



# Opera Software ASA

- *En fundamental verdivurdering*

**Fredrik Grøstad Kalleberg og Kristoffer Krekling**

**Veileder: Øystein Gjerde, Institutt for foretaksøkonomi**

Masterutredning i økonomi og administrasjon innen finansiell  
økonomi og økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

## Sammendrag

Å verdsette et selskap handler om å forstå hvilke verdier som genereres, og hvordan. Dette er mer enn bare å analysere det historiske regnskapet, men handler like mye om å forstå hvilke strategier som ligger bak bedriftens virksomhet, forstå bransjen, og hvordan selskapet står i forhold til konkurrentene. En verdivurdering kan ha flere formål, den kan bli utført som et ledd i en investerings- eller oppkjøpsprosess, det kan skje som en del av en kredittanalyse i utlånsammenheng, eller det kan bli brukt internt i bedriften som et styringsverktøy.

I denne masterutredningen har vi gjennomført en verdivurdering av Opera Software ASA, et norsk IT-selskap listet på Oslo børs, som utvikler nettlesere for de aller fleste plattformer og leverer nettverkløsninger til teleoperatører. De siste årene har Opera også posisjonert seg som en stadig større aktør i markedet for mobilannonser, et forretningsområde som i dag utgjør mer enn 40 % av deres virksomhet. Med 60 % økning i inntekter, nådde Opera i 2014 nye høyder, samtidig som de gikk med underskudd for første gang på fem år.

Ved hjelp av strategisk analyse, regnskapsanalyse og prognostisering av fremtidsregnskap, kom vi frem til et fundamentalt verdiestimat på Opera sin egenkapital på 76,80 NOK per aksje basert på de siste rapporterte tallene og 119,69 NOK per aksje basert på «trailede» tall. Dette estimatet er det knyttet stor usikkerhet til, i forhold til flere av forutsetningene som ligger til grunn. Ved å simulere flere av de usikre forutsetningene, har vi kommet frem til et estimat på usikkerheten. Med de rapporterte tallene var det 75 % sannsynlighet for at verdien lå mellom 38,70 og 132,02 NOK per aksje. Hvor de faktorene som påvirker verdiestimatet mest er netto driftsmargin i «steady state», omløpet til netto driftseiendeler, beta og markedspremien.

## Forord

Denne utredningen er skrevet som et ledd i undertegnede masterutdanning i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Som studenter med hovedprofil i finansiell økonomi og økonomisk styring falt valget på verdsettelse som tema relativt fort.

I tillegg til vår felles interesse for økonomifaget deler vi en interesse for teknologi og IT, slik at det å fordype seg i Opera Software ASA sin virksomhet og det å finne et verdiestimat på et av Norges største IT-selskap har vært en spennende prosess. Dette har også vært en utfordrende oppgave i den forstand at vi har måttet dra nytte av det meste vi har lært under vår fem-årige økonomiutdanning, innenfor både strategi, finans og regnskap. Arbeidet med denne utredningen har sørget for å gi en god forståelse av verdsettelse, og de temaer som denne prosessen innebærer.

Vi ønsker å takke vår veileder Øystein Gjerde for gode og nyttige tilbakemeldinger på arbeidet gjennom prosessen.

Oslo, 8. juni 2015

Kristoffer Krekling

Fredrik Kalleberg

# Innholdsfortegnelse

<b>1. Innledning</b> .....	<b>10</b>
1.1 Formål.....	10
1.2 Avgrensning.....	11
1.3 Disposisjon .....	11
<b>2. Opera Software ASA</b> .....	<b>12</b>
2.1 Generelt.....	12
2.2 Historie .....	14
<b>3. Verdsettelse</b> .....	<b>16</b>
3.1 Ulike metoder .....	16
3.2 Valg av metode .....	17
<b>4. Strategisk analyse</b> .....	<b>20</b>
4.1 Porter-analyse .....	21
4.2 SWOT-analyse.....	28
4.3 PESTEL-analyse.....	32
<b>5. Regnskapsanalyse</b> .....	<b>37</b>
5.1 Valg av rammeverk.....	37
5.2 Klargjøring av finansregnskapet.....	40
5.3 «Trailing» .....	43
5.4 Omgruppering.....	49
5.5 Målefeil.....	55
5.6 Forholdstallsanalyse .....	61
5.6.1 <i>Analyse av risiko og syntetisk «rating»</i> .....	61
5.6.2 <i>Avkastningskrav</i> .....	71
5.6.3 <i>Strategisk rentabilitets- og driftsfordelsanalyse</i> .....	78
<b>6. Fremtidsregnskap</b> .....	<b>94</b>
6.1 Fremtidsrating.....	101
6.2 Fremtidskrav .....	103
6.3 Fremtidig fordel .....	106

<b>7. Fundamental verdivurdering.....</b>	<b>108</b>
7.1 Fundamental verdsettelse.....	109
7.2 Fundamental verdsettelse av Opera Software ASA.....	112
7.3 Konvergering av egenkapitalverdien.....	113
<b>8. Usikkerhet og sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>117</b>
<b>9. Konklusjon.....</b>	<b>128</b>
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>130</b>

# Figurliste

## Kapittel 1

Figur 1.1 Driftsinntekter 2009-2014 .....	10
-------------------------------------------	----

## Kapittel 2

Figur 2.1: Organisasjonskart .....	13
------------------------------------	----

## Kapittel 4

Figur 4.1 Porters fem faktorer .....	21
Figur 4.2 Markedsandel nettleser datamaskin .....	23
Figur 4.3 Markedsandel nettleser mobil .....	23
Figur 4.4 Omsetning Opera Software ASA .....	24

## Kapittel 5

Figur 5.1 Nettoresultat til egenkapital .....	52
Figur 5.2 Likviditetsgrad 1 .....	63
Figur 5.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad .....	64
Figur 5.4 Rentedekningsgrad .....	65
Figur 5.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm .....	66
Figur 5.6 Egenkapitalprosent .....	67
Figur 5.7 Netto driftsrentabilitet .....	69
Figur 5.8 Glidende gjennomsnitt 5 år .....	74
Figur 5.9 Glidende gjennomsnitt 1 år .....	74
Figur 5.10 Avkastning Oslo Børs og Opera Software ASA 2005-2014 .....	75
Figur 5.11 Finansieringsfordel Finansiell Gjeld .....	80
Figur 5.12 Finansiell gjeldsgrad .....	80
Figur 5.13 Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler .....	81
Figur 5.14 Finansiell eiendelsgrad .....	81
Figur 5.15 Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld .....	82
Figur 5.16 Bransjefordel .....	84
Figur 5.17 Ressursfordel .....	86
Figur 5.18 Marginfordel .....	88
Figur 5.19 Vare- og trafikkostnader .....	89
Figur 5.20 Lønnskostnader .....	89
Figur 5.21 Avskrivninger .....	89
Figur 5.22 Andre driftskostnader .....	89
Figur 5.23 Omløpsfordel .....	90

## Kapittel 6

Figur 6.1 Egenkapitalvekst .....	95
Figur 6.2 Driftsinntektsvekst .....	95
Figur 6.3 Omløpet til netto driftseiendeler .....	97

## Kapittel 7

Figur 7.1 Fundamental verdivurdering – en oversikt .....	108
Figur 7.2 Egenkapital - drift .....	109

Figur 7.3 Netto driftskapital .....	110
Figur 7.4 Sysselsatt kapital.....	110
Figur 7.5 Sirkularitets-problemet .....	114
Figur 7.6 Konvergerings-prosessen.....	115

## **Kapittel 8**

Figur 8.1 Usikkerhet dollar estimat per aksje.....	122
Figur 8.2 Valutakurs NOK/USD januar 1972-april 2015 .....	123
Figur 8.3 Sannsynlighet for aksjeverdi under 0,1 basert på rapporterte tall .....	124
Figur 8.4 Tornado diagram dollar estimat per aksje .....	125
Figur 8.5 Stjernediagram.....	125

## Tabelliste

### Kapittel 5

Tabell 5.1 Differanse mellom eiendeler og egenkapital og gjeld.....	43
Tabell 5.2 Resultatoppstilling med «trailing» .....	45
Tabell 5.3 Balanseoppstilling med «trailing» - Eiendeler .....	47
Tabell 5.4 Balanseoppstilling med «trailing» - Egenkapital og gjeld .....	48
Tabell 5.5 Kontantstrømoppstilling med «trailing» .....	49
Tabell 5.6 Omgruppert resultatoppstilling .....	51
Tabell 5.7 Omgruppert totalbalanse .....	54
Tabell 5.8 Omgruppert kontantstrøm .....	55
Tabell 5.9 Justering - forskning og utvikling .....	57
Tabell 5.10 Justering egentilvirket goodwill .....	58
Tabell 5.11 Justert resultatoppstilling .....	59
Tabell 5.12 Justert balanseoppstilling .....	60
Tabell 5.13 Justert kontantstrømoppstilling .....	60
Tabell 5.14 Egenkapitalrentabilitet .....	61
Tabell 5.15 Likviditetsgrad 1 .....	62
Tabell 5.16 Finansiell gjeldsdekning.....	64
Tabell 5.17 Rentedekningsgrad.....	65
Tabell 5.18 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.....	66
Tabell 5.19 Egenkapitalprosent.....	67
Tabell 5.20 Netto driftsrentabilitet .....	69
Tabell 5.21 Finansieringsmatrise .....	70
Tabell 5.22 Syntetisk rating.....	71
Tabell 5.23 Historisk markedsrisikopremie .....	73
Tabell 5.24 Finansiell gjeldsbeta.....	76
Tabell 5.25 Netto driftsbeta.....	77
Tabell 5.26 Egenkapitalkrav.....	77
Tabell 5.27 Netto finansiell gjeldskrav .....	77
Tabell 5.28 Netto driftskrav .....	78
Tabell 5.29 Krav til sysselsatt kapital .....	78
Tabell 5.30 Egenkapitalrentabilitet .....	78
Tabell 5.31 Strategisk fordel .....	79
Tabell 5.32 Finansieringsfordel Finansiell Gjeld .....	80
Tabell 5.33 Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler.....	81
Tabell 5.34 Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld .....	81
Tabell 5.35 Finansieringsfordel.....	82
Tabell 5.36 Bransjefordel .....	84
Tabell 5.37 Ressursfordel.....	86
Tabell 5.38 Ressursfordel - dekomponert .....	87
Tabell 5.39 Marginfordel .....	87
Tabell 5.40 «Common Size»-analyse - sammenlikning med bransje .....	88
Tabell 5.41 Omløpsfordel.....	89
Tabell 5.42 «Common Size»-analyse - driftsinntekter.....	91
Tabell 5.43 Onde - dekomponert.....	91
Tabell 5.44 «Gearing»-fordel .....	92



Tabell 5.45 - Strategisk fordel - oppsummert.....	92
---------------------------------------------------	----

## **Kapittel 6**

Tabell 6.1 Fremtidsresultat basert på rapporterte tall.....	100
Tabell 6.2 Fremtidsresultat basert på «trailede» tall .....	100
Tabell 6.3 Fremtidsbalanse basert på rapporterte tall.....	100
Tabell 6.4 Fremtidsbalanse basert på «trailede» tall .....	100
Tabell 6.5 Fremtidig fri kontantstrøm basert på rapporterte tall .....	101
Tabell 6.6 Fremtidig fri kontantstrøm basert på «trailede» tall.....	101
Tabell 6.7 Soliditet og likviditet i fremtiden basert på rapporterte tall .....	102
Tabell 6.8 Soliditet og likviditet i fremtiden basert på «trailede» tall.....	102
Tabell 6.9 Fremtidsrating basert på rapporterte tall .....	102
Tabell 6.10 Fremtidsrating basert på «trailede» tall.....	102
Tabell 6.11 Fremtidskrav basert på rapporterte tall .....	105
Tabell 6.12 Fremtidskrav basert på «trailede» tall .....	106
Tabell 6.13 Fremtidig driftsfordel basert på rapporterte tall .....	106
Tabell 6.14 Fremtidig driftsfordel basert på «trailede» tall.....	106
Tabell 6.15 Fremtidig strategisk fordel basert på rapporterte tall .....	106
Tabell 6.16 Fremtidig strategisk fordel basert på «trailede» tall.....	106

## **Kapittel 7**

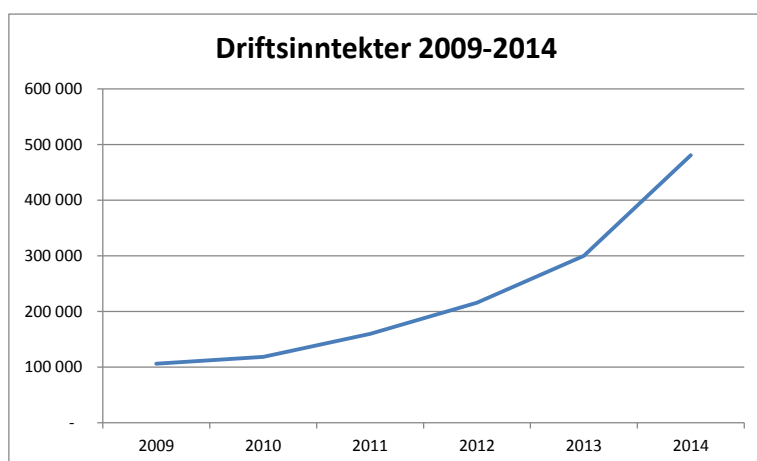
Tabell 7.1 Egenkapitalverdi - budsjetterte vektorer 2014 .....	112
Tabell 7.2 Egenkapitalverdi - budsjetterte vektorer 2014T .....	112
Tabell 7.3 Aksjekurs med opprinnelige vektorer 2014 .....	113
Tabell 7.4 Aksjekurs med opprinnelige vektorer 2014T .....	113
Tabell 7.5 Konvergering av verdiestimatet basert på 2014-tall .....	115
Tabell 7.6 Konvergering av verdiestimatet basert på 2014T-tall.....	116

## **Kapittel 8**

Tabell 8.1 Likviditetspremie .....	119
Tabell 8.2 Sannsynlighetsintervall rapporterte tall.....	122
Tabell 8.3 Sannsynlighetsintervall «trailede» tall .....	123

# 1. Innledning

Børsnoterte selskaper blir priset ut ifra hva markedet mener de er verdt. Dette skjer som vi vil vise, på bakgrunn av de resultater som selskapet presenterer kvartalsvis og årlig, og forventninger om fremtidig kontantstrøm. Opera Software ASA, heretter kalt Opera eller selskapet, er et internasjonalt selskap som opererer i 15 land verden over, og gjennomfører transaksjoner i flere ulike valutaer, og må forholde seg til flere ulike reguleringer fra land til land. Som figur 1.1 viser, så har Opera med sine store ekspansjoner vist seg å være et selskap som er i stand til å benytte seg av de teknologiske fremskritt som IT-bransjen har fått oppleve det siste tiåret, med smarttelefoner, nettbrett og økende mobildatabruk. En fordel som har sørget eksponentiell vekst i inntjening frem til og med 2014.



Figur 1.1 Driftsinntekter 2009-2014

## 1.1 Formål

Med utgangspunktet i faget BUS440 Rekneskapsanalyse og verdivurdering ved Norges Handelshøyskole og Kjell Henry Knivsflå, så er formålet med denne masterutredningen å verdsette Opera Software ASA sin egenkapital, for å finne ut om markedet har priset selskapet riktig. Som rapporten etter hvert vil vise, så baserer dette verdiestimatet seg på prognoser, og i siste del av rapporten vil vi vise hvor feil disse prognosene kan bli, både med hensyn til de forutsetninger som blir tatt, men også hvordan eksterne faktorer kan bidra til at verdiestimatet kan bli helt annerledes enn antatt.

## 1.2 Avgrensning

Den fundamentale analysen av Opera vil skje med utgangspunkt offentlige tilgjengelige regnskapsdata, og vil derfor skje uten intern informasjon om selskapets strategier og ambisjoner for fremtiden.

Selv om Opera er et internasjonalt selskap som konkurrerer med andre internasjonale selskap som Google Inc., Microsoft Corporation og Apple inc. Så har vi forenklet vår analyse ved at vi har tatt utgangspunkt i en bransje bestående av selskaper notert på nordiske børser.

## 1.3 Disposisjon

Oppgaven starter med en presentasjon av Opera som selskap, hvor vi beskriver hva de driver med og hvor de kommer fra. Deretter vil presenterer vi verdsettelsesteori og vårt valg av metode. Videre gjennomfører vi en strategisk analyse av selskapet for å identifisere styrker og svakheter, muligheter og trusler, og en analyse av markedet i dag og utviklingen fremover. Vi vil analysere regnskapet fire år tilbake, hvor vi ser på forholdstall, beregner avkastningskrav og analyserer historiske prestasjoner. Vi vil også gjennomføre en «trailing» av 2014, hvor vi prognostiserer totale inntekter, balanse og kontantstrøm for hele året, med utgangspunkt i årets tre første kvartaler. På bakgrunn av informasjonen fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen, vil vi prognostisere et fremtidsregnskap, med tilhørende fremtidig kontantstrøm, som vil benyttes til å gjennomføre en fundamental verdivurdering av selskapets egenkapital totalt og per aksje. Til slutt analyserer vi usikkerhet i verdiestimatet og gjennomfører en sensitivitetsanalyse.

## 2. Opera Software ASA

I dette kapitlet vil vi presentere selskapet, hvor vi i første del presenterer selskapets organisering og virksomhet, før vi i siste del ser på historien til selskapet fra oppstart og frem til i dag.

### 2.1 Generelt

Opera Software ASA er et internasjonalt IT-selskap med hovedkontor i Oslo. De utvikler og leverer en rekke forskjellige løsninger til forbruker- og bedriftsmarkedet innen IT og mobil. Visjonen deres er «å skape en åpen, tilkoblet verden». Dette gjør de ved å levere nettlesere til over 3 000 ulike mobiltelefonmodeller, i tillegg til en rekke andre plattformer, som datamaskin, nettbrett, spillmaskiner og smart-TV-er. Opera har i dag mer enn 350 millioner aktive brukere av sine produktløsninger på månedsbasis, hvorav 270 millioner er bruker av Opera sine nettlesere for mobil. Kundebasen fordeler seg med 78,4 % på mobil, 14,5 % på datamaskin og 7,1 % på andre enheter.

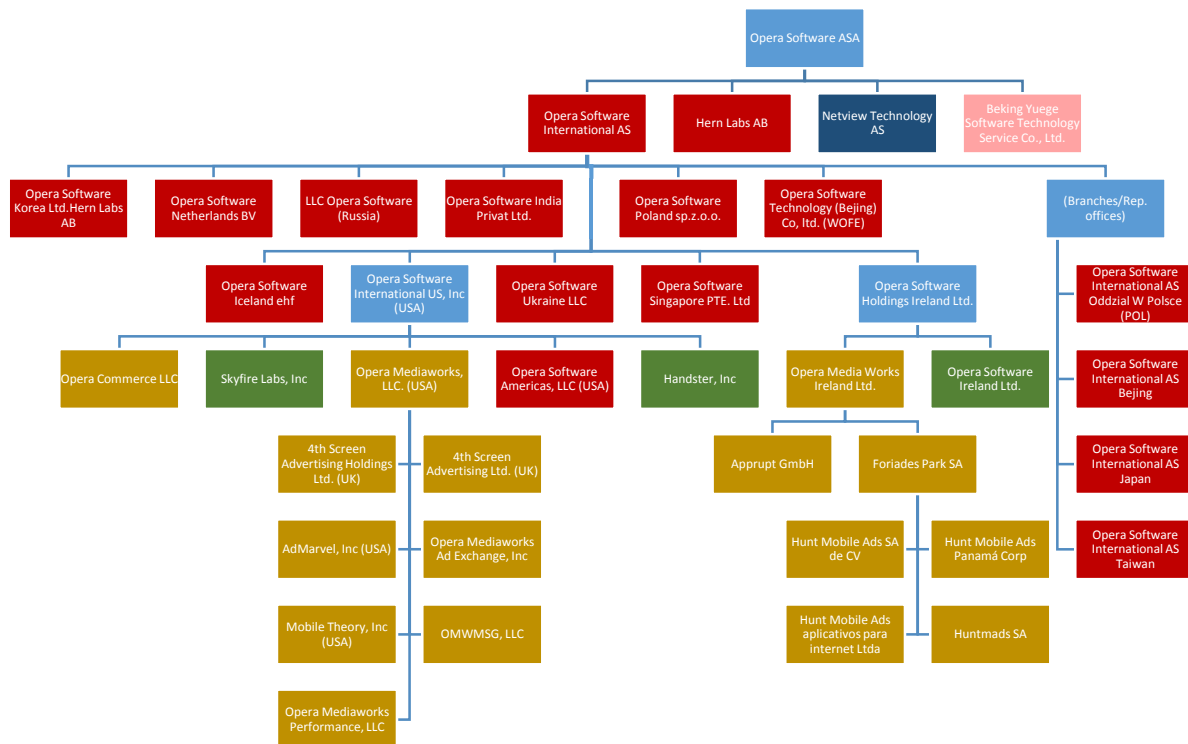
I tillegg leverer Opera nettverkløsninger til mer enn 130 teleoperatører. De tilbyr blant annet løsningen Rocket Optimizer som sparer mobilabonnenter og telenettet for databruk, ved at den komprimerer videoer som strømmes over mobilnettet, samtidig som den vises i bedre kvalitet. Opera tilbyr også løsningen Opera Web Pass i samarbeid med flere teleoperatører, der brukere av nettleseren Opera Mini, kan betale et mindre beløp for å få tilgang til et spesifikt innhold på internett for en begrenset tidsperiode, som for eksempel Facebook-tilgang i en time, dag eller uke.

De tilbyr også annonseløsninger til bedrifter som gjør at annonsørene kan nå ut til mer enn 400 millioner forbrukere gjennom Opera sitt nettverk av egne nettlesere, samt 14 000 tredjeparts applikasjoner som støtter Opera sine annonseløsninger. Dette gjør de både med videoannonser, og med mer tradisjonelle annonser. Dette forretningsområde utgjør en stadig større del av Opera sin virksomhet og er i dag den mest lønnsomme delen av Opera, med mer enn 60 milliarder annonsevisninger i måneden (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

Opera omsatte i 2013 for 300 millioner USD(MUSD), og hadde et årsresultat på 60,3 MUSD, og har i dag over 1 000 ansatte, i 15 land verden over (Opera Software ASA: Annual

Report, 2013). Selskapet ble i 2004 børsnotert og har i dag over 143 millioner aksjer utstedt, og har en markedsverdi på rundt kr 14,155 milliarder (Oslo Børs: OPERA, 2015).

Opera har fire forretningsområder: nettleser, TV, mobil og markedsføring illustrert i organisasjonskartet under med henholdsvis rød (de to førstnevnte), grønn og orange farge. De blå figurene er morselskap og holdingselskaper, og selskapet i lyse rødt er ikke eid av Opera Software ASA, men de har kontroll over selskapet.



Figur 2.1: Organisasjonskart (Opera Software ASA: Prospectus, 2014)

Opera er organisert med tre datterselskaper; Opera Software International AS, Hern Labs AB og Netview Technology AS. Hern Labs AB bidrar med støttetjenester som forskning og utvikling, markedsføring og kundeføring for morselskapet. Netview Technology er en relativt ny del av Opera sin virksomhet. De leverer programvare (SDK)<sup>1</sup> for å strøme video i nettleseren. Opera Software International AS er et holdingselskap for hele konsernets utenlandske virksomhet innenfor alle de fire forretningsområdene (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

<sup>1</sup> SDK står for «Software Development Kit» og er en programvare for å utvikle applikasjoner til en annen spesiell type programvare. Dette gjør at en tredjeparts programutvikler kan utvikle applikasjoner basert på programvaren til Opera (Wikipedia: Software development kit).

## 2.2 Historie

Opera ble startet av Jon S. von Tetzchner og Geir Ivarsøy i juni 1995 med et mål om å lage den minste og raskeste nettleseren med den beste brukeropplevelsen for Microsoft Windows. Denne ble lansert i 1996 og var hovedvirksomheten til selskapet frem til 1998, da de rettet fokus mot håndholdte enheter med internetttilgang. De oppnådde store konkurransefortrinn i dette nye og raskt voksende markedet og begynte etter hvert å utvikle nettleseren for flere nye plattformer. Opera hadde en kraftig vekst fra 1999 til 2000, hvor de økte antall ansatte fra 25 til 100 som følge av økt fokus på salg og markedsføring og ikke minst et behov for flere utviklere (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

I 2000 signerte Opera en avtale med blant annet Ericsson Mobile Communications. Dette samarbeidet var en del av selskapets endrede forretningsmodell, hvor de gikk fra kun å tilby en ren nettleser, til også å inkludere annonsering i nettleseren, men hvor brukerne fikk tilbud om å få tilgang til en reklamefri versjon mot betaling (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

Opera Software ASA ble i mars 2004 listet på Oslo børs, og hadde mellom én og to millioner brukere i måneden, som lastet ned og installerte deres nettleser på PC. I tillegg til å ha inngått avtaler med flere store selskaper som IBM, Motorola, Adobe, Canal+-technologies, og Sony Ericsson (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

I januar 2006 lanserte Opera suksessen Opera mini. Den populære nettleseren har per april 2014 rundt 244 millioner brukere verden over, og er en av de mest populære nettleserne på mobilmarkedet (Opera Software ASA: A change in the State of the Mobile Web report).

