilfelle berre er negative. Dette ville ha gitt negativ multiplikatorar, noko som ikkje kan brukast til å lage gjeldande verdiestimat. Den komparative verdivurderinga vil difor byggje på multiplikatorane Pris/Bok og EV/Sal.

12.3 Komparativt verdiestimat

Ovanfor er dei komparative verksemdene skildra, og det blei valt multiplar som skal brukast i den komparative verdivurderinga. Vidare skal det reknast ulike multiplikatorar for alle dei tre verksemdene. Til slutt vil det bli kalkulert eit verdiestimat per aksje for Ice.

Formålet med den komparative verdivurderinga er å få ein indikasjon på kor vidt eigenkapitalen er over- eller undervurdert dersom ein samanliknar med dei andre verksemdene i bransjen.

MARKNADSVERDI	Ice Group ASA	Telenor ASA	Telia Company AB
Aksjekurs 01.12.2019	21,50	167,25	41,63
Valuta	NOK	NOK	SEK
Valutakurs 23.11.2019	1,00	1,00	0,95
Aksjekurs i NOK	21,50	167,25	39,60
* Tal på uteståande aksjar	201 488 698	1 458 113 575	4 574 894 067
= Marknadsverdi	4 332 007 007	243 869 495 419	181 158 741 408

Tabell 12-1: Marknadsverdi av eigenkapitalen til komparative verksemdar per 23.11.2019

12.3.1 Verdiestimat pris/bok

I tabell 12-2 blir utrekninga av P/B-multiplikatoren presentert. Denne viser at det er store skilnadar mellom dei komparative verksemdene. Ice har den dårlegaste multiplikatoren, noko som indikerer at dei er dårlegare enn dei komparative verksemdene på å generere inntekter på eigendelane som er bokført. Dette stemmer godt overeins med drøftingane av den strategiske ulempa i kapittel 8.

PRIS/BOK	Ice Group ASA	Telenor ASA	Telia Company AB	Gjennomsnitt
Marknadsverdi av eigenkapit	4 332 007 007	243 869 495 419	181 158 741 408	
/ Bokført eigenkapital	1 310 559 000	54 455 000 000	97 397 172 800	
= P/B	3,31	4,48	1,86	3,21
Verdiestimat	20,91			

Tabell 12-2: Verdiestimat på ein aksje i Ice med P/B-multiplikator

Det er også svake sider ved denne multiplikatoren. Til dømes kan det vera tilfelle at bokførte verdiar ikkje reflekterer verkelege verdiar godt nok, eller at nokon eigendelar ikkje er balanseførte i dei bokførte verdiane bør såleis ikkje avvike i stor grad frå verkelege verdiar.

Vidare er det også viktig å presisera at utrekninga av P/B-multiplikatoren her tek utgangspunkt i den justerte eigenkapitalen. Dersom ein hadde nytta den ujusterte verdien ville basen ha vorte negativ. Negativ base vil gje negativ multiplikator, og kan med dette ikkje brukast i komparativ verdivurdering. Verdiestimatet som kjem fram ved bruk av P/B-multiplikatoren er difor med føresetnad om at verksemda ikkje går konkurs og føresetnadane tidlegare i oppgåva stemmer til ein viss grad.

12.3.2 Verdiestimat EV/Sal

Multiplikatoren EV/Sal måler verksemdsverdien sett i forhold til salsinntektene. Nøkkeltalet indikerer her at Ice treng kr 3,29 investert kapital for å kunne tene kr 1. Ice har ein høgare verdi enn dei komparative verksemdene, som betyr at Ice treng meir investert kapital for å generere tilsvarende inntekter. Dette samsvarar med analysen i kapittel 8, som avdekka at Ice på noverande tidspunkt driv mindre effektivt enn konkurrentane.

EV/SAL	Ice Group ASA	Telenor ASA	Telia Company AB	Gjennomsnitt
Marknadsverdi av egenkapit	4 332 007 007	243 869 495 419	181 158 741 408	
+ Netto finansiell gjeld	1 927 000 000	15 749 000 000	60 587 635 200	
+ Minoritet	0	5 009 000 000	4 803 560 000	
= Enterprise Value	6 259 007 007	264 627 495 419	246 549 936 608	
/ Sal	1 904 738 000	110 362 000 000	79 481 320 800	
= EV/Sal	3,29	2,40	3,10	2,93
Verdiestimat	19,16			

Tabell 12-3: Verdiestimat på ein aksje i Ice Group ASA ved bruk av EV/Sal-multiplikator

12.4 Verdiestimat etter komparativ verdivurdering

Tabell 12-4 viser det endelege verdiestimatet etter komparativ verdivurdering. Estimatet inkluderer berre verdiestimat frå bruk av P/B-multiplikatoren og EV/Sal-multiplikatoren, då dei to andre multiplikatorane ikkje gav relevante estimat. Gjennomsnittleg verdiestimat blir med dette kr 20,04 per aksje.

METODE	Verdiestimat
P/B	20,91
EV/SAL	19,16
Gjennomsnittleg verdiestimat	20,04

Tabell 12-4: Gjennomsnittleg verdiestimat etter komparativ verdsetjing

Ein svakheit ved den komparative verdsetjinga er at dei komparative verksemdene ikkje er like samanliknbare som dei verksemdene som blei brukt i kapittel 2-11. Multiplikatorane er difor ikkje nokon garanti for korleis verdiane er i den norske telekommunikasjonsbransjen. Som eit forsøk på å gjere verdiestimatet meir representativt, vil det bli gjort ei utrekning av verdiestimatet på grunnlag av Damodaran sine bransjemultiplikatorar (Damodaran, Regional datasets, 2014). Under er blir multiplikatorverdiane for eit globalt utval brukt til å estimere aksjeverdien.