I januar 2007 inngikk Opera en avtale med Yahoo, der Yahoo skulle være den eksklusive søkemotoren for alle Opera sine nettlesere, en avtale som sørger for en svært viktig inntektskilde for nettnettleserutvikleren, da selve nettleseren er gratis for brukerne.

I 2009 inngikk de avtaler med flere store selskaper, blant annet Vodafone, SK Telecom (en av de ledende teleoperatørene i Sør-Korea), Motricity, Thomson og Google (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

I januar 2010 kjøpte Opera opp selskapet AdMarvel som er en annonsetjeneste for apper og nettleser på mobil, nettbrett og TV (Opera Mediaworks: Technology). I august inngikk Opera en avtale om å levere en såkalt SDK (se side 13) til Sharp, som betyr at Sharp kan bruke Opera sin teknologi i sine produkter. I samme tidsrom inngikk de også en avtale med

Telenor om at de skulle tilby Opera mini til sine kunder og forhåndsinstallere nettleseren på sine produkter.

Opera grunnla i august 2011 nHorizon Innovation (Beijing) Software Ltd sammen med Telling Telecom. Et selskap som utvikler og markedsfører mobilnettleseren Oupeng, som er en egen nettleser utviklet for å fange opp det store markedet for mobil i Kina (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

Opera kjøpte i februar 2012 opp de to selskapene Mobile Theory, inc. Og 4th screen advertising Ltd, to ledende selskaper i «premium»-markedet for mobilannonsering, hovedsakelig i USA og Storbritannia. Mobilannonsering har i de siste årene blitt en stadig viktigere del av Opera og oppkjøp av selskaper med kompetanse, kan bidra til å styrke dette forretningsområde.

I mars 2013 kjøpte Opera opp Skyfire Labs, inc., et ledende selskap innen video optimalisering og skyløsninger for mobil, som er en løsning som Opera både implementerer i nettleseren og i annonser, for å laste videoer hurtigere og spare datatrafikk. De inngikk også en 3-årig avtale med Telenor hvor Skyfire sin Rocket Optimizer ble valgt som hovedleverandør for Telenor sine mobilnettverk i alle land hvor Telenor opererer (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

I juni 2014 gjorde Opera sitt hittil største oppkjøp av AdColony for 75 millioner USD, med mulighet for en prisøkning på opptil 275 millioner USD avhengig av resultatene fremover. AdColony er ledende innenfor videoannonsering på mobil, og kan levere video i HD-kvalitet. Oppkjøpet av AdColony ble gjort for ytterligere å styrke Opera posisjon innenfor mobilannonsering, som i kombinasjon med Rocket Optimizer har stilt Opera enda sterkere når det gjelder videoannonsering på mobil (Fredriksen, 2014).

### 3. Verdsettelse

For å analysere og verdsette et selskap må den som analyserer sørge for å få en god forståelse av selskapet, med de konkurransefortrinn som det aktuelle selskapet måtte ha. I tillegg må en kunne lese selskapets finansregnskap og forstå hvordan de skaper verdi. For at en slik analyse skal gi et helhetlig bilde er det nødvendig med et rammeverk som kan samle og strukturere informasjonen slik at en kan komme frem til et konkret verdiestimat. I dette kapittelet vil vi presentere verdsettelsesteori og forklare hvilke ulike metoder som finnes, for deretter å velge og presentere hvordan vi vil gjennomføre vår verdivurderingen av Opera.

#### 3.1 Ulike metoder

Det finnes flere rammeverk for å verdsette et selskap, men overordnet er det tre metoder: *Fundamental verdivurdering*, *komparativ verdivurdering* og *opsjonsbasert verdivurdering*. Disse tre verdsettelsesteknikkene er ikke alternativer, men fungerer som supplement til hverandre (Damodaran, 2012).

*Fundamental verdivurdering* (inntjeningsbasert-/diskontert kontantstrøm) er en verdsettelsesteknikk som baserer seg på analyse av underliggende strategiske og økonomiske forhold gjennom en strategisk regnskapsanalyse og en videre utarbeiding av fremtidsregnskap og krav. Dette legger videre grunnlaget for en fremtidig kontantstrøm som neddiskonteres for å verdsette selskapets eiendeler eller egenkapital (Penman, 2004; Kaldestad & Møller, 2011).

*Komparativ verdivurdering* er en sammenlikning av eget selskap med tilsvarende virksomheter eller eiendeler, ved hjelp av to metoder; multiplikatormodellen eller substansmodellen. I multiplikatormodeller finner en verdien til egenkapitalen ved å sammenlikne eget selskap med børsverdien til komparative virksomheter og justere for forskjeller i fundamentale forhold ved hjelp av multiplikatorer. I substansmodellen finner en et estimat på substansverdien til individuelle eiendeler ved å sammenlikne salgsverdien på komparative eiendeler. Egenkapitalverdien er substansverdien til alle eiendelene minus den komparative verdien til gjelden.

*Opsjonsbasert verdivurdering* er verdsettelse av fleksibilitet og andre opsjoner på drift og finansiering gjennom opsjonsprising, verdier som til tider undervurderes ved bruk av tradisjonell diskontert kontantstrøm. Dette gjør at opsjonsbasert verdivurdering er godt egnet



som supplement til fundamental verdivurdering, hvor en tar utgangspunkt i egenkapitalens statiske verdi som kan finnes ved hjelp av fundamental verdivurdering, og deretter legger til verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2011).

Hvilken teknikk som passer best avhenger av den eller de virksomhetene som skal verdsettes. Faktorer som er av betydning er bransje, lønnsomhet, vekstpotensial, og vekst i inntjening og kildene til denne (Damodaran, 2012).

## 3.2 Valg av metode

I denne besvarelsen vil vi beregne verdien av Opera ved bruk av fundamental verdivurdering, med de modeller som ligger innenfor det vi omtaler som egenkapitalmetoden og selskapsverdimetoden. Vi vil ikke benytte oss av komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering. Dette kunne vi som nevnt over gjort som et supplement, men velger ikke å gjøre i denne besvarelsen. Dette begrunner vi med Kaldestad og Møller sin påstand om at de andre verdsettelsesalternativene i praksis er å regne som avledninger av diskontert kontantstrøm. Komparativ verdsettelse handler om å bruke multiplikatorer fra børsnoterte selskaper, hvor markedet allerede har verdsatt de fremtidige kontantstrømmene til det komparative selskapet. Opsjonsbasert verdsettelse skjer som regel med utgangspunkt i en fundamental verdivurdering, hvor verdien av fleksibilitet legges til det opprinnelige verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2011).

Fundamental verdivurdering er, som vi vil vise, en spekulativ verdsettelsesteknikk som innebærer prognostisering av fremtiden, og dermed avhenger av en rekke usikre faktorer. Vi vil gjennomføre verdivurderingen av Opera etter rammeverket til Kjell Henry Knivsflå, med supplement fra litteratur av Stephen H. Penman. Verdivurderingen foregår gjennom en femtrinns prosess, hvor vi i tillegg til litteraturen av Penman, vil benytte oss av annen supplerende litteratur innenfor de ulike delene av prosessen:

0. Innhenting av offentlig tilgjengelig informasjon
1. Strategisk analyse
2. Regnskapsanalyse
3. Utarbeiding av fremtidsregnskap (budsjettering og fremskriving) og -krav
4. Fundamental verdsetting og analyse av usikkerhet i verdiestimatet
5. Handling i form av økonomisk avgjørelser og kontroll på grunnlag av verdiestimatet (Penman, 2004; Knivsflå, Rekneskapsanalyse ramme og "trailing", 2014).

Utgangspunktet for verdivurderingen er offentlig tilgjengelig informasjon, som hovedsakelig vil være regnskapsinformasjon fra års- og kvartalsrapporter, men også markedsdata og nyheter.

Strategisk analyse er en *kvalitativ* analyse av underliggende strategiske forhold, hvor vi ønsker å avdekke en eventuell strategisk posisjon. Strategisk posisjon oppnås ved at selskapet allokterer ressursene i virksomheten på en måte som genererer en strategisk fordel, der selskapet oppnår en rentabilitet utover egne krav. I motsatt fall vil rentabiliteten være mindre enn kravet, og selskapet har en strategisk ulempe. Strategisk fordel kan deles opp i en ekstern og en intern del, der ekstern strategisk fordel foreligger når bransjen generelt har en rentabilitet som er større enn kravet, og intern strategisk fordel når den aktuelle virksomheten har en rentabilitet større enn bransjen eller et krav som er lavere enn bransjen (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

Regnskapsanalyse er en *kvantitativ* analyse av underliggende økonomiske forhold, og er en inngående analyse av Opera sine regnskapstall, der formålet er å avdekke hvor selskapet står med hensyn til likviditet, soliditet, effektivitet og ikke minst lønnsomhet (Penman, 2004).

Med utgangspunkt i regnskapsanalysen setter en opp et fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav. Dette innebærer å budsjettere fremtidig vekst i inntjening og eiendeler, og på bakgrunn av dette, beregne selskapets frie kontantstrøm (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990; Palepu, Healy, & Peek, 2013). Kontantstrømmen vil deretter bli benyttet til å beregne verdien av Opera sin egenkapital, som igjen kan brukes til å finne korrekt aksjekurs.

Årsaken til at vi setter opp vår egen kontantstrøm er at den som rapporteres i årsrapporten er fri kontantstrøm for hele virksomheten. Denne kontantstrømmen skiller ikke ut ikke-driftsrelaterte inntekter og finanskostnader, slik at kontantstrømmen påvirkes av selskapets finansiering. Dette gjør at kontantstrømmen ikke gir et riktig bilde av bedriftens pengeflyt, og gjør den uegnet til å verdivurdere selskapet. Derfor vil vi sette opp en alternativ, omgruppert kontantstrøm på bakgrunn av resultat- og balanseoppstilling (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Fundamentale verdivurdering innebærer å neddiskontere Opera sin fremtidige kontantstrøm, som gir et konkret verdiesimat på egenkapitalen (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). Verdiesimatet vil skje på bakgrunn av 16 ulike kontantstrømmer som til sammen, etter en konvergerings-prosess vil gi et konsistent verdiesimat.

Det vil være en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til et verdiestimat ved bruk av fremtidige kontantstrømmer. Selv om kontantstrømmene er beregnet med utgangspunkt i historiske tall, er tallene fortsatt spådommer om fremtiden, og spørsmålet er hva slags avvik som kan forekomme og ikke minst hvor utslagsgivende slike avvik vil være for det endelige verdiestimatet. I en sensitivitetsanalyse av det endelige verdiestimatet, vil vi se nærmere på dette.

Etter å ha gjennomført verdivurderingen vil estimatet i utgangspunktet bli brukt til et eller annet formål. I vår utredning er hensikten kun å finne et konkret verdiestimat for Opera. For andre som gjennomfører en slik analyse, kan resultatet brukes både eksternt og internt. Ekstern bruk kan være i form av handel av aksjer basert på verdien en kom frem til. Eventuelt kan selskapet benytte det internt som et styringsverktøy (Penman, 2004).

## 4. Strategisk analyse

Det er ingen bedrifter som operer i et vakuum. Det er flere interessenter som har interesser i bedriften. Det er innside-interessenter som typisk vil være aksjonærene, ledere og de ansatte, i tillegg til utenforstående interessenter som typisk er kunder, leverandører, myndigheter, fagforeninger og allmenheten generelt. Alle er med å påvirke hvordan bedriften driver (Jones, 2004).

Å verdivurdere et selskap handler ikke bare om å analysere resultat og verdier. Det handler like mye om å forstå selskapet sin virksomhet, strategi og forretningsmodell, og ut ifra dette forstå hva selskapet forsøker å oppnå. Vi skiller mellom to analyseformer, der analytiker enten er en innside-analytiker eller en utside-analytiker. En innsideanalytiker er typisk ledelsen i et selskap som analyserer selskapet ut ifra å skulle oppnå resultater gjennom bedriftens egne strategier. En utside-analytiker gjør mye av det samme, men må også være bevisst på hvilke alternative strategier som finnes som kan være med på å generere verdi. Denne delen av verdivurderingen handler om å avdekke eventuelle strategiske fordeler eller konkurransefortrinn som det aktuelle selskapet har – hvordan gjør bedriften det sammenliknet med andre bedrifter i bransjen (Penman, 2004)?

Et godt mål på en slik fordel (ulempe) er differensen mellom selskapets egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav, der egenkapitalrentabilitet er et forholdstall som måler avkastningen til egenkapitalen, og egenkapitalkravet er kravet til avkastning som selskapet setter for investorenes investering i selskapets egenkapital (Berk & DeMarzo, 2014). Begge disse begrepene kommer vi nærmer inn på under kapittel 5.6. Denne differansen representerer selskapets strategiske fordel. Et positivt avvik mellom egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav betyr at selskapet står i en økonomisk situasjon som gjør at de har en profitt utover det de har satt som krav (Palepu, Healy, & Peek, 2013):

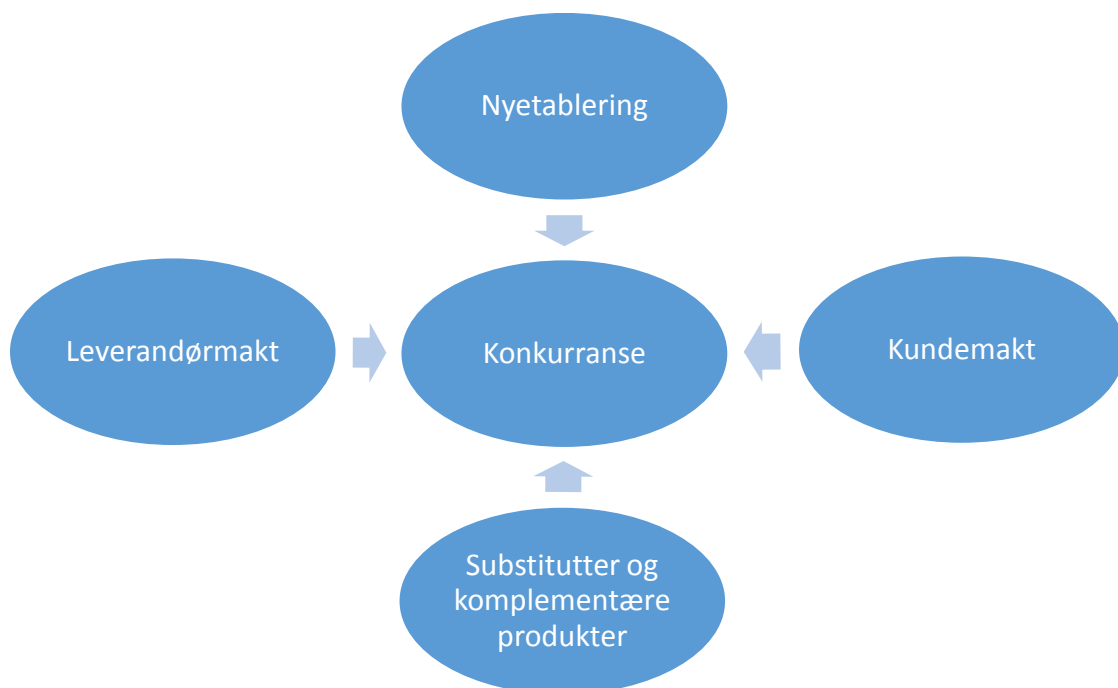
$$ekr - ekk \geq 0$$

I dette kapittelet analyserer vi Opera ved hjelp av en Porter-, SWOT- og PESTEL-analyse. Med disse verktøyene retter vi søkelyset mot forhold som kan bidra til å forklare om Opera har en strategisk fordel eller ulempe, og eventuelt hvorfor. Analysen legger grunnlaget for den mer inngående strategiske rentabilitets- og driftsfordelsanalysen i kapittel 5.6.3.

## 4.1 Porter-analyse

Denne analysen baserer seg på kapittel 10 – Industry Analysis fra boken Economics of Strategy, av Besanko m.fl. Hvor vi vil gjennomføre en Porter-analyse av Opera ut i fra de momenter som belyses i dette kapitlet.

Michael Porter beskriver fem faktorer som påvirker profitten i en bransje, som han betegner som «five forces». Porter sitt «five forces»-rammeverk er godt egnet til å systematisk identifisere statusen og den sannsynlige utviklingen til en bransje. De fem faktorene i rammeverket er konkurranse, nyetablering, substitutter og komplementære produkter, leverandørmakt og kundemakt, og konkurranse i midten, da den blir påvirket av alle de andre faktorene. En subjektiv vurdering av hvilke faktorer som er sterke nok til å påvirke profitten i bransjen, er nødvendig fra bedrift til bedrift.



Figur 4.1 Porters fem faktorer (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007)

«Five forces»-rammeverket har noen svakheter, ved at det tar lite hensyn til faktorer som kan påvirke etterspørselen, som endringer i inntekt hos konsumentene og strategier for å øke etterspørselen, som for eksempel reklamekampanjer. Rammeverket fokuserer også på hele bransjer og ikke på den enkelte virksomheten og fanger dermed ikke opp virksomheter som har en helt unik posisjon i sin bransje. Det tar heller ikke hensyn til myndighetene med mindre de opptre som leverandør eller kunde. Dette er informasjonen vi prøver å fange opp

i den etterfølgende SWOT- og PESTEL-analysen i kapittel 4.2 og 4.3. Rammeverket er kvalitativt, noe som vil si at en kan for eksempel komme frem til at sannsynligheten for nyetablering er høy, men modellen gir ingen tallfestede estimater på hvor høy. Som kvalitativt rammeverk er det likevel godt egnet til å identifisere trender (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

### *Konkurransen*

For å vurdere konkurransen i markedet må vi først definere hva markedet er, både med hensyn til det geografiske og selve produktet. Noen markeder er avhengig av begge disse, som for eksempel hoteller som konkurrerer med andre hoteller i samme område.

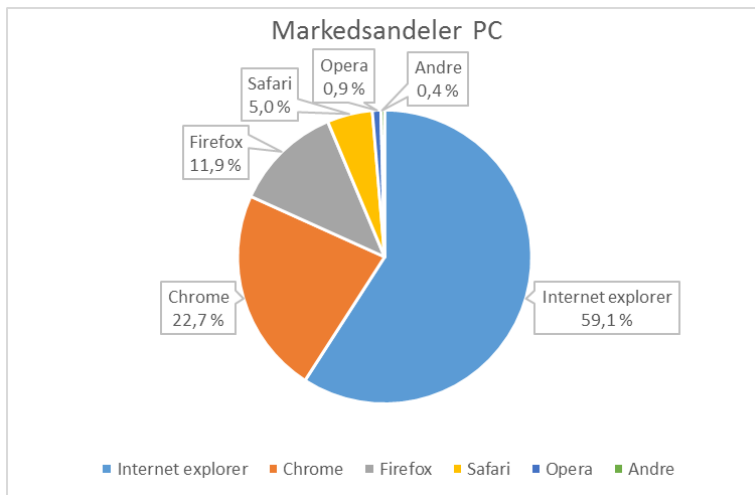
Virksomheter konkurrerer både på pris-faktorer og ikke-pris-faktorer. Priskonkurransen svekker profitten i form av mindre marginer, og ikke-pris-konkurransen svekker profitten i form av høyere kostnader. Priskonkurransen har en tendens til å svekke profitten mer enn ikke-pris-konkurransen, ettersom det er vanskelig å redusere kostnadene nok til å beholde marginen ved priskonkurransen.

Det er en rekke faktorer som tenderer til å øke priskonkurransen, blant annet:

- Mange selgere i markedet; dette tenderer til å presse prisene i markedet ned.
- Virksomhetene har forskjellige kostnader; lavkostvirksomheter kan ønske å sette ned prisen for å bli kvitt høykostkonkurrenter.
- Produktene er homogene/kjøperne har lave byttekostnader. Da er det fristende å underby konkurrenten for å øke markedsandeler.
- Prisene er vanskelige å observere eller vanskelig å justere. Dette øker responstiden til konkurrentene og det vil øke profitten ved å sette ned prisen.
- Det er store eller sjeldne ordre; det vil være fristende å underby konkurrentene for å få store ordre.
- Bransjen har ikke tilretteleggende praksis eller prissamarbeid; det gjør det vanskelig å bli enige om en pris i markedet, og noen kan underby.
- Det er høy priselastisitet i bransjen; denne kan påvirke salg og profitt når ikke-pris-konkurransen øker (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

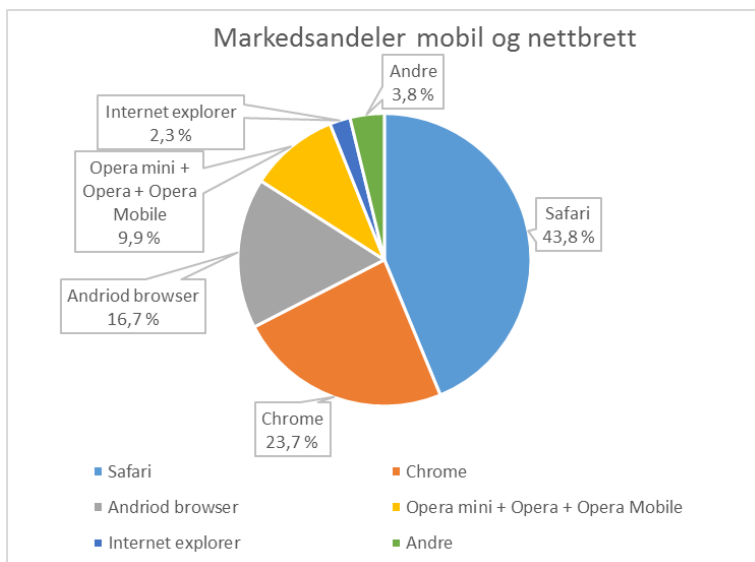
Opera er en IT-bedrift som startet med utvikling av nettlesere som hovedvirksomhet. Dette utgjør i dag en mindre del av selskapets virksomhet, spesielt sammenliknet med mobilannonsering. Med virksomhet som består av både annonser, nettlesere og nettverkløsninger, har Opera i dag gått over til å operere i flere ulike markeder.

Markedet for nettlekere kan grovt deles opp i mobil og nettbrett, og PC. Ifølge netmarketshare.com har Opera per desember 2014 ca. 1 % av PC-markedet og 10 % av mobilmarkedet. For PC er de største konkurrentene Microsoft Internet explorer, Google Chrome, Mozilla Firefox og Apple Safari.



**Figur 4.2 Markedsandel nettleser datamaskin (Net Applications: Desktop Browser Market Share, 2014)**

Figur 4.2 viser de forskjellige markedsandelene for de største aktørene på nettlesermarkedet for PC. Som diagrammet viser, dominerer Internet Explorer, Chrome, Firefox og Safari, som til sammen har omtrent 99 % av markedet. Opera sin nettleser for PC har i underkant av 1 % markedsandel (Net Applications, 2014).

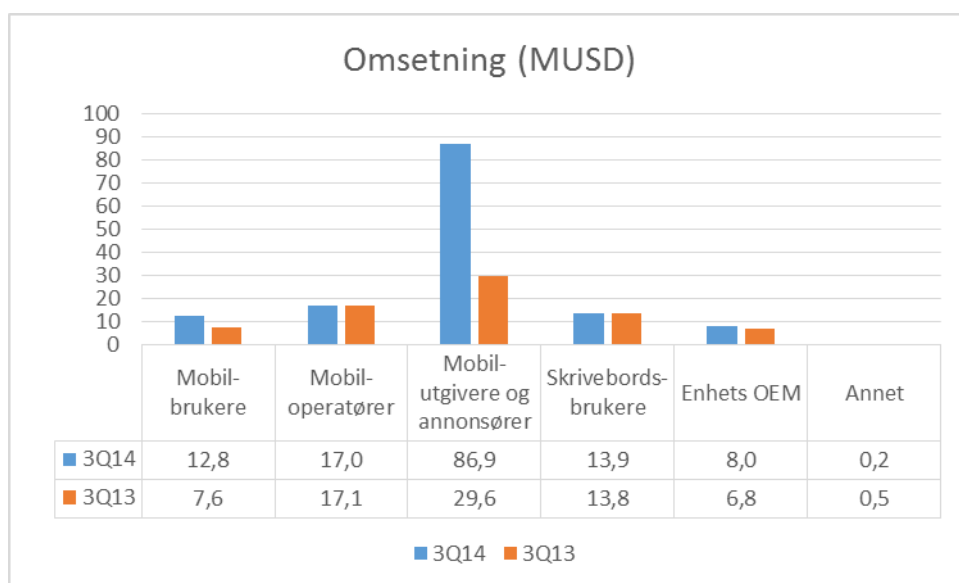


**Figur 4.3 Markedsandel nettleser mobil (Net Applications, 2014)**

Figur 4.3 viser igjen et marked som er dominert av noen få, store aktører. Safari, Chrome, Andriod browser og Opera har 94 % av markedet til sammen. Opera mini er den største

nettleseren til Opera med 9,5 % total markedsandel, mens Opera og Opera Mobile har henholdsvis 0,33 % og 0,09 % av markedet (Net Applications, 2014).