Multiplikator	Damodaran sin bransjemultiplikator	Verdiestimat
P/B	2,03	13,20
EV/Sal	2,14	13,98
Gjennomsnitt		13,59

Tabell 12-5: Gjennomsnittleg verdiestimat etter Damodaran sin bransjemultiplikator

Tabell 12-5 viser at gjennomsnittet ligg langt under det opphavelige komparative estimatet. Det kan verke som at multiplikatorane til Damodaran er mindre representative for Ice og den norske telekommunikasjonsbransjen enn dei som bli rekna ut i delkapittel 12.3. Ein av grunnane til dette kan vera at den norske telekommunikasjonsbransjen utmerkar seg som særleg lønnsam. I kapittel 8 kunne ein sjå at det var ein stor fordel knytt til å drive i denne bransjen i Norge.

Det blir difor gjort eit val om å halde på verdien 20,04 som komparativt verdiestimat. Den komparative verdivurderinga vil bli nytta som eit supplement til den fundamentale verdivurderinga. I kapittel 13 vil det bli gjort ei drøfting, som inkluderer det endelege verdiestimatet på aksjeprisen til Ice.

13. Oppsummering og handlingsstrategi

Ut frå strategiske rekneskapsanalysar og utarbeiding av framtidsrekneskap og framtidskrav, har ein i denne masterutgreinga funne eit verdiestimat på eigenkapitalen til Ice Group ASA per 31.12.2019 ved bruk av fundamental- og komparativ verdivurdering. Dette kapittelet vil vidare oppsummere dei viktigaste funna i utgreinga, samt presentere ein anbefalt handlingsstrategi for Ice-aksjen avslutningsvis.

13.1 Oppsummering

Den strategiske analysen som blei gjennomført i kapittel 4 omfatta både ein intern ressursorientert analyse og ein ekstern bransjeanalyse. I den eksterne bransjeorienterte analysen kom det fram at den norske telekommunikasjonsbransjen er svært lønnsam å drive i. Fordelen er likevel noko avtakande ettersom det er høve for at det på sikt kan komma substituttar eller fleire aktørar. Ei slik utvikling er likevel ikkje venta å skje i næraste framtid. Bransjefordelen vil uansett reduserast noko dersom Ice klarar å etablere seg som aktør, og med det skape meir konkurranse. I den interne ressursorienterte analysen kom det fram at Ice har ei svært stor ressursulempe. Dette kjem blant anna av høge kostnadar i oppstartsfasen, samt lågare prisar og dårlegare effektivitet enn konkurrentane. Ressursulempa er likevel venta å avta i åra framover sidan kostnadane knytt til oppstartsfasen vil forsvinne, samt at prisane vil kunne aukast med eit meir etablert merkenamn. Ice vil såleis også kunne driva meir effektivt per investerte korne.

I kapittel 6 blei det gjort analysar av Ice sin risiko knytt til likviditet og soliditet som baserte seg på justerte tal. Analysane var ein del av grunnlaget for den syntetiske ratinga, og gav ei rating på CC i 2017 og 2018, og CCC i 2019T. Ut frå tala som kom fram, kunne det verke som om at verksemda var noko undervurdert dei to første åra i analyseperioden. Det blei difor gjort eit val om å overstyre karakteren, og setje den til CCC over heile perioden. Krava i kapittel 7 blei estimert på grunnlag av denne karakteren sitt tilhøyrande konkurssannsyn. I kapittel 8 blei det gjennomført ein lønnslemsanalyse, som viste ei historisk gjennomsnittleg strategisk ulempe på 44,2 prosent. Denne skuldast den store ressursulempa på 55,9 prosent, men som blei moderert av ein bransjefordel på 32,9 prosent og ein finansieringsfordel på 4,9 prosent. Fordelar og ulemper knytt til finansiering er likevel ikkje venta å vedvara, og kan dermed ikkje vera kjelde til strategisk fordel på sikt.

Vidare blei det i kapittel 9 og 10 utarbeida framtidsrekneskap med tilhøyrande krav. Ut frå dette blei venta strategisk fordel i «steady state» vurdert til 20 prosent. Dette skuldast i hovudsak ein driftsfordel på 12,9 prosent, som blir oppskalert av ein gearingfordel på 7,1 prosent. Den reine driftsfordelen vil i stor grad vera eit resultat av ein stor bransjefordelen. Det er venta at det også i framtida vil vera svært lønnsamt å driva i den norske telekommunikasjonsbransjen, då inngangsbarrierane for nye aktørar er høge. Eit fall i bransjefordelen er likevel venta å oppstå dersom Ice overlever og etablerer seg som ein tredje aktør. Redusert bransjefordel kan også oppstå som følge av etablering av substituttar eller utanlandske aktørar.

I kapittel 11 blei framtidsrekneskapen og tilhøyrande krav nytta til å gjennomføra den fundamentale verdivurderinga. Verdsetjinga tok utgangspunkt i både eigenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Etter ein konvergeringsprosess gav dei to metodane eit samsvarande estimat per aksje på kr 55,87. Simulerings- og sensitivitetsanalysen viste at det er knytt sterk uvisse til verdiestimatet. Særleg knyt uvisse seg til sentrale verdidrivarar som netto driftsmargin, driftsinntektsvekst og omløpet til netto driftseigendelar. Heile 63,70 prosent av variasjonen kjem av uvisse knytt til netto driftsmargin i “steady state”.

Deretter blei det gjennomført ei analyse av konkurrisikoen som Ice står overfor. Her blei det skildra to ulike scenario for framtida til verksemda. Det eine scenarioet tok utgangspunkt i framleis drift og at Ice skulle etablera seg i marknaden. Det andre viste til ei utvikling der verksemda ikkje vil overleve og verdien av selskapet er null. Konkurranssynet blei fastsett ved å sjå på ratinga som Ice hadde hatt med ujusterte tal. Ratinga hadde då vorte C, noko som svarar til eit konkurssannsyn på 50,91 prosent. Det var naudsynt å implementere eit meir reelt konkurssannsyn i det endelege fundamentale verdiestimatet, for å få eit meir rettvisande bilete. Dette blei gjort ved å justere ned estimatet med 50,91 prosent, som gav ein verdi på kr 27,43.

Komparativ verdivurdering blei brukt som supplerande metode i kapittel 12 for å undersøke i kva grad verdiestimatet frå kapittel 11 samsvarar med andre metodar. Multiplikatormodellen og Damodaran sine bransjetal var verktøya i analyseprosessen. Komparativt verdiestimat blei vurdert til å bli kr 20,04, då estimatet ut frå Damodaran sine bransjetal verka å vera misvisande. I det endelege verdiestimatet er det valt å gjere ei vekting mellom det fundamentale og det komparative verdiestimatet. Det fundamentale verdiestimatet blir vektlagt med 90 prosent då dette er mykje meir djuptgåande og ressurskrevjande. Det komparative verdiestimatet blir då vektlagt med 10 prosent. Grunnen til at det blir teke omsyn til det komparative estimatet, er at

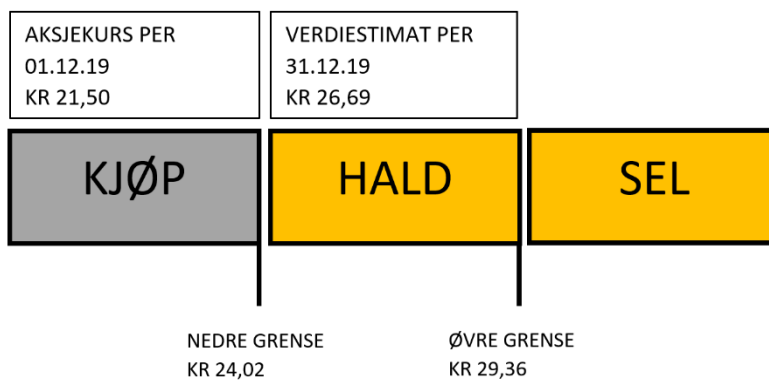
det er stor uvisse nytt til det fundamentale estimatet som følgje av ei rekke føresetnadar og usikre faktorar. Ut frå dette kjem det fram eit endeleg estimat på:

$$27,43 * 0,9 + 20,04 * 0,1 = 26,69$$

13.2 Handlingsstrategi

Basert på det endelege verdiestimatet av ein aksje i Ice på kr 26,69, blir det utarbeida ein handlingsstrategi for aksjen. For å kunne vurdere om Ice-aksjen er over- eller undervurdert 31.12.19, vil verdiestimatet bli samanlikna med børskursen på verdsetjingstidspunktet. Sidan det er knytt stor uvisse til den estimerte aksjeverdien, vil det ved utarbeiding av handlingsstrategi om kjøp, hald og sel teke med eit avvik på verdiestimatet på +/- 10 prosent. Ut frå denne føresetnaden, vil Ice-aksjen gje ei hald-tilråding i intervallet [24,02 29,36]. Dersom kursen på børs er lågare enn den nedre grensa på kr 24,02, vil det indikere ei kjøpstilråding. Dersom børskursen er høgare enn den øvre grensa på 29,36, indikerer dette at aksjen bør seljast. Er børskursen på verdsetjingstidspunktet innanfor intervallet, kan det tilrådest å halde på aksjen.

Figur 13-1 viser grensene for kjøp, hald og sal av Ice sin aksje. Børskurs på verdsetjingstidspunktet er på kr 21,50. Det endelege verdiestimatet er på kr 26,69, som er høgare enn børskursen. Dette indikerer at aksjen er undervurdert i marknaden. Avviket mellom børskursen og vårt fundamentale verdiestimat kan skuldast ulike forventningar og føresetnadar om framtida, både til verksemda og til bransjen. Vårt endelege verdiestimat tek utgangspunkt i ein konkursrisiko på 50,91 prosent, og det kan verke som at marknaden vurderer den til å vera noko høgare sidan børskursen er lågare enn vårt verdiestimat. Slik me ser det kan verke som at det er skepsis knytt til Ice sin etablering som ein tredje aktør. Ut frå vår analyse har me likevel komme fram til at solid marknadsføring, og ynskje om ein tredje aktør, gjev eit sannsyn for etablering som er nesten like stort som sannsynet for konkurs. Som følgje av dette er aksjekursen noko lågare enn vår estimerte nedre grense på verdsetjingstidspunktet, noko som medfører **kjøpstilråding** av Ice Group ASA sin aksje.