Opera Mediaworks er Opera sin avdeling for mobilannonsering. Dette er en voksende bransje hvor Opera er markedsledende. I mars sa CEO Mahi Da Silva til [venturebeat.com](#) at de hadde omtrent 17 % av det globale markedet for mobilannonser. Med planer om flere oppkjøp og fortsatt vekst i forretningsområde, så kan vi forvente at dette vil bli en stadig viktigere del for Opera fremover (Koetsier, 2014).



**Figur 4.4 Omsetning Opera Software ASA (Opera Software ASA: 3Q2014, 2014)**

Figur 4.4 viser en sammenlikning av selskapets omsetning i tredje kvartal 2013 og 2014. Vi kan se at forretningsområde for mobilannonsering har vokst enormt det siste året. Dette kommer både av oppkjøp og at markedet er i sterk vekst. Mobilbrukere er også en gruppe som vokser fort hos Opera, og er hovedsakelig brukere av nettleseren Opera Mini. Dette skyldes blant annet at de har inngått avtaler om at Opera Mini skal være forhåndsinstallert på blant annet en del av Microsoft sine mobiltelefoner (TDN Finans, 2014). Over 50 % av Opera sine brukere på mobil kommer fra slike avtaler med mobiltelefonprodusenter. Mobiloperatør-segmentet har stått omtrent stille sammenliknet med tredje kvartal 2013. Dette forretningsområde består av avtaler med mobiloperatører som innebærer at operatørene har egne tilpassede versjoner av Opera Mini, Rocket Optimizer, Horizon, Opera WebPass og Opera sponsored WebPass. Skrivebordsbrukere er brukere av nettleseren for PC og denne andelen har holdt seg stabilt sammenliknet med 2013, men gått en del ned siden 2009. OEM står for Original Equipment Manufacturer og betyr at en produsent selger et



produkt til et firma som selger den videre under sitt eget merkenavn. For Opera er dette SDK-er (se side 13) som de selger til produsenter, blant annet løsninger til TV produsenter.

For nettlelere går konkurransen om brukerne på andre ting enn pris, da nettlelere i all hovedsak er gratis. Derimot vil det være konkurranse om kundene i form av å få mobiltelefonprodusentene til å installere nettleseren som standard i sine produkter. Utenom slike avtaler vil ikke-pris-faktorer være avgjørende for hvilken nettleser brukerne foretrekker.inntektene kommer fra reklame og muligheten til å tilby innhold fra andre produsenter i nettleseren, og for at dette skal gi noen verdi for annonsørene, må det være en tilstrekkelig stor brukermasse.

### *Nyetablering*

Nyetablering kan svekke profitten til de eksisterende aktørene på to måter. For det første blir markedets etterspørsel delt på ytterligere en aktør, og for det andre reduseres markedskonsentrasjonen, slik at konkurransen øker. Følgende faktorer kan blant annet virke inn i denne sammenheng:

- Høye stordriftsfordeler eventuelt store sett i forhold til markedsstørrelsen.
- Myndighetene beskytter eksisterende aktører; noen kan favorisere enkelte selskap foran andre.
- Konsumentene verdsetter omdømme høyt eller har stor grad av lojalitet; nykommere må investere mye i omdømme og merkevare.
- Tilgangen til sentrale inputs for nyetablerte; patenter eller unik lokalisering kan gjøre inngangsbarrieren større for nye aktører.
- Erfaring; en bratt læringskurve gjør det vanskeligere for nye aktører.
- Nettverkseffekter; der eksisterende aktører med en stor base har en fordel.
- Forventninger om konkurransen etter etablering; hvordan vil de eksisterende aktørene reagere på nyetableringen (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

Nettlesermarkedet har holdt seg relativt stabilt de siste årene med noen få store aktører. Dette kommer trolig av at det er vanskelig å få en stor nok brukermasse til at det er lønnsomt.

Google klarte det riktignok med sin nettleser «Chrome» i 2008, men de hadde et usedvanlig godt grunnlag for å klare dette gjennom sin kompetanse på internettjenester. Det viser likevel at det er mulig for nye selskaper å komme til.

Annonsemarkedet på mobil er fortsatt relativt nytt, og er en bransje i sterk vekst, som gjør at det er mange nye aktører som prøver seg. Opera har kjøpt opp noen av aktørene de mener har teknologi eller kompetanse som Opera kan bruke for å utvikle sin plattform videre. Det vil være viktig å følge med på nyetableringer som dukker opp og reagere på eventuelle trusler.

For de andre tjenestene Opera tilbyr som Rocket Optimizer og WebPass vil det også kunne komme nye konkurrenter på banen som Opera må ta hensyn til. Dette er likevel et marked hvor de står relativt sterkt gjennom flere av avtalene de har inngått.

### *Substitutter og komplementære produkter*

Substitutter påvirker profitten på samme måten som nyetableringer gjør, ved å stjele markedsandeler og intensiverer konkurransen. Komplementer øker etterspørselen for produktet og øker dermed profittmulighetene for industrien. Når en vurderer substitutter og komplementer bør en ta hensyn til følgende faktorer:

- Tilgjengeligheten til nære substitutter eller komplementer.
- Pris-verdi-karakteristikker for substitutter og komplementer. Substitutter som er priset veldig høyt utgjør ikke noe stor trussel. På samme måten vil ikke komplementer gi noen stor etterspørselsøkning hvis de er priset høyt.
- Priselastisiteten i bransjen. Dette er et godt mål på presset substituttene har på bransjen. Med høy priselastisitet i bransjen vil en prisøkning i stor grad føre til at kundene velger substitutter (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

På annonsemarkedet er det mange alternative kanaler for annonsering, det kan være TV, avis, radio eller utendørsannonsering. Dette er substitutter for mobilannonser og kan være med på å presse prisene på mobilreklame ned. Fordelen med reklame på mobil er at det på en effektiv måte kan treffe målgruppen du ønsker basert på hvilke nettsider de besøker og applikasjoner de laster ned på telefonen.

For nettleserne kan vi si at nettleserne på andre plattformer er substitutter. Nettleser på nettbrett kan være et substitutt for nettleser på PC. I Opera sitt tilfelle har de sørget for å være til stedet på nesten alle plattformer selv om kundebasen er størst på de mobile enhetene. Dette gjør kanskje at selv de som ikke benytter Opera på PC, vet at de finnes og laster ned nettleseren for mobil. Andre substitutter kan være andre applikasjoner som tilbyr innhold

brukerne tidligere brukte nettleseren til, for eksempel egne applikasjoner for nyheter og nettsider, slik at brukerne i mindre grad bruker nettleser.

Mobilannonsering er et komplementært produkt til både internettannonsering og tradisjonelle annonser. For mobilannonsering har utviklingen i smartmobiler vært svært viktig for at markedet har vokst så fort som det har gjort. Dette gjør også at Rocket Optimizer og WebPass blir mer og mer aktuelt, ettersom flere smarttelefoner betyr at antall brukere av datatrafikk over mobilnettet bare blir fler. Rocket Optimizer gjør at videoer kan laste inn raskere og bruker mindre data enn tidligere, som kan bety at videoannonser fungerer mer effektivt på mobil. Dette gjør igjen at videoannonser på mobil bare blir et enda viktigere substitutt for mer tradisjonelle annonser. Web Pass gir Opera en helt spesiell mulighet til å se på brukernes interesser ved at de brukerne kan kjøpe datapakker for bruk på helt spesielle nettsider, som gir informasjon som kan gjøre at en treffer kundene enda bedre med annonseringen.

### *Leverandør- og kundemakt*

Leverandør- og kundemakt handler om hvor stor makt leverandører og kunder har til å styre prisene, i den forstand at de kan presse marginene ned. Leverandører kan presse opp prisene ved å skru opp egne priser, mens kjøpere kan presse prisene ned ved å velge billigere leverandører. Faktorer en må ta hensyn til vurderingen av leverandør- og kundemakt er:

- Konkurransen i markedet til leverandører.
- Konsentrasjonen i markedet både opp- og nedstrøms. Virksomheter i mer konsentrerte markeder kan ha større forhandlingsmakt enn virksomheter i mindre konsentrerte markeder.
- Innkjøpsvolum; leverandører kan gi bedre service og lavere pris ved kjøp av store volum.
- Tilgangen på substitutter; flere substitutter presser prisene ned.
- Trusselen om vertikal integrering. Virksomheter i en bransje kan måtte akseptere høye priser fra leverandører eller risikere å måtte konkurrere mot dem.
- Mulighetene leverandører har til å prisdiskriminere. Hvis leverandørene kan prisdiskriminere kan de øke prisen for de mer lønnsomme virksomhetene.

En «five-forces»-analyse ser på truslene for alle virksomheter i bransjen. Det finnes flere strategier som kan følges for å hankses med ulike trusler. Virksomhetene kan slå konkurrentene sine ved å utvikle kostnads- eller differensieringsfordeler som isolerer de fra

truslene, finne et segment hvor truslene er svakere, eller prøve å endre de fem kreftene, noe som kan være vanskelig å gjennomføre (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

I nettlesermarkedet har kundene mye makt fordi de lett kan bytte til en annen nettleser helt gratis og med lave transaksjonskostnader i forhold til opplæring og overføring av personlig informasjon til den nye nettleseren, som for eksempel bokmerker. De fleste nettlesere er ganske like og tilbyr enkel overføring til og fra andre nettlesere, slik at konkurransen om brukerne går på andre faktorer enn pris. I noen tilfeller er det telefonprodusentene som er kunde og inngår avtaler med nettleserleverandørene om for eksempel forhåndsinstallering av nettleseren på produsentens enheter, en avtale nettleserprodusentene vil være villig til å strekke seg langt for få, da dette vil gjøre at de får en større brukermasse som igjen gir en større inntekt. I tillegg til at produsentene selv har muligheten å utvikle sine egne nettlesere, som tyder på at kundene har relativt mye makt. Leverandørene til nettleserutviklere kan for eksempel være søkemotorleverandører. Her er det noen få store på markedet, som kan tenkes er interessert i avtaler med så mange nettlesere som mulig, for å opprettholde sin markedsandel og holde eventuelle konkurrenter borte.

På annonsemarkedet for mobil er det viktig å nå ut til så mange som mulig, slik at de får mest mulig effekt og sørger for en så stor informasjonsdatabase om kundene som mulig. Det betyr at det er en fordel å ha et stort nettverk med mange brukere og mye informasjon om disse, slik at selskapet treffer den rette målgruppen bedre enn andre, noe som taler for mindre kundemakt. Derimot er det som nevnt i forrige avsnitt mange substitutter, og bedriftene kan velge andre kanaler for å treffe sine kunder, noe som taler for stor kundemakt. På leverandørsiden er det vanskeligere å observere, men Opera tilbyr det aller meste til sine kunder og på den måten sitter de med mye av makten i verdikjeden selv (Besanko, Dranove, Shanley, & Schaefer, 2007).

## 4.2 SWOT-analyse

Opera operer i markeder som stadig er i endring, og IT-bransjen er kanskje den bransjen som utvikler seg raskest. Da iPhone ble introdusert i 2007 hadde Nokia mer enn halvparten av telefonmarkedet. Før mobildivisjonen deres ble kjøpt opp av Microsoft i 2014, hadde de en markedsandel på rundt 14 % (Ewing, 2013). Opera driver i motsetning til Nokia ikke med maskinvare-produksjon, men utvikling av programvare og mobilannonsering. Det illustrerer likevel viktigheten av å tilpasse seg endringene som skjer i to nært beslektede bransjer. I den

forbindelse benytter vi blant annet en SWOT-analyse for å analysere hvor Opera står sett ut fra denne problemstillingen.

Navnet SWOT kommer av engelsk: Strengths, Weaknesses, Opportunities og Threats som på norsk blir styrker, svakheter, muligheter og trusler. Analysen deles inn i to deler; en ekstern del hvor vi kartlegger muligheter og trusler, og en intern del hvor vi ser på styrker og svakheter.

### *Ekstern analyse*

I den eksterne delen er det flere sider som må kartlegges. Det handler i første omgang om å ha informasjon om forhold rundt selskapet. Dette kan blant annet være på makronivå med demografiske, økonomiske, politiske, sosiale og kulturelle forhold, men dette vil bli drøftet mer inngående i den etterfølgende PESTEL-analysen i kapittel 4.3. Vi nøyer oss i denne analysen med å analysere eksterne forhold på mikronivå, hvor en typisk vil se på kunder, konkurrenter, mellomledd og leverandører. Som nevnt vi nevnte innledningsvis vil en del av de eksterne forhold være trusler mot selskapet. Dette kan være alt fra at konkurrenter kan utvikle bedre systemer, til økonomiske kriser. Som verktøy i vår analyse har vi i forbindelse med den eksterne delen benyttet en mulighets- og trusselmatrise (se vedlegg 1) for å illustrere potensielle muligheter og trusler, med tilhørende grad av attraktivitet og alvorlighetsgrad (Kotler, 2005).

Opera har de siste årene valgt hovedsakelig å satse på mobil, og som fortalt under kapittel 2.2 har de fleste oppkjøpene og satsingene Opera har gjennomført, vært i forbindelse med tjenester og produkter rettet mot dette segmentet. Selv om selskapet også tilbyr en nettleser for datamaskiner er det mobilnettleseren til Opera som har størst markedsandel (Net Applications, 2014). De satser også på mobilannonsering og ikke minst på videodistribusjonsverktøyet Rocket Optimizer, som er blitt utviklet med sikte på å dekke et stadig viktigere behov hos mobilbrukerne (Skyfire.com, u.d.).

Mobilbruken har steget jevnt de siste to årene, og i januar 2014 gikk mobil forbi PC i internettbruk (O'Tool, 2014). Det er ingenting som tyder på at denne utviklingen vil stoppe med det første. Oppkjøp av kompetanse i kombinasjon med en allerede sterk posisjon i mobilannonsemarkedet er en av de største mulighetene for Opera sett med våre øyne. I tillegg vil vi peke på Rocket Optimizer som et produkt som har stort potensial. De fleste norske teleoperatører operer i dag med begrensning på datahastigheten ved ulike abonnement, noe som gjør at hver megabyte er av betydning. Skyfire hevder at videoer som

blir strømmet via deres løsning vil gi en forbedring i hastighet på 60 % samtidig som kvaliteten er bedre (Skyfire.com, u.d.). Med tanke på at mobilbrukere i USA i dag gjennomsnittlig ser 177 minutter på video med mobil og nettbrett per dag er dette en attraktiv løsning i dag og for fremtiden (Zolfagharifard, 2014).

Opera har i tillegg lansert flere løsninger for smart-TV, både i forhold til å utvikle egne applikasjoner, men også med sin Opera TV-Store. 6. januar 2014 annonserte Opera at de hadde inngått en avtale med Samsung om å levere løsningen sin på alle Samsung TV-er (Lardinois, 2014). Vi ser det slik at TV-en har blitt et apparat for en helt annen form for underholdning enn det var før. I dag snakkes det «bare» om smart-TV og ikke minst tilkobling til TV med mobil og datamaskin med for eksempel Google Chromecast og Apple-TV. Vi tror at antallet applikasjoner som vil komme til TV bare vil øke, og at Opera TV-Store også er en løsning som har et stort potensial.

Når det gjelder trusler som Opera står ovenfor, mener vi at brukermassen er nøkkelordet. Opera sin nettleser for mobil står i en relativt sterk posisjon, selv om de ligger et stykke bak de største. De er avhengig av å opprettholde den brukermassen de har i dag, slik at de kan opprettholde inntjeningen de mottar i betaling fra blant annet Google, for at de skal være standard søkemotor i Opera sin nettleser. Vi vet ikke noe konkret om hvordan denne avtalen ser ut, men den avhenger mest sannsynlig av hvor mange brukere Opera har (Opera Software ASA: Prospectus, 2014).

Som vi beskrev i kapittel 2.1 står Opera sterkt når det gjelder mobilannonsering (Colt, 2014), med rundt 60 milliarder annonsevisninger i måneden. Det som likevel bør medregnes er at Opera i denne sammenheng konkurrerer på verdensbasis med store aktører som Google og Facebook, og det er ingen grunn til å tro at disse aktørene har tenkt til å bli sittende å se på at de taper markedsandeler.

### *Intern analyse*

I den interne delen av SWOT-analysen ønsker en å kartlegge selskapets styrker og svakheter, med det formål å analysere hvordan selskapet er rustet mot de utfordringer som de og bransjen står ovenfor (Johnson, Whittington, & Scholes, 2009). I forbindelse med denne analysen benyttet vi en sjekklister (se vedlegg 2) for å analysere konkrete styrker og svakheter, og gradere de i forhold til ytelse og betydning (Kotler, 2005).

En av Opera sine store styrker er godt omdømme. De har fornøyde brukere på tvers av flere ulike plattformer. Per september 2014 hadde de mellom 250 og 300 millioner brukere av sine nettlelere. De har inngått avtaler med 17 av de største teleoperatørene i verden for levering av sin nettverk- og videooptimaliseringsløsning. Gjennom strategiske oppkjøp av firmaer som driver innen mobilannonsering så hevder også selskapet selv at de står i en svært sterk posisjon.

I figur 4.3 viste vi at Opera har en markedsandel på 9,9 % med sine nettlelere for mobilplattform. Selv om dette i den store sammenheng er en solid markedsandel for en tredjeparts programvare-utvikler, kunne de med fordel vært enda større. Dette vurdert ut ifra våre antakelser om at brukermassen er av betydning for hvor mye de får betalt av andre for å levere utvidelser til nettleseren. De står vesentlig mye svakere på PC-plattformen, hvor de kun har en markedsandel på 1 %. Etter vår analyse vurderer vi det dit hen at PC-plattformen uansett ikke er den mest prioriterte delen i Opera sin virksomhet, selv om de i sin årsrapport sier at nettleseren er med i deres strategier også fremover. Når det gjelder mobilannonsering mener som sagt Opera at de har 17 % av markedet. De hevder at de står relativt sterkt på grunn av den bredden de kan tilby med videoannonsering i kombinasjon med mer tradisjonell annonsering (Opera Software ASA: 3Q2014, 2014; Koetsier, 2014).

Opera ser ut til å ha en robust økonomi. Omsetningen deres økte med 84 % i tredje kvartal 2014, sammenliknet med samme periode året før. Omsetningen var på 139 MUSD og de satt igjen med en EBITDA på 34 MUSD. Kostnadene økte med 99 % til 119,3 MUSD fra 59,9 MUSD året før. Vi ser dermed at kostnadene har økt mer enn omsetningen. Dette kan blant annet skyldes oppkjøpene som har blitt gjennomført de siste årene. Ved slike sammenslutninger opplever selskapet mest sannsynlig høyere kostnader i starten. Opera har en kontantbeholdning på 145,3 MUSD som kommer fra en aksjeemisjon gjort i 2014. Opera har goodwill til en verdi av 348 MUSD noe som er svært høyt. Dette utgjør nesten 42 % av totale eiendeler. Dette kan vurderes både som en fordel og en ulempe. Vi velger likevel å se på det som en styrke i den forstand at selskapet har gjort en del oppkjøp de siste årene, og regnskapet viser at det har generert større inntekter (Opera Software ASA: 3Q2014, 2014). Vi ser det slik at Opera har god økonomi, de er likvide og ser ikke ut til å ha for høye kostnader (for fullstendig resultatoppstilling se vedlegg 3).

Opera har utviklet seg mye de siste årene spesielt i forhold til mobil. De søker etter de beste ansatte i sin bransje, noe som byr på sterk konkurranse med andre liknende selskaper (Opera Software ASA: Prospectus, 2014). Når de likevel først har fått tak i den kompetansen de

ønsker gjør de mye for at de ansatte skal bli der og trives i jobben sin (Opera Software ASA: Insider, u.d.). Når vi ser på den veksten og utviklingen selskapet har hatt og fortsatt ser ut til å ha, tyder dette på at selskapet sitter på med mye og god kompetanse.

### 4.3 PESTEL-analyse

I forrige kapittel gjennomførte vi en SWOT-analyse av Opera med fokus på interne forhold. Vi så også på eksterne forholdene men i et mikroøkonomisk perspektiv, og vil i denne delen derfor benytte en PESTEL-analyse for å se nærmere på makroøkonomiske forhold. En PESTEL-analyse kan med andre ord sees på som et supplement til Porters «five forces» og SWOT. PESTEL skiller seg ut fra Porter og SWOT, ved at analysen fokuserer på faktorer som ligger utenfor bedriften, bransjen og markedet.

En PESTEL-analyse er et verktøy som brukes for å analysere makroforhold som potensielt kan vær med på å påvirke bedriften langs seks dimensjoner: politiske (Political), økonomiske (Economical), sosiale (Social), teknologiske (Technological), miljømessige (Environmental) og juridiske (Legal) (Johnson, Whittington, & Scholes, 2009).

#### *Politikk*

Langs den politiske dimensjonen ser en nærmere på myndighetene i land hvor selskapet opererer. Opera er et norsk selskap med datterselskaper over hele verden. Virksomhet i land som for eksempel Kina, Russland og Irland kan gi utfordringer i forhold til ulike lovgivninger både med hensyn til ulikheter i juridiske bestemmelser, regnskapsregler og ikke minst skatteregler. Skatt blir nevnt som en risikofaktor i selskapets årsrapport, og de fremhever at de er helt avhengig av at egne ansatte og ikke minst revisorer, til enhver tid sørger for at selskapet ligger innenfor de skattereguleringer som gjelder (Opera Software ASA: Annual Report, 2013).

Opera er et selskap som leverer løsninger for formidling av informasjon. Myndighetene i enkelte land setter restriksjoner i forhold til hvilken informasjon som kan formidles, for eksempel Russland og Kina. De har i dag en større andel av sin brukermasse i disse landene, i tillegg til at de har et datterselskap og et tilknyttet selskap i Kina. Vi mener at kinesiske myndigheters sensur av informasjon inn til landet er en utfordring for Opera. Dette begrunner vi med at Opera i 2011 inngikk et samarbeid med en lokal teleoperatør for å utvikle en helt ny nettleser for det kinesiske markedet (Opera Software ASA: Joint Venture,



2011). Vår antakelse kommer ikke frem i klartekst i annonseringen, men at de generelt kan være nødt til å tilpasse sine løsninger for å tilfredsstille reguleringene i enkelte regimer, blir dog nevnt i siste årsrapport. Det kanskje største problemet i denne forbindelse er at landene Opera operer innenfor plutselig kan tolke lovgivningene i eget landet på en annen måte enn de har gjort tidligere. Dette kan gjøre at Opera blir nødt til å bruke betydelige midler i juridiske tvister i et eller flere av disse landene.

### *Økonomi*

Innenfor den økonomiske dimensjonen, finner vi faktorer som valutasvingninger, konjunktursvingninger og forskjellig vekst i ulike land. Opera operer med flere forskjellige valutaer, hovedsakelig i dollar men også i euro, og i mindre grad andre valutaer. Dette gjør at selskapet er eksponert for svingninger i disse valutaene, men med unntak av aktivt å følge med på valutamarkedet har selskapet ingen «hedging»-strategier for å motvirke eventuelle fluktuasjoner. Dette er en svakhet som selskapet fikk svi for i siste kvartal av 2014, og E24 kunne 21. april melde om at Opera var nødt til å kutte 5 % av konsernets 1 500 stillinger verden over (Lorch-Falck, 2015).

Kredittrisiko i forhold til kundene er noe Opera peker på som en uunngåelig utfordring, men som avhenger fullt ut av kundenes egen økonomiske styrke. Svekket likviditet hos kundene er likevel noe som definitivt kan påvirke i form av tapt salg.