Figur 13-1: Handlingsstrategi for Ice Group ASA sin aksje

Litteraturliste

- Barney, J. B. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage. 4.red.* Boston: Pearson Education.
- Besanko, D., Dranove, D., Schaefer, S., & Shanley, M. (2017). *Economics of Strategy. 7.red.* United Kingdom: John Wiley & Sons.
- Brønnøysundregisteret. (2019). *Årsrapport Ice Group ASA 2018.*
- Christensen, J. (2019, Februar 25). *Ice Group selger sin svenske virksomhet for 180 millioner kroner.* Retrieved from Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/telekom/ice-group/teracom-group/eivind-helgaker/ice-group-selger-sin-svenske-virksomhet-for-180-millioner-kroner/2-1-551169>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation.* New Jersey: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2014, Januar 1). *Regional datasets.* Retrieved from <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2019, Januar 15). *Betas by sector.* Retrieved from http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Datatilsynet. (2016, Februar 19). *EUs personvernreform.* Retrieved from Datatilsynet: [https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-skjema/nye-personvernregler/eus-personvernreform- /](https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-skjema/nye-personvernregler/eus-personvernreform-/)
- Dyrnes, S. (2004). *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer.* Retrieved from Lederkilden: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
- Finans Norge. (2013, Januar 30). *Aktuelt.* Retrieved from Finans Norge: [https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2013/01/hva-er-nibor- /](https://www.finansnorge.no/aktuelt/nyheter/2013/01/hva-er-nibor-/)
- Gundersen, M. (2018, Februar 9). *Finske Ronja (24) betaler 212 kroner for ubegrenset mobildata hver måned.* Retrieved from NRK: <https://nrkbeta.no/2018/02/09/i-finland-far-du-ubegrenset-med-mobildata-til-under-250-kroner-i-maneden/>

- Hammertrø, H. (2019). Faresignaler i regnskapet. *Revisjon og Regnskap*, 23-27. Retrieved from <https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/7-23-7.pdf>.
- Hill, C. R., Lim, G. C., & Griffiths, W. E. (2012). *Principles of econometrics*. Hoboken: WILEY.
- Ice Group ASA. (2019, Desember 10). *Corporate Structure*. Retrieved from Ice Group: <https://icegroup.com/about/corporate-structure>
- Ice Group ASA. (2019, Februar 13). *Denmark*. Retrieved from Ice Group ASA: <https://icegroup.com/denmark/>
- Ice Group ASA. (2019). *Ice Group ASA; Second quarter and half-year results*. Oslo: Ice Group ASA. Retrieved from file:///C:/Users/Hilde/Downloads/Ice%20Group%20ASA%20-%20Interim%20Report%202019%20Q2H1%20(2).pdf
- Ice Group ASA. (2019, November 26). *Investor relations*. Retrieved from Ice Group: https://icegroup.com/investor-relations/share-information/?fbclid=IwAR3_YXV5dD8Ill67ae0WqHmLmzozI7CV1StP4IVPohhD6K23mWmQpKK7P8Y
- Ice Group ASA. (2019, Februar 13). *Norway*. Retrieved from Ice Group ASA: <https://icegroup.com/norway/>
- Ice Norge AS. (2015, Februar 5). *Ice.net inngår avtale med TeliaSonera*. Retrieved from Ice Norge: <https://www.ice.no/om-ice/pressemeldinger/ice.net-inngar-avtale-med-teliasonera/>
- Ice Norge AS. (2019, Mars 6). *Ice er Nordens beste på mobildata*. Retrieved from Ice Norge: <https://www.ice.no/ice-magasinet/nordens-beste-pa-mobildata/>
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regner, P. (2017). *Exploring Strategy. 11. red.* Harlow: Pearson.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Fagbokforlaget.

- Kibar, O. (2019, Februar 11). *Derfor droppet Ice samarbeid med Huawei*. Retrieved from Dagens Næringsliv: <https://www.dn.no/teknologi/huawei/ice/telenor/derfor-droppet-ice-samarbeid-med-huawei/2-1-540815>
- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 9). Førellesing 1. *Verdivurdering med rekneskapsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Februar 8). Førellesing 10. *Avkastningskrav*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Februar 12). Førellesing 11. *Strategisk rentabilitetsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Februar 15). Førellesing 12. *Strategisk driftsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Februar 21). Førellesing 14. *Framtidsrekneskap*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Mars 6). Førellesing 15. *Framtidsrekneskap; Andre budsjettdriverar*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Mars 8). Førellesing 16. *Framtidskrav*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Mars 13). Førellesing 17. *Eigenkapitalmetoden*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Mars 21). Førellesing 18. *SK-metoden og verdikonvergens*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 10). Førellesing 2. *Strategi, rekneskap og verdi*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 16). Førellesing 3. *Rekneskapsanalyse; Ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 18). Førellesing 4. *Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 23). Førelsing 5. *Omgruppering; Balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Januar 30). Førelsing 7. *Målefeil*. BERgen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2019, Februar 6). Førelsing 9. *Syntetisk rating*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, & David. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: WILEY.
- Lekanger, K. (2017, April 4). *Ombestemte seg: Konkurransetilsynet lar Telia kjøpe Phonero likevel*. Retrieved from Digi: <https://www.digi.no/artikler/ombestemte-seg-konkurransetilsynet-lar-telia-kjope-phonero-likevel/379188>
- Lorentzen, M. (2018, Juni 12). *Slik skal Ice bygge Norges nye mobilnett*. Retrieved from e24: <https://e24.no/podcast/e24-podden/slikskalicebyggenorgesnyemobilnett/>
- Lorentzen, M. (2019, Mars 27). *Telenor straks klare for å trykke på knappen: Trondheim blir Norges første by med 5G*. Retrieved from e24: <https://e24.no/teknologi/i/3JMIK0/telenor-er-straks-klare-for-aa-trykke-paa-knappen-trondheim-blir-norges-foerste-by-med-5g>
- Nasjonal kommunikasjonsmyndighet. (2015, Februar 11). *Auksjoner*. Retrieved from Nasjonal kommunikasjonsmyndighet: <https://www.nkom.no/teknisk/frekvensauksjoner/auksjoner/auksjonar>
- Nasjonal kommunikasjonsmyndighet. (2019, Mars 10). *Ekostatistikken*. Retrieved from Mobiltelefoni - største tilbyder (abonnement): [https://ekomstatistikken.nkom.no/#/statistics/details?servicearea=Mobiltjenester&label=Mobiltelefoni%20-%20st%C3%B8rste%20tilbyder%20\(abonnement\)](https://ekomstatistikken.nkom.no/#/statistics/details?servicearea=Mobiltjenester&label=Mobiltelefoni%20-%20st%C3%B8rste%20tilbyder%20(abonnement))
- Norges Bank. (2019). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 3/19*. Oslo: Norges Bank. Retrieved from Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet.

- Norges Bank. (2019, September 19). *Pressemeldingar*. Retrieved from Norges Bank: (<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Pressemeldinger/2019/2019-09-19-pressemelding-rente/>).
- NTB. (2017, April 25). *Nå er det klart når du kan surfe og ringe i EU uten å betale ekstra*. Retrieved from Aftenposten: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/dKLAB/Na-er-det-klart-nar-du-kan-surfe-og-ringe-i-EU-uten-a-betale-ekstra>
- Olsen, S. J. (2018, April 4). *Telia legger ned Chess - alle kundene flyttes over*. Retrieved from Tek: <https://www.tek.no/artikler/telia-og-chess-slar-seg-sammen/434029>
- Oslo Børs. (2019, November 26). *Ice Group ASA*. Retrieved from Oslo Børs: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/ICE.OAX/data>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation*. Hampshire: Cengage Learning.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. (2007). *Konkurransestrategi*. Oslo: TANO.
- Proff. (2019, April 9). *Telenor ASA*. Retrieved from Proff: <https://www.proff.no/roller/telenor-asa/fornebu/hovedkontortjenester/IG8XLUU10NZ/>
- PwC. (2018, Desember 3). *Risikopremie*. Retrieved from PwC: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Regjeringen. (2014, November 24). *Mobilutbygging i Norge*. Retrieved from Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/transport-og-kommunikasjon/elektronisk-kommunikasjon/mobilutbygging-i-norge/id439291/>
- Regjeringen. (2018, Oktober 8). *Skattesatser 2019*. Retrieved from Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>

- Regjeringen. (2019, Mars 24). *Prop. 1 S Gul bok (2018-2019) For budsjettåret 2019 - Statsbudsjettet*. Retrieved from Regjeringen: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-s-gul-bok-20182019/id2613810/sec2>
- Regjeringen. (2019, Mars 23). *Statsbudsjettet*. Retrieved from Handlingsregelen: <https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2019/Statsbudsjettet-fra-A-til-A/Handlingsregelen/>
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi - en innføring. 6.red.* Bergen: Fagbokforlaget.
- Samferdselsdepartementet. (2016, April 15). *Regjeringen*. Retrieved from Meld. St. 27 (2015-2016) Digital agenda for Norge - IKT for en enklere hverdag og økt produktivitet: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-27-20152016/id2483795/sec4>
- Statistisk sentralbyrå. (2019, Mars 15). *Fakta om internett og mobil*. Retrieved from Statistisk sentralbyrå: <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/faktaside>
- Store norske leksikon. (2018, Mai 24). *Store norske leksikon*. Retrieved from Telenor ASA: https://snl.no/Telenor_ASA
- Telenor ASA. (2019, November 25). *Årsrapport 2018*. Retrieved from Telenor: <https://www.telenor.com/wp-content/uploads/2019/03/%C3%85rsrapport-2018-Q-fae15a205c0c372370d54e61255f2b13-1.pdf>
- Telia. (2019, Februar 2). *Telias historie*. Retrieved from Telia: <https://www.telia.no/om-telia/telias-historie/>
- Telia Company AB. (2018, November 25). *Annual and sustainability report*. Retrieved from Telia Company: <https://annualreports.teliacompany.com/globalassets/pdf-till-download-center/engelsk-pdf/telia-company--annual-and-sustainability-report-2018.pdf>
- Tofteland, A., & Fladstad, H. (2011). *Finansregnskap: vurdering og analyse*. Bergen: Fagbokforlaget.

Figuroversikt

Figur 2-1: Organisasjonskart (Ice Group ASA, 2019)	15
Figur 2-2: Norges Bank sin prognose for styringsrenta i åra framover (Norges Bank, 2019). 22	
Figur 2-3: Norges Bank sin forventning om vekst i konsumpris (Norges Bank, 2019)	23
Figur 2-4: Fordeling av mobiltelefoniabonnement i den norske marknaden	28
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdivurdering	38
Figur 4-1: Makroforhold i PESTEL	42
Figur 4-2: Porter sine fem konkurransekrefter (Besanko, Dranove, Schaefer, & Shanley, 2017)	47
Figur 5-1: Rammeverk for rekneskapsanalyse (Knivsflå, Føreling 3, 2019)	63
Figur 5-2: Rammeverk for omgruppering av resultatrekneskap (Damodaran, Investment valuation, 2012).....	75
Figur 5-3: Rammeverk for omgruppering av balansen (Knivsflå, Føreling 5, 2019).....	81
Figur 5-4: Omgruppering av balanseoppstilling	82
Figur 5-5: Overgang frå total kapital til sysselsett kapital	84
Figur 5-6: Overgang frå sysselsett kapital til netto driftskapital	85
Figur 5-7: Rammeverk for analyse av forholdstal (Knivsflå, Føreling 9, 2019)	95
Figur 6-1: Rammeverk for analyse av kredittrisiko (Knivsflå,9).....	96
Figur 6-2: Illustrasjon av likviditetsgrad 1 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017- 2019T	98
Figur 6-3: Illustrasjon av likviditetsgrad 2 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017- 2019T	99
Figur 6-4: Illustrasjon av finansiell gjeldsdekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T	101
Figur 6-5: Illustrasjon av rentedekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017- 2019T	102
Figur 6-6: Illustrasjon av egenkapitalprosent for Ice Group ASA og bransjen 2017-2019T	105
Figur 6-7: Illustrasjon av netto driftsrentabilitet for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017- 2019T	107
Figur 7-1: Avkastning til Ice Group ASA mot OSEBX i perioden 20.mai 2019-25.september 2019.....	120
Figur 7-2: Utviklinga i netto driftskrav for både Ice Group ASA og bransjen frå 2017 til 2019T	130