I 2013 signerte Opera en avtale med DNB Bank ASA om en kassakreditt på 100 MUSD for driftsmessig bruk, og ble økt til 200 MUSD i 2014. I 2013 tok de også opp et lån på 60,1 MUSD som ble benyttet til å kjøpe opp selskapet AdColony. Et oppkjøp som har bidratt til en vekst i omsetning på 180 MUSD sammenliknet med året før. Økte kostnader har likevel gjort at Opera har fått en dårligere driftsmargin i 2014 sammenliknet med tidligere år. I vår innledende analyse av har vi sett at Opera har stått i en sterk økonomisk posisjon. De har ikke hatt noe rentebærende gjeld på tross av at de har gjort flere oppkjøp siden oppstart. De har fra 2011 til 2013 hatt en driftsmargin på over 20 %. Denne har blitt redusert til 8 % i 2014, noe som skyldes en økning i samtlige driftsrelaterte kostnader. Dette gjør at vi kan stille spørsmålstegn ved Opera sin evne til å håndtere en eventuell renteoppgang i fremtiden. Renten i dag er lav, og vil mest sannsynlig settes opp på kort- til mellomlang sikt.

Finansminister Siv Jensen uttalte til Aftenposten 20. april at renten vil stige. Hun gir ikke noen indikasjon på når, men at hun ser på erfaring fra boligboblen i USA i 2008, og følger med på utviklingen i boligprisene her i Norge (Bjørnstad & Storeng, 2015). Vi mener at en

ikke skal ta denne nedgangen i driftsmargin for gitt, og mener at Opera sin styrke ligger i det store nettverket de har av programvare på de forskjellige plattformene og brukermassen de har på disse. Vi tror at dette er med å bidra til at omsetningen i forbindelse med det siste oppkjøpet vil gi en høyere driftsmargin og dermed en god rentebetjeningsevne. En kan selvfølgelig argumentere med hvordan det vil gå med Opera sine kunder, dersom renten skulle gå opp. Dette kan føre til at omsetningen vil svekkes ytterligere, men en fordel vi da vil peke på er Opera sin store egenkapital, som er gjør selskapet rustet mot tøffere tider (se vedlegg 5). Vi vil se nærmere på rentedekningsgrad under kapittel 5.6.3.

### *Sosiale*

Den sosiale-dimensjonen omfatter kultur og demografi, og eventuelle endringer innenfor disse. Opera har lansert sine produktløsninger over hele verden, som innebærer land med fattigdom og dårligere sosiale levekår. Økt globalisering og flytting av produksjon til billigere land vil på sikt være med på å øke levestandarden i land hvor den i dag ikke er så høy. Vi ser allerede en utvikling i India og spesielt i Kina, hvor middelklassen bare blir større (NTB, 2012). Dette er mennesker som etter hvert vil ønske egen mobiltelefon, og kanskje ser fordelene av å bruke Opera sin nettleser. Dette vil utvide Opera sitt nettverk av brukere, som i tillegg kan bidra til at selskapets markedsføring kan nå ut til enda fler, som igjen vil gi høyere inntjening. I tillegg kan økt bruk av mobilnettet sørge for at teknologien til Opera med datakomprimering vil bli enda mer attraktiv.

Vi mener også at Opera har en fordel i forhold til løsningen Web Pass som de leverer i samarbeid med flere av de største teleoperatørene i verden. Dette gjør at de kan nyte godt av utviklingen i mobildatabruk også i fattigere land. Hvis vi ser på utviklingen i Norge på veien mot 4G-dekning, så har denne gått nokså langsomt. Utviklingen vil sannsynligvis skje raskere for andre land i fremtiden, men det tar trolig litt tid før det er full 4G-dekning overalt. Derfor kan det ta noe tid før alle telefoniere får nyte godt av abonnementsvilkårene som vi har i Europa, slik at det kan være attraktivt å benytte WebPass for mindre databruk, og dermed å spare på utgifter til mobilbruk. Denne løsningen er trolig mindre aktuell i land med velutviklet mobilnettverk.

### *Teknologi*

Som en del av teknologi-dimensjonen ligger innovasjoner utenfor selskapet, eksempelvis internett eller nanoteknologi. Opera er avhengig av å utvide brukermassen sin for å tjene penger, og dette gjør at de er avhengig av å utvikle og markedsføre nye og innovative

løsninger. Fordelen er at virksomheten deres er i en bransje som utvikler seg raskt. Med nye smarttelefonmodeller som kommer ut flere ganger i året, 4G-dekning som bare blir bedre og ikke minst at folk er mer på internett enn noen gang, så er mulighetene mange. Det siste som det snakkes om i IT-bransjen er såkalte «smartwear» slik som smartklokken som akkurat har begynt å etablere seg i markedet.

En annen teknologi som kanskje har begynt å gjøre sitt inntog til Norge er såkalte «Beacons» eller «Nettvarder». Dette er en teknologi som gjør at en med blåtann-teknologien kan ha personlig reklame ute i den virkelige verden. Teknologien likner på den vi har på mobiltelefon og datamaskiner i dag, med informasjonskapsler som sørger for målrettet markedsførings basert på hva slags sider du har vært inne på tidligere (Tobiassen, 2015). Vi mener at kombinasjonen av nettleser og elektronisk markedsføring gjør denne nye teknologien svært aktuell for Opera i fremtiden. Vi mener også at dette er noe som kan øke inntjeningen betraktelig. Vi har ikke funnet informasjon om at dette er en teknologi som Opera har planer om å benytte seg av, men er ment mer som en illustrasjon av hvordan nye markeder kan utvikle seg med hensyn til teknologiske nyvinninger. Det kan være et område som det kan være aktuelt for Opera å gå inn i med tanke på at det har mange like karakteristikk som mobilannonsering.

### *Miljø*

Den miljømessige-dimensjonen omfatter trusler og utfordringer som vi står ovenfor i forhold til miljøet, som for eksempel utslipp, forurensning og forsøpling. Den direkte effekten av dette mener vi mest sannsynlig ikke vil påvirke Opera, og er en utfordring som de i det minste ikke tar høyde for selv. Likevel mener vi at miljø er noe som kan påvirke Opera i enkelte former. De fleste I-land i dag er blitt mer bevisste på at forurensning og sløsing er noe som har satt sine spor allerede, og er noe vi mennesker må redusere for i fremtiden å unngå global oppvarming og ødeleggelse av naturen. En overgang til renere energikilder vil være ønskelig, men ettersom levestandarden øker i verden, vil det bli mer press på disse kildene. EU har allerede innført flere tiltak for å redusere energiforbruket, som for eksempel å forby hjørne-kjøleskap (Lillegård, 2013), redusere effekten i støvsugere (Dalseg, 2014) og forby produksjonen av vanlige lyspærer (Olje- og energidepartementet: Tradisjonelle glødepærer fases ut, 2009), og Opera kan bli påvirket av denne mer miljøbevisste holdningen i form av høyere strømpriser. I sin årsrapport uttaler Opera at deres virksomhet er helt avhengig av egne datasenter, og ved fortsatt virksomhet så er høyere strømpriser noe som kan påvirke profitten i fremtiden.

### *Jus*

Den siste dimensjonen er den juridiske. Denne omfatter lovverket og eventuelle endringer i dette, som for eksempel endringer i lovverket om bedriftssammenslutninger (Johnson, Whittington, & Scholes, 2009). En endring i denne reguleringen kan gjøre at Opera ikke kan gjennomføre oppkjøp som de ønsker, og dermed ikke kan ekspandere. Et annet eksempel er at de kan bli klassifisert som dominerende, noe som kan få konkurransemessige konsekvenser i forhold til hva de kan foreta seg av fremtidige avtaler og liknende, noe som igjen kan gå utover inntjeningen.

## 5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er den kvantitative delen i vår analyse av Opera. Denne delen handler om å få en forståelse av den økonomiske situasjonen til selskapet, både i forhold til soliditet og historisk utvikling. Regnskapsanalysen danner grunnlaget for de neste trinnene hvor vi prognostiserer fremtiden og kommer med et fundamentalt verdierestimert. Vi har tatt utgangspunkt i offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, funnet i selskapets års- og kvartalsrapporter fra deres egne «Investor Relations»-sider.

Vi følger Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk også for regnskapsanalyse, og gjennomfører den i fem trinn, hvor vi tar stilling til og gjennomfører:

1. Valg av rammeverk
2. «Trailing» av 2014
3. Omgruppering
4. Målefeil og justering
5. Forholdstallsanalyse

De fem trinnene over er gjennomført med utgangspunkt i Opera sin resultat- og balanseoppstilling. Arbeidet med denne utredningen startet i januar, før tallene for fjerde kvartal var kjent, og i den forbindelse valgte vi å gjennomføre en såkalt «trailing» (prognostisering) av 2014, basert på tallene fra 2013 og de tre første kvartalene i 2014. 11. februar ble tallene for fjerde kvartal kjent, og har blitt benyttet side om side med våre «trailing»-estimer gjennom hele utredningen, noe som gir oss anledning til å vise hvordan slike «trailing»-beregninger kan avvike fra rapporterte tall.

### 5.1 Valg av rammeverk

Å skulle analysere et selskaps finansregnskap handler om å få besvart et eller flere ulike spørsmål, alt ettersom hvem som analyserer regnskapet og hva analytikeren ønsker å få svar på. «Hvor mye er dette selskapet verdt? Er aksjen priset for høyt eller for lavt?», «Hvor solid er dette selskapet som ønsker å låne penger av min bank?», «Hvor mye er selskapet *mitt* verdt?». Slik ser en at det er en rekke innfallsvinkler i forhold til det å skulle analysere et finansregnskap. Finansregnskapet reflekterer verdiskapingen i selskapet og er et vindu inn i

bedriften, hvor utenforstående får en oppsummering av driften til selskapet (Palepu, Healy, & Peek, 2013).

Valg av rammeverk handler om å bestemme en rekke retningslinjer for hvordan regnskapsanalysen skal skje, slik som å definere hvem som er brukerne av finansregnskapet. I vår analyse av Opera, analyserer vi selskapet eksternt, med de tall som er tilgjengelig for offentligheten. Penman deler denne utsideanalysen i to hovedorienteringer; kreditororientert og investororientert regnskapsanalyse. Kreditorer er opptatt av å vurdere om låntakere er kredittverdige, og fokuserer på kredittrisiko og hvor stort utbytte de kan få ut ved en eventuell konkurs. Dette resulterer i en lånerente som reflekterer kreditors vurdering av risikoen. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimater på verdien av og inntjeningen til selskapets egenkapital i fremtiden, for å kunne ta gode beslutninger og kontrollere resultatene til ledelsen (Penman, 2004). Formålet i vår utredning er på å finne verdien av Opera sin egenkapital, og vi vil i hovedsak ha en investororientert analyse. Vi vil likevel se på kredittrisiko i forbindelse med vurdering av gjeld, som vi kommer inn på i kapittel 5 og 6.

Valg av rammeverk handler blant annet om valg av analysenivå, hvor en må bestemme hvorvidt en skal analysere virksomheten samlet eller delt. Hvis virksomheten har veldig forskjellige forretningsområder bør disse analyseres hver for seg. Ofte vil regnskapsinformasjonen for hvert forretningsområde være begrenset, noe som kan gjøre det vanskelig. Dersom en analyserer selskapet samlet kan en analysere selskapets konsernregnskap eller morregnskap. Hvis en analyserer konsernregnskapet analyserer en mor- og datterselskap som om det var ett selskap, hvis en analyserer selskapsregnskapet til mor blir datterselskap tatt med som en post i resultatet og balansen. Normalt bør en bruke konsernregnskapet da dette gjør at en bedre fanger opp omfanget av datterselskapets regnskap (Kaldestad & Møller, 2011).

Opera driver i flere forskjellige forretningsområder som gjør at vi kan argumentere for at forretningsområdene vurderes hver for seg, men på grunn av mangelfull regnskapsinformasjon har vi likevel valgt å analysere konsernregnskapet. Dette kan forsvares med at alle forretningsområdene unntatt nettleser for PC, er i vekst. Denne delen utgjør uansett en relativt liten del av den totale omsetningen.

I tillegg til valg av analysenivå, må en velge analyseperiode. Hvor lang denne bør være avhenger av hva slags virksomhet som analyseres. Det er ingen fasit på hva som er mest hensiktsmessig, men Knivsflå anbefaler at en stabil virksomhet kan velge en relativt lang

analyseperiode. I en ustabil virksomhet derimot, som for eksempel har kjøpt seg inn i nye forretningsområder, vil historiske regnskapstall fra langt tilbake ikke være representative og det vil være bedre å velge en kortere periode. En lang periode kan være på rundt ti år, mens en kort periode gjerne er på mindre enn fem år.

Opera er et relativt ungt selskap som har hatt sterk vekst og har gjort mange oppkjøp de siste årene, spesielt innen forretningsområde for mobilannonsering. Av den grunn vil ikke informasjon fra langt tilbake være relevant og dette gjør at det ikke vil være hensiktsmessig å ha en for lang periode. Vi har derfor valgt en analyseperiode på fire år, som vil si 2010-2014.

Videre må en definere bransjen som selskapet skal sammenliknes med. En bransje består av homogene eller liknende virksomheter, og den må definere bredt nok til at en får med nok virksomheter. Er det mange liknende virksomheter trenger en derimot ikke å gjøre en bred definisjon.

Opera sin bransje driver innen utvikling av nettlesere, mobilannonsering og dataoptimalisering. Relevante bedrifter er Google, Microsoft, Mozilla, Facebook og Apple. Dette er noen av verdens største selskaper og driver også med mye annet enn det som er i direkte konkurranse med Opera. Størrelsesmessig og geografisk kan det derfor være mer hensiktsmessig å sammenlikne Opera med teknologiselskaper notert på nordiske børser. Vi har valgt selskapene Basware Corporation, Transmode, Vizrt og Aspiro.

Basware Corporation er et finsk IT-selskap listet på NASDAQ OMX Stockholm. De selger forretningsprogramvare, og er ledende innen innkjøp til betaling og e-fakturaløsninger. Basware operer i mer enn 50 land, på seks kontinenter (Wikipedia: Basware, u.d.; Basware: About Basware, u.d.).

Transmode er et svensk selskap listet på NASDAQ OMX Stockholm. De leverer løsninger for effektivisering av nettverk, i forhold til behovet for økt kapasitet som følge av vekst i video- og datatrafikk, og har installert løsningene sine i mer enn 50 land verden over (Wikipedia: Transmode, u.d.; Transmode: Transmode in Brief, u.d.).

Vizrt er et norsk selskap listet på Oslo børs med hovedkontor i Bergen. Vizrt leverer grafikk og video-redigering til digitale medier. Vizrt har kunder i over 100 land og har rundt 600 ansatte fordelt på 40 kontorer verden over. Kundelisten inkluderer CNN, CBS, Fox, BBC, Al Jazeera og London Stock Exchange (Wikipedia: Vizrt, u.d.; Vizrt: About us, u.d.).

Asprio var opprinnelig et norsk selskap med hovedkontor i Oslo som drev med salg av ringetoner, spill, søke-tjenester og mobil-TV (Wikipedia: Asprio, u.d.). I dag er nok selskapet mest kjent for å stå bak musikkstrømmetjenesten Wimp, senere TIDAL (Asprio: Asprio in brief, u.d.). Selskapet var notert på NASDAQ OMX Stockholm, frem til slutten av januar da selskapet ble kjøpt opp av Project Panther Bidco Ltd og tatt av børs (Asprio: Public bid, u.d.).

Felles for disse selskapene er at de alle er teknologiselskaper notert på Oslo børs eller NASDAQ Stockholm, samtidig som de har mye eller mesteparten av driften internasjonalt. Derfor mener vi dette er selskaper som det er hensiktsmessig å sammenlikne Opera med.

## 5.2 Klargjøring av finansregnskapet

Klargjøringen av finansregnskapet innebærer innhenting av regnskapsinformasjon for vår regnskapsanalyseperiode på fire år. Dette betyr for alle praktiske formål at vi trenger regnskapsinformasjon tilbake til 2009. I første omgang setter vi opp regnskapet på samme måte som selskapets egne rapporter, før vi senere i rapporten omgrupperer tallene for analyseformål.

### *Resultatregnskap*

Resultatregnskapet er en oppstilling av et selskap sine inntekter, kostnader og resultat for en periode (Damodaran, 2012). Private virksomheter fører finansregnskapet etter periodiseringsprinsippet (accrual accounting), i motsetning til det offentlige som rapporterer etter kontantprinsippet. Forskjellen mellom de to prinsippene er at etter periodiseringsprinsippet skal inntekter med tilhørende kostnader føres i samme periode. Etter kontantprinsippet skal derimot inntektene føres i den perioden de oppstår, og kostnadene føres i den periodene de oppstår, uavhengig av hverandre (Finansdepartementet: NOU 2003: 6, 2003). Norske selskaper skal enten føre finansregnskapet etter Norsk God Regnskapsskikk (NGRS) eller International Financial Reporting Standards (IFRS). Vi går ikke nærmere inn på forskjellen mellom disse, annet enn å nevne at det er to forskjellige standarder som inneholder en rekke like og ulike prinsipper for hvordan finansregnskapet skal føres. IFRS er balanseorientert, som vil si at alle poster skal tilfredsstillende definisjoner av eiendeler og forpliktelser for å kunne balanseføres, og øvrige poster som ikke faller innenfor disse definisjonene føres i resultatoppstillingen. NGRS er på sin side resultatorientert, og prøver å gi et mest mulig riktig bilde av selskapets resultat, og fokuserer i mindre grad på balansen



(Fardal, 2007). Etter et vedtak fra EU-kommisjonen fra 2005, som Norge etter EØS-avtalen er bundet av, skal alle børsnoterte selskap føre regnskap etter IFRS, en bestemmelse som er hjemlet i regnskapsloven § 3-9 (Baksaas & Hansen, 2010). Opera har vært børsnotert siden 2003, og fører dermed finansregnskap etter IFRS, med de bestemmelser som gjelder for både års- og kvartalsrapporter (Oslo Børs: OPERA, 2015).

I kapittel 5.1 valgte vi en analyseperiode på fire år, da Opera er et vekstselskap med stor variasjon i rapporterte tall. Vi tar også med 2009 i tabuleringen slik at vi kan regne med endringer uten å miste tall for 2010. Opera begynte i 2012 å rapportere regnskapet i amerikanske dollar (USD) i motsetning til før, hvor de rapportert alle tall i norske kroner (NOK). Vi fant det mest hensiktsmessig å regne om tallene fra 2009 og 2010 fra NOK til USD, da størst andel av årene i vår analyseperiode ble rapportert i USD og mesteparten av Opera sin kontantstrøm er i USD. 2011-tallene ble også rapportert i NOK, men i årsrapporten fra 2012 fikk vi oppgitt regnskapstallene for 2011 i USD, og benyttet disse tallene for dette året siden dette uansett er de siste tilgjengelige tallene for dette. Frem til og med 2010 rapporterte Opera også alle sine tall i hele tusen, for deretter å gå over til å rapportere i hele millioner. For å få mer detaljerte utregninger og mer konsistens i vår utredning, har vi valgt å oppgi alle tall i hele tusen. I vår kommentering av disse beregningene vil alle tall bli oppgitt i hele tusen.

I omregningen fra NOK til USD, benyttet vi valutakursen per 31.12 som gir en balanse som stemmer best med faktiske verdier. På dette tidspunktet var kursen 5,7767 NOK/USD i 2009 og 5,8564 NOK/USD i 2010. Siden kursen ikke stemmer helt overens med den kursen Opera har brukt når transaksjonen har funnet sted, får vi noen differanser som følge av at inngående egenkapital pluss resultat minus netto betalt utbytte ikke blir likt som utgående egenkapital i USD med vår valutakurs, selv om tallene stemmer i NOK. Kursen per 31.12 er likevel den mest riktige å bruke, og vi har derfor benyttet kursen per 31.12 som vårt beste estimat på valutakurs også for de resterende tallene i finansregnskapet.

I denne delen av utredningen har vi som nevnt innledningsvis, stilt opp resultatregnskap i tråd med selskapets egne rapporter, hvor postene har blitt spesifisert slik som i kvartals- og årsrapporteringen (se vedlegg 3 og 5). Det er noen forskjeller i strukturen til de to rapportene i forhold til betegnelsen på enkelte av postene, noe som har fått konsekvenser for oppstillingen av 2013 og 2014, hvor vi har tatt med kvartalstallene. Blant annet blir renteinntekter og rentekostnader kun oppgitt på netto form. Dette løste vi ved hjelp av

problemløser verktøyet i Microsoft Excel, hvor vi estimerte hva renteinntektene var basert på den kvartalsvise nettosummen og totalsummen i årsrapporten.

Normal og unormal skatt i 2013 fant vi i notene til årsrapporten. For 2014 ble derimot den unormale skatten satt skjønnsmessig, da denne skatten ikke er spesifisert i kvartalsrapportene. Vi baserte vårt estimat for denne posten på at Opera ikke har hatt unormal skatt før i 2013, og satte derfor denne til (-2 000), som er noe lavere enn i 2013. Ellers er alle tall frem til «trailing» hentet fra selskapets egne rapporter.

### ***Balanse***

Balanseoppstillingen i finansregnskapet er en oppstilling av selskapets eiendeler, gjeld og investorenes egenkapital. Der eiendeler er investeringer som skal generere profitt, gjeld er krav fra utenforstående långivere og egenkapital er kravet som eierne har i selskapet.

Balanseoppstillingen viser investeringene til selskapet, og danner grunnlaget for kravet til avkastningen på disse (Penman, 2004).

Vi har satt opp balansen slik som den er oppgitt i årsregnskapet for 2013. Siden Opera i 2012 gikk over til å rapportere i USD fikk vi en utfordring med hvordan vi skulle håndtere valuta. Vi satte først opp balansen i rapportert valuta med siste kjente tall. Det vil si at tallene fra 2009 er tallene som ble rapportert i 2010 rapporten og tilsvarende for de resterende årene, slik at vi fikk med eventuelle revideringer som kunne ha skjedd etter opprinnelig årsrapport ble sluppet. Deretter satt vi opp balansen med alle tall i USD, men siden vi ikke har de korrekte omregningskurs for tallene, valgte vi som nevnt i avsnittet om resultatregnskapet, å benytte sluttkursen 31.12 i NOK/USD som en forenkling når vi regnet om.

Vi har satt opp endringen i egenkapital i rapportert valuta og regnet om samtlige tall til USD. Med alle tall i USD har vi fått noen avvik mellom den egenkapitalen vi fikk i USD med omregningskursen i 2010 og rapportert IB egenkapital i 2011, vi valgte å postere denne forskjellen som finansielt «dirty surplus».<sup>2</sup>

Egenkapitalen inkluderer postene «Share capital», «Share premium reserve», «Other reserves» og «Other equity». Netto kapitalinnskudd er postene «Dividend to equity holders», «Issue of ordinary shares related to business combinations», «Issue of ordinary shares related to the incentive program», «Issue of ordinary shares related to equity increase», «Own shares

---

<sup>2</sup> «Dirty surplus» er resultatelementer som er ført direkte mot egenkapital og ikke over resultatet (Gjerde, 2008).

acquired», «Own shares sold», «Tax deduction on equity bookings» og «Share-based payment transactions of other equity changes».

I 2009, 2010, 2012, 2013 og 2014T er ikke summen av postene i balansen like store som den rapporterte totalkapitalen/de totale eiendelene. Her har vi valgt å bruke summen av postene og ikke den rapporterte totalsummen, som gjør at vi får et avvik i disse årene. Tabell 5.1 viser forskjellen mellom eiendeler, og egenkapital og gjeld i balansen hvert år.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Differanse	89	-5	-	-200	-100	-	-100

Tabell 5.1 Differanse mellom eiendeler og egenkapital og gjeld

## 5.3 «Trailing»

Finansregnskapet med resultatoppstilling forteller hvilken inntjening et selskap har både fra driftsrelatert og ikke-driftsrelatert virksomhet, og som vi tidligere har drøftet så er det en bedrifts inntjening som er grunnlaget i en verdivurdering. En utfordring er at fullstendig inntjening av naturlige årsaker bare fremkommer av selskapets årsrapporter. Dette betyr at de siste tallene som er tilgjengelige kan være så mye som et år gamle, som kan gjøre det problematisk å analysere selskaper som forandrer seg hurtig, slik som Opera (Damodaran, 2012). Etter verdipapirforskriften § 5-5, 1. ledd skal børsnoterte selskaper avlegge kvartalsrapporter for hvert av årets fire kvartaler (Verdipapirforskriften, 2007). Dette betyr at en kan hente ut tallene som er rapportert de siste fire kvartalene, aggregere og bruke de til å prognostisere tallene for det eller de kvartalene som mangler, slik at vi får et oppdatert estimat på inntjeningen for hele det inneværende året dette kalles for «trailing» (Damodaran, 2012; Investopedia.com: TTM, u.d.).

Prisen en betaler er for det første at retningslinjene for føring av kvartalstall etter IAS 34 ikke er like strenge som for årsrapporten (IASB, 2013). For det andre sitter en igjen med en ren prognose av hvordan tallene blir. Det vil med andre ord si at tallet potensielt sett kan bli helt feil. Det viktigste er likevel at i den grad en er i stand til det, benytter så oppdaterte tall som mulig. Det er ikke alle selskaper som er pliktig til å avlegge kvartalsrapporter, men da dette ikke er tilfellet for Opera, velger vi å ikke å gå nærmere inn på denne problemstillingen.

I dette kapitlet viser vi hvordan vi har gjennomført en «trailing» av Opera sin resultat- og balanseoppstilling for 2014 basert på de tre første kvartalene for dette året, samt tallene for

2013. I den forbindelse har vi valgt å oversette postene og gjennomføre en midlertidig gruppering av tallene for å få et mindre antall poster å forholde oss til, i tråd med rammeverket til Knivsflå. Dette fikk i hovedsak betydning for finansinntekter og finanskostnader som ble komprimert til «finansinntekter – normal», «finanskostnader – normal», og «unormalt finansresultat» Dette er henholdsvis renteinntekter, rentekostnader og nettosummen av andre finansposter.

### *Resultatregnskap*

«Trailing» av resultatoppstillingen håndteres ved bruk av fire ulike metoder, avhengig av hvilken post det gjelder:

1. For ordinære inntekter og ordinære kostnader benytter vi en «vanlig» vekstjustering. Dette innebærer at vi tar summen av de tre første kvartalene i 2014 og legger til tallet for fjerde kvartal i 2013. I tillegg legger vi til en vekstjustering som beregnes ut veksten i de tre første kvartalene i 2014 sammenliknet med de tre første kvartalene i 2013 (Palepu, Healy, & Peek, 2013; Damodaran, 2012).
2. For unormale kostnader, slik som «unormale driftskostnader», «Unormalt finansresultat», «Andre driftsrelatert resultatelement» og «Andre finansielle resultatelement» anbefaler Knivsflå at en benytter summen fra de tre første kvartalene i 2014. Dette er kostnader som er unormale og variable, og dermed vanskelig å prognostisere.
3. For å estimere finansinntekter ser en på forholdet mellom finansinntektene i de tre første kvartalene i 2014 og finansielle eiendeler i «trailet» balanse for 2014, deretter justeres dette forholdstallet for hele året ved å multiplisere med 4/3. Dette tallet multipliseres deretter med finansielle eiendeler fra «trailet» balanse for 2014.

Fremgangsmåten er den samme for finanskostnader, bortsett fra at en benytter finanskostnader og langsiktig finansiell gjeld. Ved å regne ut finanspostene på denne måten, sørger en for at estimatet baserer seg på historiske kostnader, samtidig som de baserer seg på relaterte finansielle balanseposter (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

4. Skattekostnaden beregnes etter metoden til Knivsflå, og begynner med at en først regner ut driftsskattesatsen for 2013 og de tre første kvartalene i 2014. Vi tar utgangspunkt i selskapets normalskatt for de tre første kvartalene i 2014, trekker fra skatt på finansinntekter og unormalt finansresultat. Skattesatsen på disse postene

settes skjønnsmessig avhengig av typen finansinntekter. Består en større del av finansinntektene av utbytte og aksjegevinst vil dette etter fritaksmodellen være skattefritt mellom selskaper, noe som taler for å sette skattesatsen noe ned.

Renteinntekter vil derimot skattlegges med vanlig selskapsskattesats på 27 %. Etter å ha analysert Opera sitt regnskap har vi kun avdekket vanlig renteinntekter innenfor posten «finansinntekter – normal». Vi vil derfor benytte selskapsskattesatsen på 27 % også på disse inntektene. Til sist legger en til gjeldsfradraget på finanskostnadene som er lik selskapsskatten på 27 %.

Vi tar  $\frac{1}{4}$  av driftsskattesatsen fra 2013 og  $\frac{3}{4}$  av driftsskattesatsen for 2014 og multipliserer dette med driftsresultatet, vi legger til skatten på finansinntekter og unormalt finansresultat, i vårt tilfelle 27 %, og trekker til slutt fra gjeldsfradraget på de normale finanskostnadene.

Unormal skatt vil som andre unormale poster settes lik som de tre første kvartalene i 2014. Som vi beskrev tidligere ble den unormale skatten satt skjønnsmessig ut fra tidligere års rapporterte unormale skatt, da det ikke er noen informasjon i kvartalsrapportene som lar oss skille ut hva som er normal og hva som er unormal skatt.

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
<b>Driftsinntekter</b>	<b>106 116</b>	<b>118 332</b>	<b>159 800</b>	<b>215 900</b>	<b>300 000</b>	<b>480 800</b>	<b>477 325</b>
- Vare- og trafikkostnader	166	53	3 500	24 900	58 200	137 800	129 437
- Lønnskostnader	69 884	70 433	79 600	94 700	108 500	155 000	155 099
- Avskrivninger	2 298	3 913	6 200	9 700	20 800	65 900	33 854
- Andre driftskostnader	24 321	26 114	32 300	36 400	50 800	81 500	79 706
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>9 448</b>	<b>17 820</b>	<b>38 200</b>	<b>50 200</b>	<b>61 700</b>	<b>40 600</b>	<b>79 229</b>
- Andre unormale driftskostnader	-	5 913	1 700	12 800	2 600	3 200	3 200
<b>= Driftsresultat</b>	<b>9 448</b>	<b>11 907</b>	<b>36 500</b>	<b>37 400</b>	<b>59 100</b>	<b>37 400</b>	<b>76 029</b>
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - normal	-	-	-	-	-	-	-
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - unormal	-	-	-	-	-	-	-409
+ Finansinntekter - normal	1 848	1 739	1 400	1 300	2 100	2 908	2 144
- Finanskostnader - normal	-	-	-	-	4 200	4 308	3 077
+ Unormalt finansresultat	-3 548	-5 460	-700	-13 200	10 200	-76 500	-5 600
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>7 747</b>	<b>8 186</b>	<b>37 200</b>	<b>25 500</b>	<b>67 200</b>	<b>-40 500</b>	<b>69 087</b>
- Normal skatt	2 360	4 106	11 800	8 600	12 100	18 000	27 952
- Unormal skatt	-	-	-	-	-5 000	-	-2 000
<b>= Resultat før minoritet</b>	<b>5 388</b>	<b>4 079</b>	<b>25 400</b>	<b>16 900</b>	<b>60 100</b>	<b>-58 500</b>	<b>43 134</b>
+ Nettoresultat diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Årsresultat</b>	<b>5 388</b>	<b>4 079</b>	<b>25 400</b>	<b>16 900</b>	<b>60 100</b>	<b>-58 500</b>	<b>43 134</b>
+ Andre driftsrelaterte resultatetelement	-	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatetelement	-416	458	-2 400	4 400	-200	3 700	-4 800
<b>= Totalresultat</b>	<b>4 972</b>	<b>4 538</b>	<b>23 000</b>	<b>21 300</b>	<b>59 900</b>	<b>-54 800</b>	<b>38 334</b>
Foreslått utbytte	3 249	4 000	4 000	4 400	5 200	-	5 132

Tabell 5.2 Resultatoppstilling med «trailing»

Tallene som står igjen etter disse beregningene er «trailede» tall for 2014, og vil sammen med de rapporterte tallene danne grunnlaget for den videre analysen. Måten vi har valgt å beregne disse kostnadene på er langt fra den eneste. Koller m.fl. nevner blant annet en metode der en bruker driftsinntekter som en driver for kostnadene, og at en benytter et forholdstall for å bestemme kostnaden (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). Tabell 5.2 viser at «trailing»-resultatet ble ganske forskjellig fra de faktiske tallene for 2014 på flere av postene. Hvor den største forskjellen kommer fra unormalt finansresultat. Resultatet overrasket også markedet generelt, ettersom aksjekursen falt med rundt 40 kr etter at kvartalstallene for fjerde kvartal ble kjent. Vi vil drøfte dette mer inngående i kapittel 8 under avsnittet om markedseffisiens.

### *Balanse*

Når det gjelder «trailing» av balansen, anbefaler Knivsflå at en benytter balansen fra den sist kjente kvartalsrapport som for vår del er Opera sin kvartalsrapport for 3. kvartal 2014. Detaljgraden i kvartalsrapporten og årsrapporter har vært lik for balansen og det var derfor ikke behov for å estimere poster i balansen.

Etter å ha satt opp en «trailing»-balanse kan en «traile» endring i egenkapital. Ved å ta utgangspunkt i netto resultat, andre driftsrelaterte og finansielle resultatelement fra resultat-«trailingen» og utbytte. Etter å ha gjort disse beregningene får vi en driftsrelatert «dirty surplus», som er forskjellen på netto resultatet i første til tredje kvartal 2014 og «trailing» resultatet, altså det fullstendige nettoresultatet for 4. kvartal 2014. Dette trekker vi ut da det ikke er opptjent per 30.09.2014.

## Assets

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
<b>Non-current assets</b>							
Intangible assets							
Goodwill	2 842	19 620	27 200	70 300	149 500	318 400	348 000
+ Other intangible assets	297	3 458	4 700	12 500	46 600	116 500	115 900
<b>= Total intangible assets</b>	<b>3 139</b>	<b>23 078</b>	<b>31 900</b>	<b>82 800</b>	<b>196 100</b>	<b>434 900</b>	<b>463 900</b>
Property, plant and equipment							
Office machinery, equipment etc.	7 417	9 540	12 800	15 800	15 400	20 500	17 100
<b>= Total property plant and equipment</b>	<b>7 417</b>	<b>9 540</b>	<b>12 800</b>	<b>15 800</b>	<b>15 400</b>	<b>20 500</b>	<b>17 100</b>
Financial assets and deferred tax assets							
Deferred tax assets	6 460	4 805	800	3 800	23 600	25 900	21 000
+ Investment in other shares	-	64	1 600	2 100	100	-	-
+ Other investments and deposits	2 737	2 874	2 900	3 600	4 900	2 000	3 200
<b>= Total financial assets and deferred tax assets</b>	<b>9 197</b>	<b>7 743</b>	<b>5 300</b>	<b>9 500</b>	<b>28 600</b>	<b>27 900</b>	<b>24 200</b>
							-
<b>= Total non-current assets</b>	<b>19 753</b>	<b>40 362</b>	<b>50 000</b>	<b>108 100</b>	<b>240 100</b>	<b>483 300</b>	<b>505 200</b>
<b>Current assets</b>							
Trade and other receivables							
Accounts receivable	11 365	20 694	14 400	35 200	61 500	150 800	108 100
+ Unbilled revenue	10 182	11 012	15 200	26 700	32 400	-	37 100
+ Other receivables	6 257	4 221	4 400	12 400	35 600	35 900	37 600
<b>= Total trade and other receivables</b>	<b>27 803</b>	<b>35 927</b>	<b>34 000</b>	<b>74 300</b>	<b>129 500</b>	<b>186 700</b>	<b>182 800</b>
<b>= Cash and cash equivalents</b>	<b>94 601</b>	<b>86 644</b>	<b>83 100</b>	<b>57 200</b>	<b>163 400</b>	<b>138 200</b>	<b>145 300</b>
<b>= Total current assets</b>	<b>122 404</b>	<b>122 571</b>	<b>117 100</b>	<b>131 500</b>	<b>292 900</b>	<b>324 900</b>	<b>328 100</b>
<b>= Total assets</b>	<b>142 157</b>	<b>162 933</b>	<b>167 100</b>	<b>239 600</b>	<b>533 000</b>	<b>808 200</b>	<b>833 300</b>

Tabell 5.3 Balanseoppstilling med «trailing» - Eiendeler

## Shareholders equity and liabilities

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
<b>Equity</b>							
Paid in capital							
Share capital	410	407	400	400	400	400	400
+ Share premium reserve	79 130	78 035	76 200	81 900	184 200	258 200	297 100
+ Other reserves	7 577	10 354	12 400	17 000	18 900	23 500	24 000
= <b>Total paid in capital</b>	<b>87 117</b>	<b>88 796</b>	<b>89 000</b>	<b>99 300</b>	<b>203 500</b>	<b>282 100</b>	<b>321 500</b>
Retained earnings							
Other equity	17 255	17 334	28 500	44 400	110 400	85 300	87 700
= <b>Total retained earnings</b>	<b>17 255</b>	<b>17 334</b>	<b>28 500</b>	<b>44 400</b>	<b>110 400</b>	<b>85 300</b>	<b>87 700</b>
= <b>Total equity</b>	<b>104 372</b>	<b>106 130</b>	<b>117 500</b>	<b>143 700</b>	<b>313 900</b>	<b>367 400</b>	<b>409 200</b>
<b>Liabilities</b>							
Non-current liabilities							
Finance lease liabilities						1 400	1 700
+ Other long-term liabilities					60 100	60 100	60 100
+ Provisions	-	6 735	1 700	26 100	14 800	140 500	109 900
= <b>Total non-current liabilities</b>	<b>-</b>	<b>6 735</b>	<b>1 700</b>	<b>26 100</b>	<b>74 900</b>	<b>202 000</b>	<b>171 700</b>
Current liabilities							
Finance lease liabilities	-	-	-	-	-	1 300	1 400
+ Accounts payable	1 620	4 312	4 000	19 600	22 200	46 100	56 800
+ Taxes payable	888	776	3 300	7 700	20 200	11 400	18 600
+ Social security, VAT and other taxation payabl	3 704	5 011	5 000	5 900	9 800	9 900	9 900
+ Deferred revenue	-	-	14 500	11 200	17 900	9 000	16 200
+ Option liability	-	-	-	100	-	300	400
+ Other short-term liabilities	30 186	32 638	13 400	22 400	29 100	61 000	52 200
+ Provisions	1 476	7 326	7 700	2 700	44 900	99 800	96 800
= <b>Total current liabilities</b>	<b>37 874</b>	<b>50 063</b>	<b>47 900</b>	<b>69 600</b>	<b>144 100</b>	<b>238 800</b>	<b>252 300</b>
= <b>Total liabilities</b>	<b>37 874</b>	<b>56 798</b>	<b>49 600</b>	<b>95 700</b>	<b>219 000</b>	<b>440 800</b>	<b>424 000</b>
= <b>Total equity and liabilities</b>	<b>142 246</b>	<b>162 927</b>	<b>167 100</b>	<b>239 400</b>	<b>532 900</b>	<b>808 200</b>	<b>833 200</b>

Tabell 5.4 Balanseoppstilling med «trailing» - Egenkapital og gjeld

Tabell 5.3 og 5.4 viser «trailing» av eiendeler, egenkapital og gjeld for 2014, som er de samme verdiene som tredje kvartal 2014, i tillegg til de rapporterte tallene for 2014. Postene er stilt opp slik som de er rapportert av Opera og er derfor på engelsk. Senere vil vi omgruppere balansen og operere med norske betegnelser. Vi kan se at verdiene av eiendelene ble lavere enn forventet i 2014 hovedsakelig på grunn av en lavere kontantbeholdning i tillegg til en reduksjon i Goodwill. Fra note 9 i fjerdekvartalsrapporten for 2014 kan vi se at goodwill i forbindelse med oppkjøpet av Skyfire ble nedskrevet med 38 MUSD i fjerde kvartal 2014. På egenkapital- og gjelds-siden ble egenkapital mindre enn forventet, samtidig som langsiktig gjeld økte som følge av at avsetninger og kortsiktig gjeld ble redusert. Vi fikk totalt sett høyere gjeld enn forventet, samtidig som at egenkapitalen ble lavere, slik at totalkapitalen også ble lavere enn forventet.



## Kontantstrøm

Med utgangspunkt i «trailet»-resultat- og -balanseoppstilling, kan en nå sette opp kontantstrøm med «trailing» for 2014. Her finner vi fri kontantstrøm til drift, fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til egenkapital. Kontantstrømmen viser et stort avvik mellom «trailing» og rapportert. Dette skyldes som tabell 5.4 viser, lavere driftsresultat og unormalt driftsresultat. I tillegg til endringer i eiendeler som har gitt større utslag enn det vi forutsatte i våre beregninger.

(i hele tusen)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Netto driftsresultat	12 145	26 034	34 212	42 050	27 670	53 996
+ Unormalt netto driftsresultat	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
- Endring i netto driftseiendeler	9 809	14 909	52 300	124 000	78 600	113 400
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>-2 511</b>	<b>8 852</b>	<b>-24 658</b>	<b>-69 679</b>	<b>-87 034</b>	<b>-114 305</b>
+ Netto finansinntekt	1 252	1 008	936	1 512	2 123	1 565
+ Unormal netto finansinntekt	-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093
- Endring i finansielle eiendeler	-7 957	-3 544	-25 900	106 200	-25 200	-18 100
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>5 737</b>	<b>9 969</b>	<b>-252</b>	<b>-167 159</b>	<b>-123 061</b>	<b>-114 733</b>
- Netto finanskostnad	-	-	-	3 024	3 145	2 246
+ Endring i finansiell gjeld	-	-	-	60 100	-	-
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>5 737</b>	<b>9 969</b>	<b>-252</b>	<b>-110 083</b>	<b>-126 206</b>	<b>-116 979</b>

Tabell 5.5 Kontantstrømoppstilling med «trailing»

## 5.4 Omgruppering

Opera fører som sagt finansregnskapet etter internasjonal regnskapsstandard (IFRS). I verdivurderingssammenheng er ikke denne standarden like hensiktsmessig, og vi sitter igjen med et finansregnskap som ikke i tilstrekkelig grad skiller på driftsrelatert og finansielle poster, verken i resultat- eller balanseoppstillingen. En omorganisering av finansregnskapet ved hjelp av noter i selskapets rapporter, kan gi ytterligere informasjon for å få stilt opp regnskapet slik at slik at tallene gir det beste bildet av selskapets lønnsomhet og soliditet (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Vi ønsker å få frem informasjon om normal inntjening fra kjernevirksomheten til selskapet, altså normale, driftsrelaterte poster. Av de postene som ikke regnes innenfor denne kategorien finner vi unormale og finansielle poster (Penman, 2004). Hensikten er å få en regnskapsoppstilling som er mer hensiktsmessig å analysere i den videre verdivurderingen.

## *Resultatregnskap*

Med resultatoppstillingen ønsker vi å finne netto driftsresultat. Dette er den profitten som er generert fra selskapets kjernevirksomhet etter driftsrelatert skatt. Vi har med andre ord ekskludert inntekter fra ikke-driftsrelaterte eiendeler og finansielle poster i balansen.

Det å komme frem til netto driftsresultat er en trestegs-prosess. For det første skal rentekostnader ikke trekkes fra driftsresultatet, dette skyldes at rentekostnader sees på som en betaling til selskapets långivere, og regnes dermed ikke som en driftskostnad, samtidig som vi sørger for at netto driftsresultat er uavhengig av selskapets kapitalstruktur (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). I tillegg beregnet vi unormalt netto finansresultat som er unormalt finansresultat fratrukket skatt, andre finansielle resultatelement og finansiell «dirty surplus».

Neste steg består i å ekskludere enhver annen inntekt som er knyttet til ikke-driftsrelaterte eiendeler fra balansen. Det må hele tiden være overensstemmelse mellom de inntektene som medregnes i dette resultatet og de eiendeler og gjeld som regnes som driftsrelaterte (Penman, 2004).

Det siste steget handler om å justere skattekostnaden, hvor en vil trekke ut skatt på renter og inntekter fra ikke-driftsrelaterte eiendeler. Dette gjøres fordi inntektene knyttet til denne skatten allerede er trukket ut. For å gjøre dette tar en utgangspunkt i den rapporterte skattekostnaden, legger til eventuelle skattefradrag selskapet måtte ha i forhold til gjeld, og trekker fra skatt på de inntektene som er nevnt over (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990; Penman, 2004).

Vi ønsker ikke å «fjerne» noen av de overnevnte postene fra regnskapet, da de er med på å vise den totale økonomiske situasjonen for Opera. Postene tas fortsatt med i resultatoppstillingen, men presenteres på netto-form, det vil si etter skatt og eventuelle andre poster, og under netto driftsresultat.

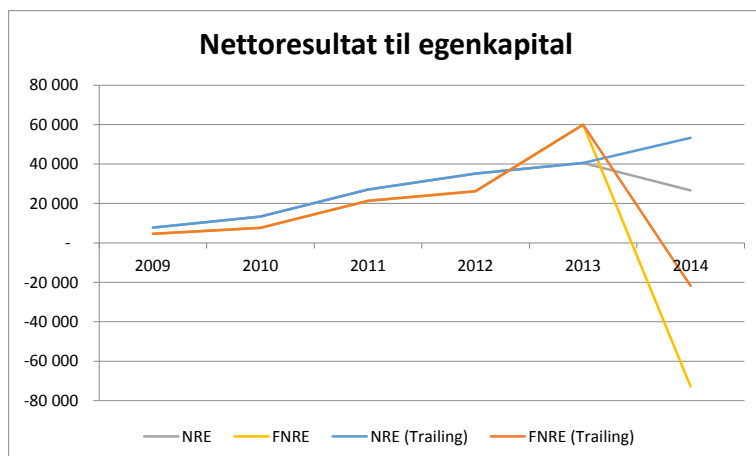
I den omgrupperte resultatoppstillingen skiller vi også ut unormale driftsrelaterte og finansielle kostnader, igjen vises dette under netto driftsresultat og på netto-form etter skatt (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). I tillegg til at postene er å regne for unormale og kun forekommer «én gang», er dette kostnader som ikke kan prognostiseres. Eksempler på slike poster er agio-tap eller andre tap/gevinster i forbindelse med virksomhet mot utlandet (Penman, 2004).

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Driftsinntekter	106 116	118 332	159 800	215 900	300 000	480 800	477 325
- Vare- og trafikkostnader	166	53	3 500	24 900	58 200	137 800	129 437
- Lønnskostnader	69 884	70 433	79 600	94 700	108 500	155 000	155 099
- Avskrivninger	2 298	3 913	6 200	9 700	20 800	65 900	33 854
- Andre driftskostnader	24 321	26 114	32 300	36 400	50 800	81 500	79 706
= Driftsresultat før skatt	9 448	17 820	38 200	50 200	61 700	40 600	79 229
- Driftsrelatert skattekostnad	3 009	5 675	12 166	15 988	19 650	12 930	25 233
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	6 439	12 145	26 034	34 212	42 050	27 670	53 996
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
= Netto driftsresultat	6 439	12 145	26 034	34 212	42 050	27 670	53 996
+ Netto finansinntekt	1 331	1 252	1 008	936	1 512	2 123	1 565
= Netto resultat til sysselsatt kapital	7 769	13 397	27 042	35 148	43 562	29 792	55 561
- Netto finanskostnad	-	-	-	-	3 024	3 145	2 246
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
= Netto resultat til egenkapital	7 769	13 397	27 042	35 148	40 538	26 648	53 315
+ Unormalt netto driftsresultat	-141	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
+ Unormalt netto finansresultat	-2 971	-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	4 657	7 589	21 333	26 148	60 017	-72 806	-21 679
- Netto betalt utbytte	3 801	5 831	9 963	-52	-110 183	-126 306	-116 979
= Endring i egenkapital	857	1 758	11 370	26 200	170 200	53 500	95 300
Foreslått utbytte							
	3 249	4 000	4 000	4 400	5 200	5 200	5 132
Fullstendig nettoresultat							
	4 657	7 589	21 333	26 148	60 017	-72 806	-21 679
- Unormalt netto driftsresultat	-141	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
- Unormalt netto finansresultat	-2 971	-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093
= Nettoresultat til EK (Normal)	7 769	13 397	27 042	35 148	40 538	26 648	53 315

Tabell 5.6 Omgruppert resultatoppstilling

Etter å ha gjennomført justeringene sitter vi igjen med et fullstendig nettoresultat til egenkapital. Ved å sette «Endring i egenkapital» nederst i oppstillingen, kan vi finne vi «Netto betalt utbytte» residualt. Endring i egenkapital finner vi i balanseoppstillingen. Beregningen for «Netto betalt utbytte» finner vi igjen i balansen som utbytte, utstedelse av nye aksjer og liknende poster.

Vi har også satt opp en oppstilling av nettoresultat til EK mot fullstendig nettoresultat til EK, hvor vi tar vekk unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat. Hensikten med dette er vise hva resultatet hadde vært hvis driften hadde vært helt normal uten unormale kostnader. Som vi ser av figur 5.1, gir dette en jevnere variasjon i resultatet til selskapet.