Figur 8-1: Dekomponering av strategisk fordel	134
Figur 8-2: Ice Group ASA sin strategiske fordel over analyseperioden	145
Figur 9-1: Rammeverk for utarbeiding av framtidsrekneskap (Knivsflå, Førelesing 14, 2019)	147
Figur 9-2: Fullstendig egenkapitalvekst til Ice Group ASA og bransjen frå 2017 til 2019T	149
Figur 9-3: Rammeverk for budsjettering av framtidsrekneskap (Penman, 2013).....	152
Figur 9-4: Historisk og venta utvikling i driftsinntektene til Ice Group ASA i perioden 2017- 2035	157
Figur 11-1: Konvergeringsprosess frå steg 1 til steg 10.....	193
Figur 11-2: Monte Carlo-simulering av verdiestimat per aksje for Ice Group ASA	198
Figur 11-3: Oppsidepotensialet til Ice Group ASA frå Monte Carlo-simuleringa. Sannsynet for å gå over +20 prosent frå opphavelig verdiestimat.....	199
Figur 11-4: Nedsiderisiko til Ice Group ASA frå Monte Carlo-simuleringa. Sannsynet for å gå under –20 prosent frå opphavelig verdiestimat.	200
Figur 11-5: Sensitivitetsdiagram for inndatavariablane	201
Figur 13-1: Handlingsstrategi for Ice Group ASA sin aksje.....	219

Tabelloversikt

Tabell 4-1: VRIO (Barney, 2014)	54
Tabell 4-2: Oppsummering av VRIO-analyse	57
Tabell 4-3: Summert strategisk fordel.....	59
Tabell 4-4: Ressursar som kan nyttast for utnytte moglegheitene og avgrense truslane i bransjen.	60
Tabell 5-1: Resultatrekneskap Ice Group ASA 2017-2018	67
Tabell 5-2: Balanseoppstilling av egedelar i Ice Group ASA 2017-2018	68
Tabell 5-3: Balanseoppstilling av eigenkapital og gjeld i Ice Group ASA 2017-2018.....	69
Tabell 5-4: Endring i eigenkapitalen til Ice Group ASA 2017-2018	69
Tabell 5-5: Trailing av resultatrekneskap for Ice Group ASA i 2019.....	70
Tabell 5-6: Årleg driftsskattesats (dss).....	72
Tabell 5-7: Unormal driftsskattesats	72
Tabell 5-8: Trailing egedelar Ice Group ASA 2019T	73
Tabell 5-9: Trailing eigenkapital og gjeld Ice Group ASA 2019T	74
Tabell 5-10: Fullstendig nettoresultat til eigenkapitalen 2017-2019T	76
Tabell 5-11: Fullstendig driftsresultat før skatt frå 2017 til 2019T.....	77
Tabell 5-12: Fullstendig finansresultat før skatt frå 2017 til 2019T	78
Tabell 5-13: Unormalt driftsresultat for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T.....	79
Tabell 5-14: Unormalt finansresultat for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	79
Tabell 5-15: Årleg selskaps- og finansinntektsskattesats frå 2017 til 2019.....	80
Tabell 5-16: Fordeling av skattekostnad frå 2017 til 2019T	80
Tabell 5-17: Sysselsette eigendelar frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA.....	84
Tabell 5-18: Sysselsett kapital frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA	85
Tabell 5-19: Netto driftskapital frå 2017 til 2019T i Ice Group ASA.....	86
Tabell 5-20: Omgruppert resultatrekneskap i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	87
Tabell 5-21: Sysselsette egedelar i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T.....	87
Tabell 5-22: Sysselsett kapital i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	88
Tabell 5-23: Netto driftseigedelar og netto driftskapital i Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	88
Tabell 5-24: Endring i eigenkapitalen til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	88
Tabell 5-25: Justert- og omgruppert resultatrekneskap for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	93