Figur 5.1 Nettoreultat til egenkapital

## Balanse

Hensikten med å omgruppere balansen er for å få en mer investororientert balanse. Akkurat som med resultatoppstillingen deler en opp balansen i drift og finansiering. Den rapporterte balansen blander drift og finansiering, men ved hjelp av notene til finansregnskapet kan en dele opp de ulike postene (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Først har vi driftsrelaterte anleggsmidler som er «Immaterielle eiendeler», «Varige driftsmidler» og «Andre driftsrelaterte anleggsmidler». Opera sine immaterielle eiendeler består av «Goodwill», «Other intangible assets» og «Deferred tax assets». De varige driftsmidlene er «Office «machinery», «Equipment etc». Andre driftsrelaterte anleggsmidler er «Investments in Other Shares» og «Other Investments and Deposits» som er deres investeringer i andre selskap.

Deretter har vi driftsrelaterte omløpsmidler som består av varer og kundefordringer, og andre driftsrelaterte fordringer. Opera har ingen varepost, men postene «Accounts receiveable», «Unbilled revenue» og «Other receivables» klassifiserer vi som kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer.

Driftsrelaterte anleggsmidler og omløpsmidler blir til sammen driftseiendeler, og er den delen av eiendelspostene som kan knyttes direkte til drift.

Den andre delen av eiendelssiden består av finansielle poster. Dette er langsiktige finansielle fordringer og langsiktige finansielle investeringer som utgjør i finansielle anleggsmidler. Vi fant ingen poster vi mener kan klassifiseres som finansielle anleggsmidler. Finansielle omløpsmidler er finansielle fordringer, investeringer, kontanter og diskontinuerlig

virksomhet. Kontanter er den eneste av disse postene Opera har i sin balanse, og utgjør dermed de eneste finansielle eiendelene til selskapet.

På den andre siden av balansen har vi egenkapital og gjeld. Egenkapitalen deles opp i majoritet- og minoritetsinteresser. Opera har ingen minoritetsinteresser og dermed består all egenkapital av majoritetsinteresser.

Gjelden deles opp i driftsrelatert og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld kan deles opp i en langsiktig og kortsiktig del. Langsiktig driftsrelatert gjeld er avsetninger for krav og annen langsiktig rentefri gjeld. Avsetning for krav er posten «Provisions» i balansen. Annen langsiktig driftsrelatert gjeld er «Finance Lease Liabilities», som er server leie. Kortsiktig driftsrelatert gjeld for Opera er «Accounts Payable», «Taxes Payable», «Social Security», «VAT and Other Taxation Payable», «Deferred revenue», «Option liability», «Provisions» og «Other Short-term Liabilities». Finansiell gjeld fikk de for første gang i 2013, da de tok opp et lån på 60,1 MUSD.

Etter balansen er omgruppert kan vi sette opp en omgruppert totalbalanse for 2009 til 2014 inkludert «trailing» som vist i tabell 5.7. Postene er nå delt opp i driftsrelaterte og finansielle poster, og vi kan se at det har vært en kraftig økning i eiendeler og totalkapital i regnskapsanalyseperioden, som femdobles i perioden 2009 til 2014.

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsrelaterte anleggsmidler	19 753	40 362	50 000	108 100	240 100	483 300	505 200
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	27 803	35 927	34 000	74 300	129 500	186 700	182 800
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>47 556</b>	<b>76 289</b>	<b>84 000</b>	<b>182 400</b>	<b>369 600</b>	<b>670 000</b>	<b>688 000</b>
Finansielle anleggsmidler	-	-	-	-	-	-	-
+ Finansielle omløpsmidler	94 601	86 644	83 100	57 200	163 400	138 200	145 300
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>94 601</b>	<b>86 644</b>	<b>83 100</b>	<b>57 200</b>	<b>163 400</b>	<b>138 200</b>	<b>145 300</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>142 157</b>	<b>162 933</b>	<b>167 100</b>	<b>239 600</b>	<b>533 000</b>	<b>808 200</b>	<b>833 300</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>104 372</b>	<b>106 130</b>	<b>117 500</b>	<b>143 700</b>	<b>313 900</b>	<b>367 400</b>	<b>409 200</b>
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	-	6 735	1 700	26 100	14 800	141 900	208 400
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	37 874	50 063	47 900	69 600	144 100	238 800	155 500
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>37 874</b>	<b>56 798</b>	<b>49 600</b>	<b>95 700</b>	<b>158 900</b>	<b>380 700</b>	<b>363 900</b>
Langsiktig finansiell gjeld	-	-	-	-	60 100	60 100	60 100
+ Kortsiktig finansiell gjeld	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>60 100</b>	<b>60 100</b>	<b>60 100</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>142 246</b>	<b>162 927</b>	<b>167 100</b>	<b>239 400</b>	<b>532 900</b>	<b>808 200</b>	<b>833 200</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2014T</b>
1) SSK = EK + MI + FG	104 372	106 130	117 500	143 700	374 000	427 500	469 300
2) SSK = SSE = (DE - DG) + FG = NDE + FDE	104 283	106 135	117 500	143 900	374 100	427 500	469 400
3) SSK = TK-DG = E - DG	104 372	106 130	117 500	143 700	374 000	427 500	469 300
<b>Netto driftseiendeler</b>							
NDE = DE - DG	9 682	19 491	34 400	86 700	210 700	289 300	324 100
<b>Netto anleggsmidler</b>							
NAM = DAM - LDG	19 753	33 627	48 300	82 000	225 300	341 400	296 800
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>							
DAK = DOM - KDG	-10 071	-14 136	-13 900	4 700	-14 600	-52 100	27 300

Tabell 5.7 Omgruppert totalbalanse

Ut ifra totalbalansen kan vi finne den sysselsatte kapitalen, og dette har vi gjort på tre måter:

1. Egenkapital + minoritetsinteresser + finansiell gjeld,
2. Netto driftseiendeler (driftseiendeler – driftsrelatert gjeld) + Finansiell gjeld,
3. Egenkapital – driftsrelatert gjeld.

Metode to avviker litt fra de to andre som følge av avrundinger i rapporteringen til Opera som gjør at det ikke går opp.

Netto anleggsmidler er driftsrelaterte anleggsmidler – langsiktig finansiell gjeld.

Driftsrelatert arbeidskapital er driftsrelaterte omløpsmidler – kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld minus finansielle eiendeler. Netto driftskapital kan vi også finne på tre måter

1. Egenkapital + minoritetsinteresser + netto finansiell gjeld,

2. Driftseiendeler – driftsrelatert gjeld,
3. Sysselsatt kapital – finansiell eiendeler.

På alle disse tallene får vi noen avvik mellom eiendeler og egenkapital og gjeld for 2009 og 2010 på grunn av valutakursdifferanser som forklart under kapittel 5.2.

### Kontantstrøm

I likhet med resultatregnskap og balanse omgrupperes kontantstrømmen for å gi mer fokus på driftsrelaterte eiendeler. Vi finner først fri kontantstrøm fra drift, deretter fri kontantstrøm til egenkapital fra drift, fri kontantstrøm til finansiell investering og ender til slutt med kontantstrøm til finansiell investering. Når en legger sammen kontantstrøm og finansiell investering til inngående finansielle eiendeler, får vi utgående finansielle eiendeler. Dette kan vi fordele på de finansielle eiendelene, som i vårt tilfelle kun er kontanter.

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Netto driftsresultat		12 145	26 034	34 212	42 050	27 670	53 996
+ Unormal netto driftsresultat		-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
- Endring i netto driftseiendeler		9 809	14 909	52 300	124 000	78 600	113 400
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>		<b>-2 511</b>	<b>8 852</b>	<b>-24 658</b>	<b>-69 679</b>	<b>-87 034</b>	<b>-114 305</b>
- Netto finanskostnad		-	-	-	3 024	3 145	2 246
+ Endring i netto finansiell gjeld		-	-	-	60 100	-	-
- Netto minoritetsresultat		-	-	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser		-	-	-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>		<b>-2 511</b>	<b>8 852</b>	<b>-24 658</b>	<b>-12 603</b>	<b>-90 178</b>	<b>-116 551</b>
- Netto betalt utbytte		5 831	9 963	-52	-110 183	-126 306	-116 979
<b>= Fri kontantstrøm til finansiell investering</b>		<b>-8 343</b>	<b>-1 111</b>	<b>-24 605</b>	<b>97 579</b>	<b>36 127</b>	<b>428</b>
+ Netto finansinntekt		1 252	1 008	936	1 512	2 123	1 565
+ Unormal netto finansresultat		-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093
<b>= Kontantstrøm til finansiell investering</b>		<b>-8 051</b>	<b>-3 539</b>	<b>-26 100</b>	<b>106 300</b>	<b>-25 100</b>	<b>-18 100</b>
+ Inngående finansielle eiendeler		94 601	86 644	83 100	57 200	163 400	163 400
<b>= Utgående finansielle eiendeler</b>		<b>86 550</b>	<b>83 105</b>	<b>57 000</b>	<b>163 500</b>	<b>138 300</b>	<b>145 300</b>
Fordelt på kontanter	94 601	86 644	83 100	57 200	163 400	138 200	145 300
+ Fordringer	-	-	-	-	-	-	-
+ Investeringer, inkl. diskontinuerlig	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Sum</b>	<b>94 601</b>	<b>86 644</b>	<b>83 100</b>	<b>57 200</b>	<b>163 400</b>	<b>138 200</b>	<b>145 300</b>

Tabell 5.8 Omgruppert kontantstrøm

Tabell 5.7 viser den omgrupperte kontantstrømmen med fokus på finansielle eiendeler. Endringen i finansielle eiendelene hvert år består kun av endringer i kontanter. Vi endte opp med noen avvik mellom kontanter og utgående finansielle eiendeler på grunn av avrundning i de rapporterte tallene som beskrevet på side 43.

## 5.5 Målefeil

Finansregnskapet skal vise underliggende økonomiske forhold. Dette kan det gjøre nøyaktig, men som regel vil det være støy som gjør at postene ikke er helt presise. Det betyr at en ofte

må justere de rapporterte tallene for unøyaktigheter for å få de virkelige verdiene. Slike unøyaktigheter kaller vi målefeil. Målefeil er med andre ord forskjellen på rapportert og virkelig verdi. Målefeil kan blant annet oppstå på grunn av regnskapsregler som ikke tillater føring av postene slik som er økonomisk mest riktig. Dette gjelder typisk for immaterielle eiendeler som merkenavn, nettverk, patenter eller forskning. Teknologi- og farmasisekskaper har typisk mange immaterielle eiendeler og hvis en ikke tar hensyn til dette vil en overvurdere rentabilitet. Alle kostnader som gir fordeler som varer lenger enn ett år bør i utgangspunktet behandles som en investering. Vi har valgt å kapitalisere forskning og utvikling og markedsføringskapital, som vi mener er kilden til de største målefeilene hos Opera og bransjen (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

### *Målefeil i egenkapitalrentabilitet*

Målefeilene gir utslag i fullstendig rentabilitet, som er et mål på samlet målefeil i resultat og balanse. Målefeilen viser seg som en differanse mellom fullstendig egenkapitalrentabilitet og virkelig egenkapitalrentabilitet. Fullstendig egenkapitalrentabilitet er fullstendig netto resultat over rapportert egenkapital. Virkelig egenkapitalrentabilitet er virkelig netto resultat over virkelig egenkapital, og den realiserte børsavkastningen kan brukes som et estimat på denne.

Normalisert målefeil i egenkapitalrentabilitet er normalisert egenkapitalrentabilitet minus egenkapitalkravet, hvor egenkapitalkravet er den normaliserte børsavkastningen for tilsvarende investeringer. Knivsfå dekomponerer målefeil i tre deler, som vi kaller type 1, 2 og 3. Målefeil av type 1 er målefeil i samsvar med «god rentabilitetsmåling», og er god måling av strategisk fordel. Det vil si at bedriften sitter med en fordel som de andre bedriftene i bransjen ikke sitter med. Målefeil av type 2 kommer av at rentabilitetsmålingen etter IFRS avviker fra god rentabilitetsmåling. Som vi nevnte innledningsvis i kapittelet 5.4, er bedrifter pliktig til å føre regnskapet etter et sett av norske og/eller internasjonale regnskapsprinsipper avhengig av forskjellige faktorer. En oppstilling som ikke alltid vil være den mest hensiktsmessig i verdivurderingssammenheng, men kan tvert imot føre til avvik. Målefeil av type 3 kommer av kreativ regnskapsføring som vil si at rapportert rentabilitet avviker fra rentabiliteten etter IFRS. Som det ligger i beskrivelsen, er dette målefeil som oppstår i forbindelse med at selskapet rapporterer andre forhold enn de som faktisk foreligger. Målefeil av type 2 og 3 er det vi kaller dårlige målefeil. Summen av disse målefeilene kaller vi for målt strategisk fordel (Knivsfå, Målefeil, 2014).



Når vi justerer ønsker vi å justere slik at målt strategisk fordel er lik strategisk fordel, som betyr at vi ønsker å eliminere målefeil av type 2 og 3. Justering for målefeil gjøres hovedsakelig for å få med manglende investert kapital i balansen, som for eksempel FOU-kapital, merkevarekapital eller leiekapital (Knivsflå, Justering av målefeil, 2014).

### *Forskning og utvikling*

Etter IFRS er det ikke tillatt å balanseføre forskning og utvikling, og disse kostnadsføres derfor direkte. Et selskap driver med forskning og utvikling for å få noe igjen for det senere og selskapet bør derfor balanseføre denne posten, og avskrive den over forventet levetid, noe som gir en høyere egenkapital (Damodaran, 2012).

Vi mener at en passende levetid for denne balanseposten er fire år, da utviklingen i bransjen går raskt, slik at mye av det de utvikler har en kort levetid. Dette er også samme levetid som Opera bruker på «Development kostnader» ifølge Note 7 i årsrapporten for 2013. Denne justeringen vil ikke gi den nøyaktige kapitalen til forskning og utvikling, men vil være et estimat som vi mener er nærmere faktisk FOU-kapital enn null som blir rapportert etter IFRS. Vårt estimat på kapitalen i 2009 er kostnadene til forskning og utvikling i 2009 multipliserer med levetiden på fire år. Deretter balanseføres FOU-kostnader hvert år og avskrives over fire år, noe som gir lavere kostnader og høyere driftsrelaterte anleggsmidler og egenkapital.

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Utgifter til FOU	6 204	8 125	41 500	45 900	39 300	56 143	56 179
Inngående FOU-Kapital	24 818	24 818	26 739	60 003	87 292	101 160	101 160
+ Balanseføring av utgifter til FOU	6 204	8 125	41 500	45 900	39 300	56 143	56 179
- Avskrivninger	6 204	6 204	8 236	18 611	25 432	33 706	33 706
<b>= Utgående FOU - kapital</b>	<b>24 818</b>	<b>26 739</b>	<b>60 003</b>	<b>87 292</b>	<b>101 160</b>	<b>123 596</b>	<b>123 632</b>
Virkning på driftseiendeler	24 818	26 739	60 003	87 292	101 160	123 596	123 632
- Virkning på utsatt skatt	7 904	8 516	19 110	27 801	32 217	39 363	39 374
<b>= Virkning på EK</b>	<b>16 914</b>	<b>18 223</b>	<b>40 893</b>	<b>59 491</b>	<b>68 943</b>	<b>84 234</b>	<b>84 258</b>
Tilbakeføring av FOU utgifter	6 204	8 125	41 500	45 900	39 300	56 143	56 179
- Avskrivning på FOU-kapital	6 204	6 204	8 236	18 611	25 432	33 706	33 706
- Endring på utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Virkning på driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>1 921</b>	<b>33 264</b>	<b>27 289</b>	<b>13 868</b>	<b>22 437</b>	<b>22 473</b>
+ Virkning på driftsskatt	-	612	10 594	8 691	4 417	7 146	7 157
<b>= Virkning på netto driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>1 309</b>	<b>22 670</b>	<b>18 598</b>	<b>9 451</b>	<b>15 291</b>	<b>15 316</b>

**Tabell 5.9 Justering - forskning og utvikling**

Tabell 5.9 viser justeringen av forskning og utvikling. Den viser at balansen og resultatet justeres kraftig opp som følge av balanseføring av kostnadene til forskning og utvikling (for tilsvarende tabell for bransjen, se vedlegg 14).

### *Egentilvirket goodwill*

Egentilvirket goodwill, som for eksempel merkevarebygging, kan heller ikke balanseføres etter IFRS. Dersom dette er riktig, burde effekten av merkevarebygging kun være i den perioden kostnaden oppstår. Vi mener derimot at denne effekten varer lenger enn dette og bør balanseføres og avskrives. Dette blir igjen gjort som et estimat på hva som er riktig goodwill. Vi har også her valgt en kort levetid på fire år for merkevarekapitalen og beregnet verdien på samme måte som FOU-kapitalen. Ikke alle er enige i at en burde kapitalisere egentilvirket goodwill da det kan være vanskelig å dokumentere effekten av markedsføring lenger enn ett år. Vi mener at det er en effekt av markedsføring som varer lenger og har valgt å kapitalisere utgiftene til markedsføring. Dette er en subjektiv vurdering som må gjøres fra selskap til selskap, da noen vil mene at markedsføring ikke bør kapitalisere i det hele tatt (Damodaran, 2012).

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Utgifter til markedsføring og liknende	1 675	2 116	3 100	4 700	7 600	12 193	11 925
Inngående merkevarekapital	6 701	6 701	6 723	8 148	9 450	14 152	14 152
+ Balanseføring av markedsføring	1 675	2 116	3 100	4 700	7 600	12 193	11 925
- Avskrivninger	1 675	2 094	1 675	3 398	2 898	4 379	4 379
<b>= Utgående merkevarekapital</b>	<b>6 701</b>	<b>6 723</b>	<b>8 148</b>	<b>9 450</b>	<b>14 152</b>	<b>21 966</b>	<b>21 697</b>
<b>= Virkning på driftseiendeler</b>	<b>6 701</b>	<b>6 723</b>	<b>8 148</b>	<b>9 450</b>	<b>14 152</b>	<b>21 966</b>	<b>21 697</b>
- Virkning på utsatt skatt	2 134	2 141	2 595	3 009	4 507	6 996	6 910
<b>= Virkning på egenkapital</b>	<b>4 567</b>	<b>4 582</b>	<b>5 553</b>	<b>6 440</b>	<b>9 645</b>	<b>14 970</b>	<b>14 787</b>
Tilbakeføring av goodwill og liknende	1 675	2 116	3 100	4 700	7 600	12 193	11 925
- Avskrivning på merkevarekapital	1 675	2 094	1 675	3 398	2 898	4 379	4 379
<b>= Virkning på driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>22</b>	<b>1 425</b>	<b>1 302</b>	<b>4 702</b>	<b>7 814</b>	<b>7 545</b>
- Virkning på driftsskatt	-	7	454	415	1 498	2 489	2 403
<b>= Virkning på netto driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>15</b>	<b>971</b>	<b>887</b>	<b>3 205</b>	<b>5 325</b>	<b>5 142</b>

**Tabell 5.10 Justering egentilvirket goodwill**

Tabell 5.10 viser justering for egentilvirket goodwill, og også her blir balansen og resultatet justert opp som følge av balanseføringen (for tilsvarende tabell for bransjen, se vedlegg 14).

### *Påvirkning på resultat, balanse og kontantstrøm*

Disse justeringene har som vi har sett, påvirkning på resultat, balanse og kontantstrøm, og vi har justert oppstillingene deretter.

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Driftsinntekter	106 116	118 332	159 800	215 900	300 000	480 800	477 325
- Vare- og trafikkostnader	166	53	3 500	24 900	58 200	137 800	129 437
- Lønnskostnader	63 680	62 308	38 100	48 800	69 200	98 857	98 921
- Avskrivninger	10 177	12 211	16 111	31 709	49 130	103 985	71 939
- Andre driftskostnader	22 646	23 997	29 200	31 700	43 200	69 307	67 781
= Driftsresultat før skatt	9 448	19 763	72 889	78 791	80 270	70 850	109 247
- Driftsrelatert skattekostnad	3 009	6 294	23 213	25 093	25 564	22 564	34 793
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	6 439	13 469	49 675	53 698	54 706	48 286	74 454
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
= Netto driftsresultat	6 439	13 469	49 675	53 698	54 706	48 286	74 454
+ Netto finansinntekt	1 331	1 252	1 008	936	1 512	2 123	1 565
= Netto resultat til sysselsatt kapital	7 769	14 721	50 683	54 634	56 218	50 409	76 019
- Netto finanskostnad	-	-	-	-	3 024	3 145	2 246
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-
= Netto resultat til egenkapital	7 769	14 721	50 683	54 634	53 194	47 264	73 773
+ Unormalt netto driftsresultat	-141	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
+ Unormalt netto finansresultat	-2 971	-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	4 657	8 913	44 974	45 633	72 673	-52 189	-1 221
- Netto betalt utbytte	3 801	5 831	9 963	-52	-110 183	-126 306	-116 979
= Endring i egenkapital	857	3 082	35 011	45 686	182 856	74 116	115 758
Foreslått utbytte	3 249	4 000	4 000	4 400	5 200	5 200	5 132
Fullstendig nettoresultat	4 657	7 589	21 333	26 148	60 017	-72 806	-21 679
- Unormalt netto driftsresultat	-141	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901
- Unormalt netto finansresultat	-2 892	-960	-3 436	-2 359	7 209	-63 350	-20 093
= Nettoresultat til EK (Normal)	7 690	13 396	27 042	35 076	40 538	26 648	53 315

Tabell 5.11 Justert resultatoppstilling

Tabell 5.11 viser den omgrupperte justerte resultatoppstillingen. Vi får høyere avskrivninger og lavere andre driftskostnader som følge av justeringene. Avskrivningene øker ikke like mye som andre driftskostnader reduseres og vi ender dermed opp med et høyere resultat. Grunnen er at kostnadene til goodwill og FOU øker mye i analyseperioden.

(i hele tusenr)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsrelaterte anleggsmidler	51 272	73 823	118 150	204 842	355 411	628 862	650 529
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	27 803	35 927	34 000	74 300	129 500	186 700	182 800
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>79 075</b>	<b>109 750</b>	<b>152 150</b>	<b>279 142</b>	<b>484 911</b>	<b>815 562</b>	<b>833 329</b>
Finansielle anleggsmidler	-	-	-	-	-	-	-
+ Finansielle omløpsmidler	94 601	86 644	83 100	57 200	163 400	138 200	145 300
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>94 601</b>	<b>86 644</b>	<b>83 100</b>	<b>57 200</b>	<b>163 400</b>	<b>138 200</b>	<b>145 300</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>173 676</b>	<b>196 394</b>	<b>235 250</b>	<b>336 342</b>	<b>648 311</b>	<b>953 762</b>	<b>978 629</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>125 853</b>	<b>128 935</b>	<b>163 946</b>	<b>209 632</b>	<b>392 487</b>	<b>466 604</b>	<b>508 245</b>
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	10 038	17 392	23 404	56 910	51 524	188 258	254 684
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	37 874	50 063	47 900	69 600	144 100	238 800	155 500
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>47 912</b>	<b>67 454</b>	<b>71 304</b>	<b>126 510</b>	<b>195 624</b>	<b>427 058</b>	<b>410 184</b>
Langsiktig finansiell gjeld	-	-	-	-	60 100	60 100	60 100
+ Kortsiktig finansiell gjeld	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>60 100</b>	<b>60 100</b>	<b>60 100</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>173 765</b>	<b>196 389</b>	<b>235 250</b>	<b>336 142</b>	<b>648 211</b>	<b>953 762</b>	<b>978 529</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2014T</b>
1) SSK = EK + MI + FG	125 853	128 935	163 946	209 632	452 587	526 704	568 345
2) SSK = SSE = (DE - DG) + FG = NDE + FDE	125 764	128 940	163 946	209 832	452 687	526 704	568 445
3) SSK = TK-DG = E - DG	125 853	128 935	163 946	209 632	452 587	526 704	568 345
<b>Netto driftseiendeler</b>							
NDE = DE - DG	31 163	42 296	80 846	152 632	289 287	388 504	423 145
<b>Netto anleggsmidler</b>							
NAM = DAM - LDG	41 234	56 432	94 746	147 932	303 887	440 604	395 845
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>							
DAK = DOM - KDG	-10 071	-14 136	-13 900	4 700	-14 600	-52 100	27 300

Tabell 5.12 Justert balanseoppstilling

Tabell 5.12 viser den omgrupperte justerte totalbalansen, som er blitt en del større enn den ujusterte. Justeringene gir en økning i driftsrelaterte anleggsmidler, egenkapital og langsiktig driftsrelatert gjeld.

(i hele tusen)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	
Netto driftsresultat	13 469	49 675	53 698	54 706	48 286	74 454	
+ Unormalt netto driftsresultat	-4 847	-2 273	-6 570	12 271	-36 104	-54 901	
- Endring i netto driftseiendeler	11 133	38 550	71 786	136 656	99 216	133 858	
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>-2 511</b>	<b>8 852</b>	<b>-24 658</b>	<b>-69 679</b>	<b>-87 034</b>	<b>-114 305</b>	
+ Netto finansinntekt	1 252	1 008	936	1 512	2 123	1 565	
+ Unormalt netto finansresultat	-961	-3 436	-2 431	7 209	-63 350	-20 093	
- Endring i finansielle eiendeler	-7 957	-3 544	-25 900	106 200	-25 200	-18 100	
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>5 737</b>	<b>9 969</b>	<b>-252</b>	<b>-167 159</b>	<b>-123 061</b>	<b>-114 733</b>	
- Netto finanskostnad	-	-	-	3 024	3 145	2 246	
+ Endring i finansiell gjeld	-	-	-	60 100	-	-	
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	
+ Endring i minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-	
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>5 737</b>	<b>9 969</b>	<b>-252</b>	<b>-110 083</b>	<b>-126 206</b>	<b>-116 979</b>	

Tabell 5.13 Justert kontantstrømoppstilling

Tabell 5.13 viser hvordan justeringen av resultatoppstilling og balanse til slutt virker inne på kontantstrømmen, hvor balanseføringen av goodwill gir seg utslag i en stor endring i netto driftseiendeler.

### *Egenkapitalrentabilitet*

Endringene i resultat- og balanseoppstilling får også betydning for egenkapitalrentabiliteten. Justeringene gir som vist en endring i resultat- og balanseposter som sørger for at forholdstallet bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene enn det ville gjort uten justeringene.

Ujustert	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
NRE	7 589	21 333	26 148	60 017	-72 806	-21 679
EK IB	104 372	106 130	117 500	143 700	313 900	313 900
EK UB	106 130	117 500	143 700	313 900	367 400	409 200
<b>ekr</b>	<b>0,075</b>	<b>0,211</b>	<b>0,222</b>	<b>0,302</b>	<b>-0,193</b>	<b>-0,058</b>

Justert	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
NRE	8 913	44 974	45 633	72 673	-52 189	-1 221
EK IB	125 853	128 935	163 946	209 632	392 487	466 604
EK UB	128 935	163 946	209 632	392 487	466 604	508 245
<b>ekr</b>	<b>0,073</b>	<b>0,363</b>	<b>0,278</b>	<b>0,275</b>	<b>-0,115</b>	<b>-0,003</b>

<b>Justert målefeil i ekr</b>	<b>0,002</b>	<b>-0,152</b>	<b>-0,056</b>	<b>0,027</b>	<b>-0,079</b>	<b>-0,056</b>
-------------------------------	--------------	---------------	---------------	--------------	---------------	---------------

Tabell 5.14 Egenkapitalrentabilitet

Av tabell 5.14 ser vi at den justerte egenkapitalrentabiliteten er høyere enn den ujusterte alle år bortsett fra 2010 og 2013. Den justerte egenkapitalrentabiliteten sørger etter vår mening for et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene i Opera.

## 5.6 Forholdstallsanalyse

I dette kapittelet gjennomfører vi en forholdstallsanalyse der vi analyserer Opera sine historiske prestasjoner. I første del vil vi analysere risikoen i selskapet, og basert på dette komme frem til en «syntetisk rating». Den syntetiske «ratingen» benyttes for å finne historiske avkastningskrav som til slutt brukes i analysen av hvordan Opera har prestert i analyseperioden, hvor vi sammenlikner rentabilitet og krav.

### 5.6.1 Analyse av risiko og syntetisk «rating»

Som vi forklarte under kapittel 3 i valg av rammeverk, så har vi gjennom hele utredningen en investororientert tilnærming, med unntak av denne delen, hvor vi gjennomfører en kreditororientert analyse av Opera i to deler, hvor vi ser på selskapets kortsiktige likviditet

og langsiktige soliditet. Hensikten med disse to analysene er å komme frem til fire forholdstall som kan benyttes for å gi selskapets en korresponderende syntetisk «rating». Denne benyttes deretter til å finne krav til finansiell gjeld, finansiell gjeldsbeta og fordringsbeta, noe vi kommer nærmere inn på under kapittel 5.6.2.

Alle tabellene i dette kapittelet viser de historiske forholdstallene for Opera, et tidsvektet snitt for analyseperioden og differansen mellom Opera og bransjen sitt tidsvektede snitt.

### Risikoanalyse – likviditet

Vi har i denne delen analysert selskapets kortsiktige likviditet ved å se på selskapets gjeldsdekning gjennom balansen, på kort og lang sikt, samt gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm.

#### Likviditetsgrad 1

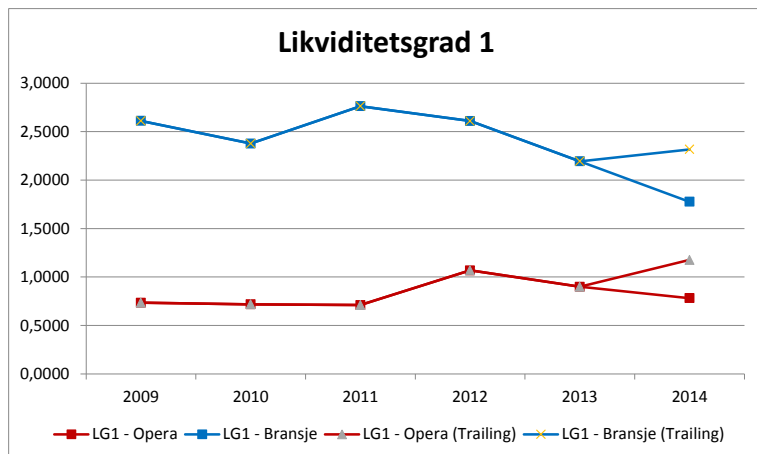
##### Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt			
								Opera		Differanse	
								Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet
Driftsrelatert likviditetsgrad 1	0,7341	0,7176	0,7098	1,0675	0,8987	0,7818	1,1756	0,8486	0,9470	-0,1943	-0,0999
x Vekt KDG i forhold til KG	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0179	0,0156
+ Likviditetsgrad 2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-1,2733	-1,2523
= Likviditetsgrad 1	0,7341	0,7176	0,7098	1,0675	0,8987	0,7818	1,1756	0,8486	0,9470	-1,4490	-1,3358

Tabell 5.15 Likviditetsgrad 1

Et mye brukt forholdstall for et selskaps kortsiktige likviditet er likviditetsgrad 1. Dette er et måletall på selskapets kortsiktige gjeldsdekning i balansen, det vil si i hvilken grad Opera er i stand til å betjene gjeld med forfall i nær fremtid, med eiendeler som raskt kan omsettes. Dette har også betydning for langsiktige lånegivere, som er interessert i å se hvordan selskapet er i stand til å håndtere kortsiktig gjeld, før de eventuelt er villig til å gi et selskap langsiktig lån.

Likviditetsgrad 1 måles ved å se på selskapets omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Dette tallet kan videre dekomponeres i en driftsrelatert og en finansiell del. Kortsiktige finansielle omløpsmidler mot kortsiktig finansiell gjeld omtales ofte som likviditetsgrad 2. Dette er riktig nok en utradisjonell måte å regne likviditetsgrad 2, da den tradisjonelle måten er omløpsmidler minus varelager, over kortsiktig gjeld. En tommelfingerregel for de to måletallene er at likviditetsgrad 1 bør være minst 2, og likviditetsgrad 2 bør være minst 1. Dette er ofte ikke tilfellet, og en mer hensiktsmessig målestokk kan være bransjegenomsnittet. Tabell 5.15 viser at likviditetsgrad 2 er 0 alle år, noe som skyldes at Opera ikke har kortsiktig finansiell gjeld (Penman, 2004; Palepu, Healy, & Peek, 2013).



Figur 5.2 Likviditetsgrad 1

Den kortsiktige gjeldsdekning til Opera har vært noe ustabil, men kom over 1 i 2012, for deretter å gå ned igjen. Dette skyldes at Opera i 2013 og 2014 gjorde to større oppkjøp, av henholdsvis Skyfire og AdColony, noe som ga en økning i immaterielle eiendeler i balansen i form av økt goodwill. Likevel har likviditetsgrad 1 gått ned da de har fått en enda større økning i kortsiktig gjeld, som følge av avsetning for krav i forbindelse med oppkjøpet.

Det store avviket mellom likviditetsgrad 1 i 2014-rapportert og 2014-«trailet», skyldes at våre vekstestimer baserte seg på tredjekvartals tallene til Opera som så vesentlig bedre ut enn fjerde kvartal viste seg å være. Opera har i stor grad blitt påvirket av de store valutafluktuasjonene som inntraff i siste del av 2014, noe som har gjort at avsetningene i forbindelse med oppkjøpet av AdColony ble verdivurdert annerledes som følge av svak krone- og sterk dollar-kurs. I våre estimer regnet vi også med 7,1 MUSD mer i kontanter, samtidig som vi forventet 83,3 MUSD mindre i kortsiktig gjeld.

Sammenlikner vi Opera med bransjen ser vi at Opera har en likviditetsgrad som ligger hele 1,449 under gjennomsnittet, noe vi mener er for lavt. Vi vil likevel nevne at avsetningene som er med på å trekke ned dette måletallet, verdivurderes jevnlig. Det vil si at en positiv endring i valutasituasjonen kan gjøre at tallet kommer noe høyere (for bransjetall, se vedlegg 18).

## Finansiell gjeldsdekning i balansen

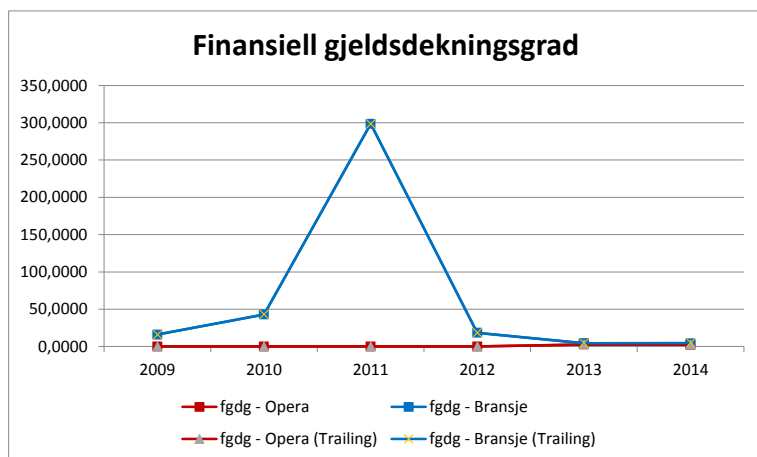
Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt			
	Opera		Differanse		Opera		Differanse				
	Rapportert	Trailert	Rapportert	Trailert	Rapportert	Trailert	Rapportert	Trailert	Rapportert	Trailert	
= Finansiell gjeldsdekningsgrad	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	2,7188	2,2995	2,4176	1,2546	1,2841	-58,1100	-51,8894

Tabell 5.16 Finansiell gjeldsdekning

Finansiell gjeldsdekning i balansen er et mål på hvor godt skikket Opera er til å betjene egen gjeld, målt med finansielle eiendeler sett opp mot finansiell gjeld. Det er opp til den enkelte analytiker å avgjøre hvilke gjeldsposter han ønsker å sammenlikne mot hvilken finansiering (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Som vi nevnte innledningsvis i denne rapporten, analyserer vi Opera i denne delen fra et kreditororientertperspektiv, og velger derfor å se på langsiktig finansiell gjeld.

Vårt estimat for 2014T ligger noe høyere enn det som er basert på rapporterte tall. Dette skyldes at vi med utgangspunkt i tallene fra tredje kvartal regnet med en høyere kontantbeholdning enn det som ble rapportert i fjerde kvartal. En gjeldsdekning på 1 tilsier at et selskap har nok finansiell eiendeler til å dekke sin finansielle gjeld, som vi ser har Opera en finansiell gjeldsdekningsgrad på over 2 i alle år med lånefinansiering, noe som er svært positivt. Opera tok for første gang opp et lån på 60,1 MUSD i 2013, som ble benyttet til oppkjøpet av AdColony i 2014, derfor har finansiell gjeldsdekning vært 0 frem til 2013.



Figur 5.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekning kan også analyseres på kort og lang sikt, slik som vi har gjort for bransjen (se vedlegg 18). Dette innebærer at en ser på finansiell omløpsmidler opp mot kortsiktig finansiell gjeld, og finansielle anleggsmidler opp mot langsiktig finansiell gjeld. I Opera sitt tilfelle, lot ikke dette seg gjennomføre, ettersom de verken har finansielle anleggsmidler eller kortsiktig finansiell gjeld. Dette betyr at Opera er solid finansiert i den



forstand at de kan nedbetale all langsiktig finansiell gjeld med finansiell omløpsmidler, som for øvrig i sin helhet består av kontanter.

Av differansen i tabell 5.16 kan vi se at bransjen i gjennomsnitt er enda mer solid enn Opera. Dette skyldes kun at bransjen har en enda større kontantbeholdning, uten vesentlig større lånefinansiering. Etter å ha sett nærmere på de selskapene som er tatt med i våre bransjetall, minner den utrolig sterke gjeldsdekningen til bransjen mer om at et fåtall av selskapene får lånefinansiert egen drift, enn at de nødvendigvis er veldig mye mer likvide enn Opera.

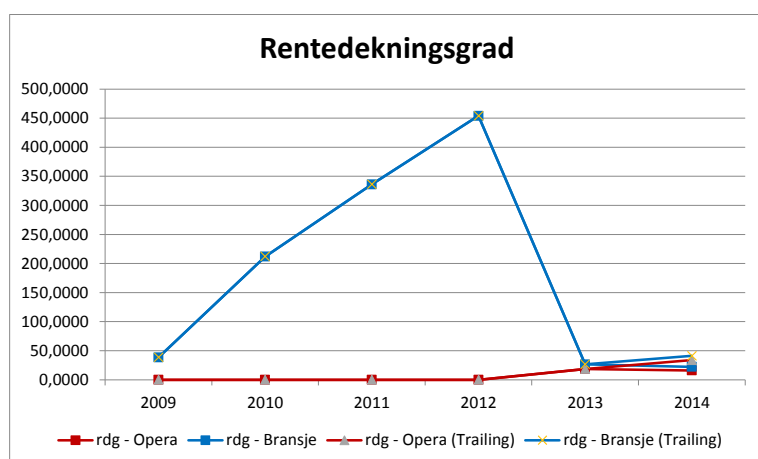
## Rentedekning gjennom nettoresultat

### Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt			
	Opera		Differanse		Opera		Differanse				
	Rapportert	Trallet	Rapportert	Trallet	Rapportert	Trallet	Rapportert	Trallet	Rapportert	Trallet	
= Rentedekningsgrad	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	18,5905	16,0301	33,8436	8,6551	13,1085	-167,8516	-168,1085

Tabell 5.17 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad måler i hvilken grad Opera er i stand til å betjene renter. Ulempen med dette måletallet er at resultatet bare måles opp mot netto finanskostnader og ikke avdrag, men tilbakebetalingsevnen målte vi ved beregning av gjeldsdekningsgrad i balansen, i avsnittet over og er derfor dekket (Palepu, Healy, & Peek, 2013; Penman, 2004). Vi viste i forrige avsnitt at Opera i svært liten grad er finansiert med finansiell gjeld. Vi mener at dette blant annet kan skyldes at finansieringsinstitusjoner er noe mer skeptiske til å finansiere IT-selskaper, men i all hovedsak at Opera ikke har hatt behov for lånefinansiering, da de har helfinansiert egne oppkjøp frem til 2013. Dette virker inn i form av lavere renter som vi kan lese av resultatregnskap og balansen (se kapittel 5.5).



Figur 5.4 Rentedekningsgrad

Vårt estimat for 2014 avviker kraftig fra det som ble endelig rapportert i 2014. Dette skyldes at netto driftsresultat ble vesentlig lavere enn våre estimater. Dette skyldes som nevnt under kapittel 5.3 at driftsrelaterte kostnader økte med en høyere vekstrate enn driftsinntektene, noe som resulterte i et mye lavere netto driftsresultat enn det driftsinntektene skulle tilsi.

Tabell 5.17 viser utviklingen i forholdstallet, og som vi kan se, ligger Opera en del under bransjegjennomsnittet også med rentedekningsgrad. Dette skyldes da fortsatt at de andre selskapene i bransjen har rentebærende gjeld som ligger på samme nivå som Opera, samtidig som de har et netto driftsresultat som er høyere.

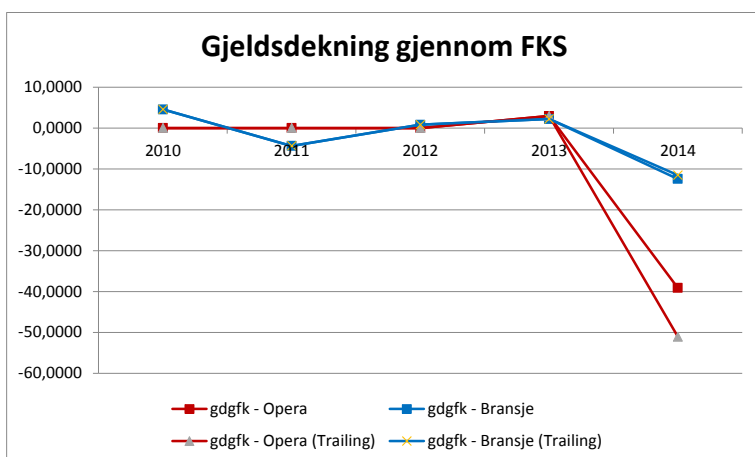
## Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

### Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt				
								Opera	Differanse			
	Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet		Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet	
= Gjeldsdekningsgrad FKS			0,0000	0,0000	0,0000	2,9287	-39,1336	-51,0791	-11,0079	-14,5916	-7,7766	-11,6321

Tabell 5.18 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Tabell 5.18 viser i hvilken grad Opera er i stand til å betjene egen gjeld med utgangspunkt i fri kontantstrøm til sysselsatt kapital (FKS). (Penman, 2004). Ettersom Opera ikke hadde gjeld før i 2013, har vi lite å vurdere dette tallet mot. Vi ser at gjeldsdekning gjennom FKS er svært dårlig både i 2014 og vårt estimat i 2014T. Dette skyldes flere av de faktorene som vi hittil har nevnt; høye kostnader som gir et lavt netto resultat og høye finanskostnader som følge av endring i verdier grunnet valutafluktuasjoner. 2014 var et dårlig år for Opera som følge av uventede kostnader, og dette er noe vi vil ta med videre i våre analyser av hvordan vi tror Opera vil gjøre det i fremtiden.



Figur 5.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Opera ligger under snittet til bransjen også på gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm. Igjen velger vi å peke på at Opera står i en helt annen gjeldssituasjon enn resten av bransjen. I tillegg har bransjen betalt ned på sin gjeld i motsetning til Opera, som holder nivået konstant. Dette viser at måletallet er best egnet for selskap som er i en fase hvor de tilbakebetaler gjeld. Opera har tatt opp lån som de ikke betaler avdrag på, men betaler tilbake hele summen når lånet innfris. Dette gjør at vi ikke legger for mye vekt på dette tallet i vår videre analyse av Opera.

### Risikoanalyse – soliditet

I analysen av soliditet, ser vi på selskapets langsiktige soliditet vurdert ut fra egenkapitalprosent og nettodriftsrentabilitet. Avslutningsvis vil vi også illustrere Opera sin finansiering ved hjelp av en finansieringsmatrise.

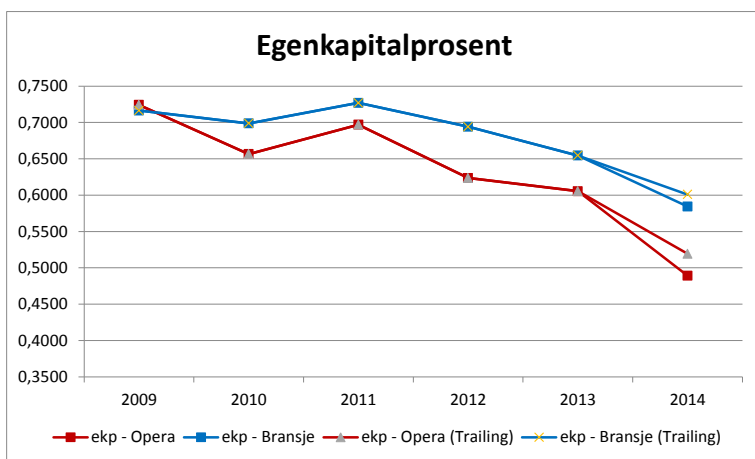
### Egenkapitalprosent

#### Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Egenkapitalprosent (ekp)	0,7243	0,6565	0,6969	0,6236	0,6055	0,4892	0,5194

Tidsvektet snitt			
Opera		Differanse	
Rapportert	Trallet	Rapportert	Trallet
0,6048	0,6124	-0,0585	-0,0550

Tabell 5.19 Egenkapitalprosent



Figur 5.6 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent er et måletall på hvor stor andel av selskapet total kapital som er finansiert av egenkapital. Hvilken kapitalstruktur som er den optimale er fortsatt svært omdiskutert. Franco Modigliani og Merton Miller vant nobelprisen i økonomi som følge av at de i en publikasjon fra 1958, fremmet påstanden om at i et perfekt kapitalmarked, så har valg av kapitalstruktur ingen innvirkning på verdien av selskapet. Fra Wikipedia finner vi at et perfekt kapitalmarked eksisterer der:

1. «Investorer og bedrifter kan handle de samme kapitalinstrumentene til en markedsverdi som tilsvarer nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer.»
2. «Det er ingen skatter eller kostnader forbundet med transaksjoner eller utstedelse av kapitalinstrumenter.»
3. «Hvordan en bedrift velger å finansiere sine eiendeler forandrer ikke fremtidige kontantstrømmer eller avslører ny informasjon om disse.» (Wikipedia: Kapitalstruktur, 2012)

I den virkelige verden, er det skjevheter og imperfeksjoner som virker imot dette, blant annet skatt. Skatten blir beregnet av inntekter etter rentekostnader, og ettersom rentekostnader gjør at grunnlaget for skatteberegningen blir lavere, kan denne skattefordelen fungere som et insentiv til å finansiere selskapet med gjeld. Den økte inntjeningen som følge av den reduserte skattekostnaden kalles for et skatteskjold. Dette kunne tale for at en finansierer driften med 100 % gjeld, men er forutsetning for at et selskap får denne skattefordelen, er at de betaler skatt. Det vil med andre ord si at selskapet må ha skattbar inntekt (Berk & DeMarzo, 2014).

Når det gjelder å overføre denne teorien til Opera, henviser vi til det vi tidligere har uttalt, om at vi forventer at långivere er med skeptiske til å gi for store lån til IT-selskaper. Vi mener derfor at Opera ikke har muligheten til å utnytte denne skattefordelen med veldig mye mer lånefinansiering enn de har i dag. Vi velger derfor heller å belyse fordelene med å opprettholde en egenkapital av en viss størrelse, som viser i hvilken grad selskapet er i stand til å håndtere eventuelle tap i fremtiden.

Som vi ser av tabell 5.19 og figur 5.6, har Opera vært solide hele veien med en egenkapitalprosent som hele tiden har ligget over 50 %. De fikk en nedgang i 2013 som følge av at de finansierte et av oppkjøpene sine med lån, men de ligger likevel rett under 50 %.

Vi forventet en noe høyere egenkapital i våre estimater basert på tredjekvartalstallene, et avvik som skyldes det negative resultatet til egenkapital som selskapet fikk i 2014, som følge av de tidligere nevnte valutafluktuasjonene.

Igjen kan vi se at Opera ligger under snittet til bransjen, noe vi fortsatt mener skyldes at bransjen i mindre grad er lånefinansiert enn Opera, som kan være en liten ulempe. På den annen side, så har Opera tatt opp lån for å ekspandere, noe som har gitt en høyere inntjening.

## Netto driftsrentabilitet

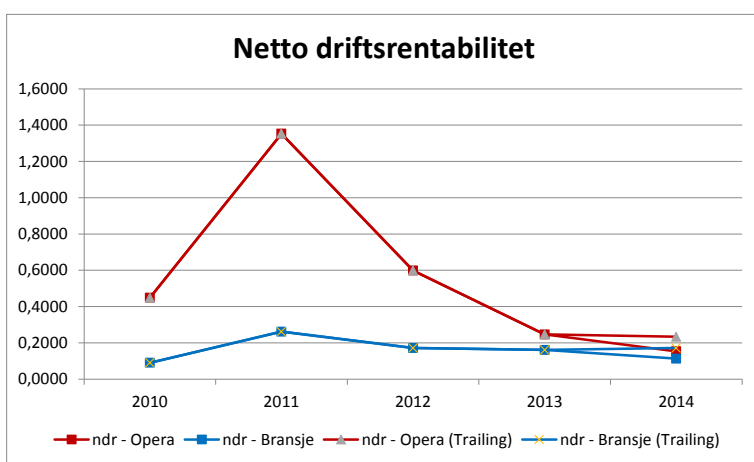
### Opera Software ASA

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Netto driftsrentabilitet (ndr)		0,4484	1,3524	0,5980	0,2464	0,1534	0,2335

Tidsvektet snitt			
Opera		Differanse	
Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet
0,4673	0,4873	0,3164	0,3217

Tabell 5.20 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet måler avkastningen til netto driftseiendeler, med utgangspunkt i netto driftsresultat. Fordelen med netto driftsrentabilitet er at det kun viser avkastningen til driften i selskapet. Det vil si at resultatet er upåvirket av finansiering og andre ikke-driftsrelaterte poster, men viser inntjeningen fra selskapets hovedvirksomhet (Penman, 2004).