Tabell 5-26: Justert- og omgruppert sysselsette egedelar for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	93
Tabell 5-27: Justert- og omgruppert sysselsett kapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	93
Tabell 5-28: Justert- og omgruppert netto driftskapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	94
Tabell 5-29: Justert- og omgruppert egenkapital for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	94
Tabell 6-1: Likviditetsgrad 1 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T.....	98
Tabell 6-2: Likviditetsgrad 2 for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T.....	99
Tabell 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017- 2019T	100
Tabell 6-4: Rentedekningsgrad for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T	102
Tabell 6-5: Fri kontantstrøm til egenkapital Ice Group ASA 2017-2019T.....	103
Tabell 6-6: Egenkapitalprosent for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T	105
Tabell 6-7: Netto driftsrentabilitet for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T	106
Tabell 6-8: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for Ice Group ASA 31.12.2018 i absolutte verdiar.....	108
Tabell 6-9: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for Ice Group ASA 31.12.2018 i prosentvise verdiar.....	108
Tabell 6-10: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for bransjen 31.12.18 i absolutte verdiar	108
Tabell 6-11: Kapitalstruktur i finansieringsmatrise for bransjen 31.12.2018 i prosentvise verdiar	108
Tabell 6-12: Verdiar for fastsetjing av syntetisk rating, med tilhøyrande konkurssannsyn...	110
Tabell 6-13: Syntetisk rating for Ice Group ASA og bransjen 2017-2019T	111
Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt 2017-2019T.....	117
Tabell 7-2: Marknadens risikopremie etter skatt frå 2017 til 2019T	118
Tabell 7-3: Utdata frå regresjonsanalyse av Ice Group ASA mot OSEBX 20.mai 2019- 25.september 2019	120
Tabell 7-4: Netto driftsbeta for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	123
Tabell 7-5: Egenkapitalkrav til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	124
Tabell 7-6: Minoritetskravet til Ice Group ASA frå 2017 til 2019T	124
Tabell 7-7: Oversikt over kortsiktig og langsiktig risikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå, Førelesing 9, 2019).....	125
Tabell 7-8: Finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T.....	126

Tabell 7-9: Finansiell gjeldsbeta frå 2017 til 2019T	126
Tabell 7-10: Finansielt egedelskrav frå 2017 til 2019T	127
Tabell 7-11: Fordringsbeta frå 2017 til 2019T	128
Tabell 7-12: Finansiell egedelsbeta frå 2017 til 2019T	128
Tabell 7-13: Netto finansielt gjeldskrav frå 2017 til 2019T.....	129
Tabell 7-14: Netto finansiell gjeldsbeta frå 2017 til 2019T	129
Tabell 7-15: Netto driftskrav frå 2017 til 2019T.....	130
Tabell 7-16: Dekomponering av driftskravet frå 2017 til 2019T.....	131
Tabell 8-1: Eigenkapitalrentabilitet for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	133
Tabell 8-2: Superprofitt til eigenkapitalen i perioden 2017-2019T	133
Tabell 8-3: Rein driftsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017 – 2019T	135
Tabell 8-4: Bransjefordel for Ice Group ASA, Telenor Norge AS og Telia Norge AS i perioden 2017-2019T	136
Tabell 8-5: Rentabilitetsfordel knytt til drift for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	136
Tabell 8-6: Kravfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	137
Tabell 8-7: Vekta marginfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	137
Tabell 8-8: Common size – analyse for Ice Group ASA og bransjen i perioden 2017-2019T.	138
Tabell 8-9: Vekta omløpsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T.....	139
Tabell 8-10: Gearingfordel for Ice Group ASA frå 2017 til 2019T.....	140
Tabell 8-11: Oppsummering av samla driftsfordel for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	140
Tabell 8-12: Finansieringsfordel knytt til finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	142
Tabell 8-13: Finansieringsfordel knytt til finansielle eigendelar i perioden 2017-2019T	142
Tabell 8-14: Finansieringsfordel knytt til netto finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	143
Tabell 8-15: Finansieringsfordel knytt til minoritetsinteresser i perioden 2017-2019T	143
Tabell 8-16: Samla finansieringsfordel i perioden 2017-2019T	144
Tabell 8-17: Oppsummering av superprofitt til eigenkapitalen i Ice Group ASA i perioden 2017-2019T. Tabellen viser kjeldene til superprofitt som er identifisert i kapittel 8.	145
Tabell 9-1: Driftsinntektsvekst for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	148
Tabell 9-2: Normalisert eigenkapitalvekst for Ice Group ASA i perioden 2017-2019T	150
Tabell 9-3: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter til Ice Group ASA i perioden 2019-2035	156

Tabell 9-4: Budsjetterte netto driftseigedelar for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	158
Tabell 9-5: Budsjettert netto driftsresultat for Ice Group ASA i perioden 2019-2035	159
Tabell 9-6: Budsjettert finansiell gjeldsdel for Ice Group ASA i perioden 2019-2035	160
Tabell 9-7: Budsjettert finansiell eigendelsdel for Ice Group ASA i perioden 2019-2035....	161
Tabell 9-8: Budsjettert netto finansiell gjeld for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	162
Tabell 9-9: Budsjettert netto finanskostnad for Ice Group ASA i perioden 2019-2035	163
Tabell 9-10: Budsjettert netto finansinntekt for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	164
Tabell 9-11: Budsjettert netto finansresultat for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	164
Tabell 9-12: Framtidsrekneskap for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	165
Tabell 9-13: Framtidsbalanse for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	166
Tabell 9-14: Framtidsbalanse for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	166
Tabell 9-15: Budsjettert fri kontantstrøm for Ice Group ASA i perioden 2019-2035.....	167
Tabell 10-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2035.....	170
Tabell 10-2: Årleg egenkapitalbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035.....	171
Tabell 10-3: Egenkapital- og minoritetskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035	172
Tabell 10-4: Syntetisk rating for Ice Group ASA i perioden 2020-2035.....	174
Tabell 10-5: Finansielt gjeldskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035.....	175
Tabell 10-6: Finansiell gjeldsbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035	176
Tabell 10-7: Finansielt egedelskrav for Ice Group ASA 2020-2035	177
Tabell 10-8: Finansiell egedelsbeta for Ice Group ASA i perioden 2020-2035	178
Tabell 10-9: Netto finansielt gjeldskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035.....	178
Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldsbeta for Ice Group ASA 2020-2035	179
Tabell 10-11: Netto driftskrav for Ice Group ASA i perioden 2020-2035.....	180
Tabell 10-12: Oppsummering av framtidskrava for Ice Group ASA i perioden 2020-2035 .	180
Tabell 10-13: Ice Group ASA sin strategiske fordel i perioden 2020-2036	182
Tabell 11-1: Første verdierestimert ved bruk av fri kontantstrøm- og utbytemodellen – Egenkapitalmetoden.....	189
Tabell 11-2: Første verdierestimert ved bruk av superprofittmodellen – Egenkapitalmetoden	189
Tabell 11-3: Første verdierestimert ved bruk av superprofittvekstmodellen – Egenkapitalmetoden	190
Tabell 11-4: Første verdierestimert ved bruk av fri kontantstrømmodellen – Netto driftskapital- metoden.....	190
Tabell 11-5: Første verdierestimert ved bruk av superprofittmodellen – Netto driftskapital- metoden.....	191

Tabell 11-6: Første verdiestimat ved bruk av superprofittvekstmodellen – Netto driftskapitalmetoden	191
Tabell 11-7: Oppsummering av første verdiestimat til Ice Group ASA	192
Tabell 11-8: Konvergeringsprosess frå steg 1 til steg 10	193
Tabell 11-9: Oversikt over valt standardavvik til forventa driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1, 2, M og T	195
Tabell 11-10: Oversikt over valt standardavvik for forventa netto driftsmargin i budsjettpunkt 1, 2, M og T	196
Tabell 11-11: Oversikt over valt standardavvik for forventa omløp i netto driftseigedelar i budsjettpunkt 1, 2, M og T	197
Tabell 11-12: Oversikt over andre kritiske risikofaktorar og valt standardavvik i budsjettpunkt T	197
Tabell 11-13: Uvisse knytt til kvar kritiske faktor i verdiestimatet	201
Tabell 11-14: Sannsynsfordeling for scenario 1 og 2	204
Tabell 12-1: Marknadsverdi av egenkapitalen til komparative verksemder per 23.11.2019	212
Tabell 12-2: Verdiestimat på ein aksje i Ice med P/B-multiplikator.....	213
Tabell 12-3: Verdiestimat på ein aksje i Ice Group ASA ved bruk av EV/Sal-multiplikator	214
Tabell 12-4: Gjennomsnittleg verdiestimat etter komparativ verdsetjing.....	214
Tabell 12-5: Gjennomsnittleg verdiestimat etter Damodaran sin bransjemultiplikator.....	214

Ordliste

AM	Anleggsmidler	FI	Finansinntekt
ARPU	Average Revenue Per Unit	fiss	Finansinntektsskattesatsen
CAPM	Capital Asset Pricing Model	FK	Finanskostnad
DI	Driftsinntekt	fkss	Finanskostnadsskattesatsen
div	Driftsinntektsvekst	FKD	Fri kontantstrøm frå drift
DR	Driftsresultat	FKE	Fri kontantstrøm til eigenkapital
dss	Driftsskattesats	FNR	Fullstendig nettoresultat
EK	Eigenkapital	FOR	Fordringar
ekk	Eigenkapitalkrav	FVEK	Fundamentalverdien til eigenkapitalen
ekr	Eigenkapitalrentabilitet	IFRS	International Financial Reporting Standards
ekv	Eigenkapitalvekst	ilp	Likviditetspremie
FE	Finansielle egedelar	INV	Investeringar
fed	Finansiell egedelsdel	KON	Kontantar
fek	Finansielt egedelskrav	krp	Kredittrisikopremie
fer	Finansiell eigedelsrentabilitet	lg1	Likviditetsgrad 1
FF	Finansieringsfordel	lg2	Likviditetsgrad 2
FG	Finansiell gjeld	LVEK	Likvidasjonsverdien av eigenkapitalen
fgd	Finansiell gjeldsdel	MI	Minoritetsinteresser
fgk	Finansielt gjeldskrav		
fgr	Finansiell gjeldsrente		

mrd	Marknadsrisikodel	NRD	Netto driftsresultat frå eiga verksemd
mrp	Marknadsrisikopremie		
NBU	Netto betalt utbyte	NRE	Nettoresultat til eigenkapital
NDE	Netto driftseigedelar	NSK	Normal skattekostnad
NDK	Netto driftskapital	OM	Omløpsmidlar
ndk	Netto driftskrav	onde	Omløpet til netto driftseigedelar
ndm	Netto driftsmargin	p	Sannsynet for konkurs
NDR	Netto driftsresultat	rf	Risikofri rente
ndr	Netto driftsrentabilitet	rm	Avkastning på marknadspoteføljen
ndss	Normalisert driftsskattesats		
NFG	Netto finansiell gjeld	s	Skattesats
NFI	Netto finansinntekt	SDF	Strategisk driftsfordel
NFK	Netto finanskostnad	SPD	Superprofitt frå drift
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad	SPE	Superprofitt til eigenkapital
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav	T	Budsjetthorisonen
nfgr	Netto finansiell gjeldsrente	UDR	Unormalt driftsresultat
NFI	Netto finansinntekt	UFR	Unormalt finansresultat
NFK	Netto finanskostnad	ufrss	Unormal finansresultatskatt
NGRS	Norsk god rekneskapsskikk	VEK	Verdi av eigenkapital
NIBOR	Norwegian Interbank Offered Rate	WACC	Weighted Average Cost of Capital

β_{EK}	Eigenkapitalbeta
β_{FE}	Finansiell egedelsbeta
β_{FG}	Finansiell gjeldsbeta
β_{FOR}	Fordringsbeta
β_{INV}	Investeringsbeta
β_{NDK}	Netto driftsbeta
β_{NFG}	Netto finansiell gjeldsbeta