Figur 5.7 Netto driftsrentabilitet

Figur 5.7 viser at Opera langt over resten av bransjen på netto driftsrentabilitet. I tillegg til å være et mål på hva slags inntjening selskapet har, er det også med på å si hvor fornuftig og effektivt et selskap benytter netto driftseiendeler. Netto driftsrentabilitet vil bli gransket mer inngående i kapittel 5.6.3.

## Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise er et illustrativt hjelpemiddel som viser hvordan et selskap har finansiert alle eiendelene sine. Hvis en stor del av selskapets eiendeler for eksempel er finansiert av kortsiktig gjeld, er dette typisk et faresignal. Optimalt sett bør det markerte feltet i matrisen gå ned så fort som mulig.

## Opera Software ASA

2014

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	0,7420	-	0,2580	-	-	-	0,6593
FAM	-	-	-	-	-	-	-
DOM	-	-	0,1393	0,3219	0,5388	-	0,1958
FOM	-	-	-	-	1,0000	-	0,1449
TK	0,4892	-	0,1974	0,0630	0,2504	-	1,0000

2014T

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	0,7813	-	0,2187	-	-	-	0,6647
FAM	-	-	-	-	-	-	-
DOM	-	-	0,6149	0,3288	0,0563	-	0,1868
FOM	-	-	-	-	1,0000	-	0,1485
TK	0,5193	-	0,2602	0,0614	0,1590	-	1,0000

Tabell 5.21 Finansieringsmatrise

Opera er ifølge tabell 5.21 i stor grad finansiert gjennom egenkapital og langsiktig gjeld. Det er kun driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler som er finansiert gjennom kortsiktig finansiell gjeld, som bekrefter funnene i de ulike forholdstallene over. Driften til et selskap bør i størst mulig grad være finansiert gjennom langsiktig kapital, i hvert fall anleggsmidlene. På tross av den negative inntjeningen og de endrede verdierestimaterne i balansen for de rapporterte tallen for 2014, er de like solide i finansieringen både med rapporterte tall og med «trailede», og litt mer optimistiske tall.

Opera sin finansiering er relativt lik sammenliknet med resten av bransjen. De utgjør en stor del av bransjen, ved at de har den største balansen, noe som gjør at bransjen gir et litt skjevt bilde. Enkelte av aktørene har likevel en balanse av en viss størrelse som virker inn, som vi kan se av «trailingen» til bransjen (se vedlegg 9).

### Syntetisk «rating»

Strukturen til den syntetiske «ratingen» er inspirert av Standard & Poor's sitt «rating»-system. En syntetisk «rating» er en vurdering av kredittrisiko. I sin vurdering, så ser Standard & Poor's på et selskap eller et lands evne til å innfri sine forpliktelser i sin helhet, og til rett tid. Det som inngår i deres analyse er vurdering av historisk informasjon, så vel fremtidige hendelser som er mulig å forutsi (Standard & Poor's: Guide, 2014). En annen stor aktør er Moody, som driver med tilsvarende «rating» som Standard & Poor's. De har et litt annet karaktersystem, men overordnet vurderer de kredittrisiko likt (Moody's Corporation).

Vår karaktergivning er basert på karaktersystemet til Standard & Poor's, men for selve «ratingene» har vi benyttet Kjell Henry Knivsflå sitt forslag til «rating» på basis av de fire

forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og nettodriftsrentabilitet.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Opera	
							Rapportert	Trailing
lg1	CCC	CCC	BB	B	B	BB	B	B
rdg				AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
ekp	A	A	A	A	BBB	BBB	A	A
ndr	AAA	AAA	AAA	AA	A	AA	AAA	AAA
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	A	A	BBB	A	A	A

Tabell 5.22 Syntetisk rating

Vi har kommet frem til at Opera har ligget på en «rating» mellom BBB og A, noe som er tilfredsstillende. Ifølge Standard & Poor's, så er en A-«rating» solid, mens en BBB-«rating» er tilfredsstillende, men selskapet påvirkes mer av uønskede økonomiske forhold (Standard & Poor's: Guide, 2014). Som tabellen viser så har det vært en utvikling i selskapet, i forhold til at de i begynnelsen av analyseperioden hadde en svakere «rating». Likviditetsgrad 1 trekker den totale «ratingen» ned, selv om den har blitt noe bedre. Som vi kan se har nettodriftsrentabilitet vært god hele veien, men gått noe ned i slutten av analyseperioden. Dette skyldes som tidligere beskrevet en svekkelse i inntjeningen, som vi blant annet begrunner med at Opera har hatt en større økning i driftskostnader enn i driftsinntekter. I tillegg mener vi at oppkjøpet av Skyfire i 2013 og AdColony i 2014 ikke har vært like lønnsom som tidligere oppkjøp. Vi tror ikke dette nødvendigvis vil vedvare, men skyldes kostnader i forbindelse med sammenslutningene, og uroligheter i verdensøkonomien. Vi vil komme nærmere inn på disse forholdene under kapittel 5.6.3.

## 5.6.2 Avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi finne de historiske avkastningskravene til Opera for vår analyseperiode, som vi senere vil bruke til å finne de fremtidige kravene.

### *Risikofri rente*

En måte å finne den risikofrie renten på er å finne et aktiva som er risikofritt og deretter finne den forventede avkastningen. For at et aktivum skal være risikofritt må vi kunne vite med sikkerhet hva som er forventet avkastning, og for å være sikker på hva denne er, så må det ikke kan være noen konkurssansynlighet eller reinvesteringsrisiko.

At det ikke kan være noen konkurssansynlighet utelukker alle private aktiva, siden de har en viss sannsynlighet for konkurs uansett størrelse. Dermed står vi igjen med verdipapirer utstedt av staten, men vi trenger ikke se lenger enn til dagens økonomiske situasjon for å

skjønne at stater heller ikke trenger å være helt risikofrie, de fleste er nok enige om at verdipapirer utstedt av Hellas per i dag ikke egner seg som et risikofritt aktiva.

At det ikke skal være noen reinvesteringsrisiko betyr at det ikke kan være noen risiko på avkastningen, som for eksempelet med en obligasjon som betaler kuponger, som kan reinvesteres til en rente vi ikke vet hva er. Det betyr at for å finne en risikofri rente må vi ha null-kupongs-obligasjoner som reflekterer kontantstrømmen vi analyserer (Damodaran, 2012).

Til sammen betyr dette at det er svært vanskelig, eller umulig å finne en rente som er helt risikofri. Vi vil bruke 10-årige norske statsobligasjoner som et estimat på vår risikofrie rente. Norske statsobligasjoner har liten risiko, de er relativt likvide, er i norske kroner og de er lange, noe som passer godt med at vi har en lang horisont. Det kunne vært aktuelt å trekke fra en likviditetspremie, men dette velger vi ikke å gjøre, da vi har vurdert denne til å være tilnærmet lik null. En mer detaljert diskusjon rundt dette kommer i kapittel 8 om usikkerhet og sensitivitet.

### *Markedsrisikopremie*

At risiko er av betydning og at investeringer med høyere risiko bør ha en høyere forventet avkastning enn investeringer med lavere risiko er intuitivt. Derfor kan vi si at forventet avkastning til en investering er risikofri rente pluss kompensasjon for risiko. I praksis estimeres gjerne denne risikopremien gjennom å se på den historiske avkastningen til aksjer over et tilnærmet risikofritt aktiva. Her har vi brukt avkastningen til hovedindeksen på Oslo børs, OSEBX, utover avkastningen på 10-årig statsobligasjoner (se vedlegg 22). Det er mange måter å komme frem til en risikopremie, og alle kan gi forskjellige estimat. Valg av risikofri rente, tidsperiode og type snitt vil typisk kunne bidra til at estimatene blir forskjellige (Damodaran, 2012).

I praksis er det vanlig både å se på en lang periode og en kort periode når en måler risikopremien. Det kan gi veldig forskjellige utslag på hvilken risikopremie en finner. Argumentasjonen for de som bruker et kort perspektiv er at det kan ha vært fundamentale endringer som har gjort at risikopremien har endret seg. Problemet med en kort periode er at vi får mye støy i gjennomsnittet og et høyt standardavvik. Derfor velger vi å estimere den historiske risikopremien som en blanding av et kortsiktig og langsiktig snitt. Det langsiktige snittet er gjennomsnittlig risikopremie fra 1983 til 2014, og det kortsiktige snittet er fra 1995 til 2014. Vi legger 25 % vekt på den kortsiktige risikopremien og 75 % vekt på den



langsiktige risikopremien i utregningen av vårt estimat på den løpende risikopremien (Damodaran, 2012).

Valg av geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt i utregningen av gjennomsnitt vil også gi forskjellig risikopremie. Vi har valgt å bruke aritmetisk gjennomsnitt, slik at hvis avkastning fra år til år ikke er korrelerte, vil dette gi det beste snittet. Det er studier som viser at aksjeavkastning er negativt korrelert fra år til år, altså vil et godt år tendere til å følge et dårlig år og omvendt, slik at en ofte overestimerer risikopremien med aritmetisk gjennomsnitt. Vi har likevel valgt å bruke aritmetisk snitte, da konsekvensen av å bruke geometrisk snitt uansett ikke ville hatt store utslag i våre tall. Ved bruk av geometrisk snitt får vi en risikopremie som er 0,3 % høyere enn med det aritmetiske i perioden 1983 til 2014. Hvor det aritmetiske snittet er basert på logaritmisk, månedlig avkastning (Damodaran, 2012).

	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014
Årlig risikopremie, 95-t	4,13 %	2,94 %	3,52 %	4,17 %	4,13 %	3,78 %
x Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+ Årlig risikopremie, 83-t	4,33 %	3,63 %	3,95 %	4,34 %	4,30 %	4,11 %
x Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
= Løpende risikopremie	4,28 %	3,46 %	3,84 %	4,30 %	4,26 %	4,03 %

Tabell 5.23 Historisk markedsrisikopremie

Tabell 5.23 viser den løpende risikopremien vi har brukt, med snittet for perioden fra 2010 til 2014 på 4,11 %. Tabellen viser en forskjell på omtrent 0,3 % mellom det kortsiktige og det langsiktige perspektivet.

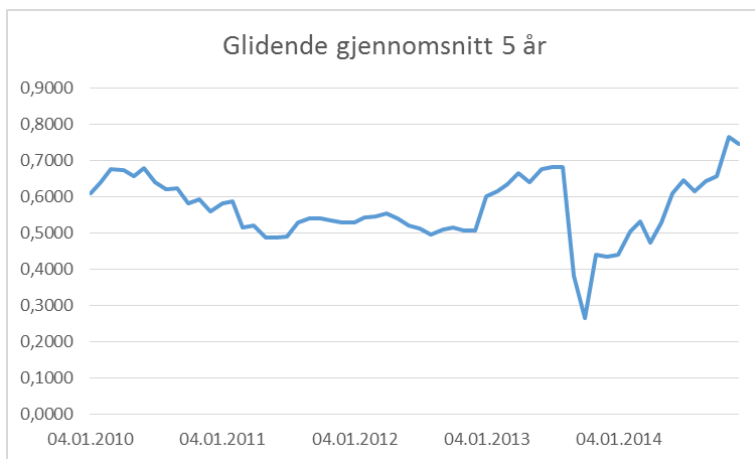
## Beta

I kapitalverdimodellen (CAPM), trenger vi også en betaverdi for å finne avkastningskravet, der beta er et tall for risikoen en investering bidrar med i en markedsportefølje. Det er tre måter å estimere beta på, bruke historiske markedspriser for investeringen, bruke fundamentale kjennetegn for investeringen eller bruke regnskapsdata. Betaen til markedsporteføljen vil være 1, aktiva som er mer risikable enn markedet vil ha beta større enn 1 og aktiva som er mindre risikable vil ha beta som er mindre enn 1. Aktiva som er risikofrie vil ha en beta på 0 (Damodaran, 2012).

Vi fant Opera sin egenkapitalbeta ved å bruke historiske markedsdata. Måten dette gjøres på er ved å gjøre en regresjonsanalyse av Opera sin avkastning sammenliknet med markedet som i vårt tilfelle er Oslo børs, og finne hvordan Opera sin avkastning varierer i forhold til markedet. Vi brukte logaritmisk, månedlig avkastning for analyseperioden. Det er stor usikkerhet knyttet til betaestimater og valg av analyseperiode og intervall har mye å si for

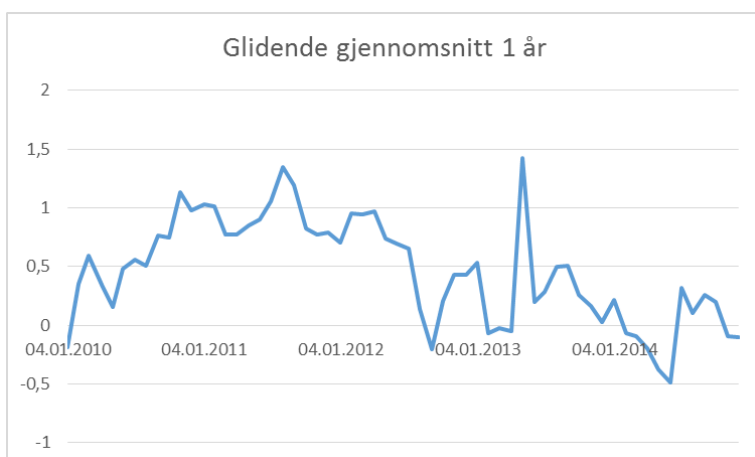
betaestimatet. Ifølge McKinsey bør et betaestimat inneholde minst 60 datapunkter, det bør være basert på månedlig avkastning og regresjonen bør gjøres mot en verdibasert veldiversifisert markedsportefølje (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Det kan også lages et glidende gjennomsnitt for å se om det kan være varige endringer i beta. Det 5-årige glidende gjennomsnittet kan vi lese av figur 5.8 under. Det glidende snittet starter med januar 2005-januar 2010 med rullerende snitt frem til desember 2009-desember 2014. Vi kan se at snittet stort sett ligger i området 0,5 til 0,7 med unntak av i slutten av 2013 og starten av 2014 (se vedlegg 21).



**Figur 5.8** Glidende gjennomsnitt 5 år

Tilsvarende glidende gjennomsnitt med ett år istedenfor fem, som i figur 5.9, viser godt hvorfor betaestimat basert på månedlig avkastning det siste året inneholder mye støy. Vi kan se at betaen går fra å være negativ til å være nesten 1,5 i løpet av en måned i 2013.

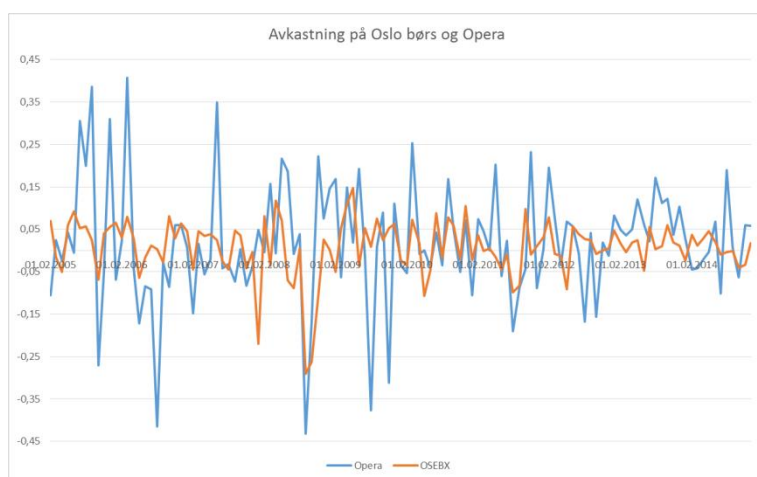


**Figur 5.9** Glidende gjennomsnitt 1 år

Basert på regresjonen kom vi frem til en egenkapitalbeta på 0,72 for Opera for perioden 2010 til 2014. Det er også verdt å merke seg en justert R-Kvadrat på ca. 0,1 som betyr at det

kun er en forklaringsgrad på omtrent 10 % (se vedlegg 21). Dette er veldig lavt og tyder på en lav forklaringsgrad mellom Opera og Oslo børs, som betyr at det er liten sammenheng mellom avkastningen til Oslo børs og Opera. Figur 5.10 viser avkastningen til OSEBX indeksen og Opera, og denne ser ut til å støtte den manglende forklaringsgrad. Med en så lav forklaringsgrad kan det også diskuteres hvorvidt CAPM gir et godt bilde på avkastningskravet til Opera.

Den lave forklaringsgraden betyr at det er liten systematisk risiko og høy usystematisk risiko knyttet til Opera. Det betyr at det er forhold knyttet til driften i Opera som styrer aksjeprisen og i liten grad endringer i markedsfaktorer. Dette er ikke unaturlig da Opera har vært gjennom store endringer de siste årene, blant annet med flere oppkjøp og kraftig vekst i markeder som i svært liten grad er representert på Oslo børs.



**Figur 5.10 Avkastning Oslo Børs og Opera Software ASA 2005-2014**

Standardavviket i regresjonen er 0,25 som betyr at med to standardavviks intervall kan betaen ligge mellom 0,21 og 1,23 som er et ganske stort sprik. Standardavviket på Opera sin avkastning i perioden 2010 til 2014 har vært 0,094 og tilsvarende for Oslo børs har vært 0,045. Som vil si at Opera har et standardavvik som er 2,1 ganger så stort som bransjen i perioden. Det betyr at Opera har en mye større volatilitet enn markedet på bakgrunn av usystematisk risiko, og er ikke markedsfaktorer.

Utgangsestimatet for beta er 1 og fordi det er knyttet stor usikkerhet til betaestimaten, velger vi å justere betaen mot 1 etter Bloomberg sin metode. Vi vekter betaen basert på regresjon med 2/3 og 1 med 1/3 slik at vi ender opp med en justert beta på 0,81. Det vil også være rimelig å anta at betaen på grunn av en endring i finansieringen, vil være under snittet i starten av analyseperioden og over snittet mot slutten (Damodaran, 2012).

Denne betaen er en gjennomsnittsbeta for hele perioden, og for å finne betaen år for år må vi først finne netto driftsbeta, men for å gjøre dette trenger vi netto finansiell gjeldsbeta. Denne finner vi ved først å beregne betaen til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansiell gjeldsbeta kan vi finne med å ta en lang kredittrisikopremie, dele på markedspremien og deretter dele på markedsrisikodelen som vist i tabell 5.24.

Markedsrisikodelen er den delen av konkursrisikoen som kommer fra økonomien generelt. Et estimat på markedsrisikodelen er «justert R-kvadrert» fra regresjonen i egenkapitalbeta estimatet, som for Opera er omtrent 0,1.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Snitt
Rating Opera	BBB	BBB	A	A	BBB	A	BBB
Lang kredittrisikopremie	1,40 %	1,40 %	1,00 %	1,00 %	1,40 %	1,40 %	1,24 %
/ Markedspremie	4,28 %	3,46 %	3,84 %	4,30 %	4,26 %	4,26 %	4,03 %
= Finansiell gjeldsbeta når mrd = 1	0,327	0,405	0,260	0,233	0,329	0,329	0,308
x Markedsrisikodel	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
= Finansiell gjeldsbeta	0,033	0,041	0,026	0,023	0,033	0,033	0,031

Tabell 5.24 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell eiendelsbeta består av betaen til kontanter, fordringer og investeringer. Opera har kun kontanter og vi antar at disse er risikofrie, og dermed har de en beta på 0. Det betyr at finansiell eiendelsbeta for Opera er 0 i alle år i regnskapsperioden, som igjen betyr at netto finansiell gjeldsbeta er finansiell gjeldsbeta multiplisert med finansiell gjeld som andel av netto finansiell gjeld.

Med utgangspunkt i netto finansiell gjeldsbeta kan vi nå finne gjennomsnittlig netto driftsbeta. Ifølge Miller og Modigliani sin «proposition 1» så er verdien av et selskap ikke avhengig av selskapets kapitalstruktur (Berk & DeMarzo, 2014). Dette betyr at verdien til netto driftskapital er uavhengig av hvordan virksomheten er finansiert, som igjen betyr at betaen til netto driftskapital er konstant. Da vet vi at netto driftsbeta er den samme hvert år og vi kan finne egenkapitalbetaen residualt. Tabell 5.25 viser denne sammenhengen mellom netto driftsbeta og egenkapitalbeta. Vi kan se at på grunn av at finansieringen endrer seg fra 2010 til 2014 endrer også egenkapitalbetaen seg mye i perioden. Siden vi har negativ netto finansiell gjeld får vi en liten netto driftskapital spesielt de første årene og egenkapitalen blir da ganske stor i forhold. Dette forholdet synker fort fra 4 i 2010 og til 1,29 i 2014. Som en konsekvens av dette blir estimatet på egenkapitalbetaen i 2010 lav, mens den i 2014 blir høy.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Snitt
Egenkapitalbeta	0,476	0,577	1,071	1,533	1,470	1,462	0,814
x EK/NDK	4,00	3,30	1,78	1,24	1,29	1,30	2,319
+ Egenkapitalbeta	0,476	0,577	1,071	1,533	1,470	1,462	0,814
x MI/NDK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	-0,025	-0,021	-0,020	-0,011
x NFG/NDK	-2,996	-2,297	-0,776	-0,236	-0,290	-0,297	-1,319
= Netto driftsbeta	1,902	1,902	1,902	1,902	1,902	1,902	1,902

Tabell 5.25 Netto driftsbeta

## Egenkapitalkrav

Kravet til egenkapitalen er risikofri rente etter skatt pluss beta multiplisert med risikopremien pluss en eventuell likviditetspremie. Denne legges til dersom egenkapitalen ikke er likvid eller som tillegg for andre risikofaktorer. Vi velger å sette denne til 0 % da Opera er listet på børs og omsettes hyppig. I tabell 5.26 kan vi se egenkapitalkravet for Opera hvert år. I takt med økt beta øker også egenkapitalkravet (Damodaran, 2012).

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	2010-2014
Nibor-rente, 3 mnd	3,53 %	3,14 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	2,52 %	2,77 %
- Kredittrisikopremie i bank	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Risikofri rente før skatt	3,53 %	3,14 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	2,52 %	2,77 %
- Skatt	0,99 %	0,88 %	0,59 %	0,72 %	0,68 %	0,68 %	0,77 %
= Risikofri rente etter skatt	2,54 %	2,26 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,84 %	2,00 %
+ Justert beta	0,476	0,577	1,071	1,533	1,470	1,462	0,814
x Risikopremie etter skatt	4,28 %	3,46 %	3,84 %	4,30 %	4,26 %	4,26 %	4,03 %
+ Likviditetspremie	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Egenkapitalkrav	4,58 %	4,25 %	5,63 %	8,44 %	8,10 %	8,06 %	5,28 %
+ Likviditetspremie minoritet	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Minoritetskrav	4,58 %	4,25 %	5,63 %	8,44 %	8,10 %	8,06 %	5,28 %

Tabell 5.26 Egenkapitalkrav

## Krav til netto finansiell gjeld

Videre må vi finne kravet til netto finansiell gjeld. Dette er et vektet krav sammensatt av kravet til finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Kravet til finansiell gjeld er risikofri rente pluss en kredittrisikopremie basert på den syntetiske «ratingen» fra kapittel 5.6.1. Kravet til finansielle eiendeler er sammensatt av kravet til kontanter, fordringer og investeringer. Opera har kun kontanter som har et krav tilsvarende risikofri rente. Kravet til netto finansiell gjeld blir da som i tabell 5.27. På grunn av den høye andelen kontanter blir kravet til netto finansiell gjeld negativt noen av årene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Snitt
Krav til finansiell gjeld	3,94 %	3,66 %	2,51 %	2,86 %	3,24 %	2,84 %	3,24 %
x Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	0,00	0,00	0,00	-1,09	-0,64	-0,62	-0,35
- Krav til finansielle eiendeler	2,54 %	2,26 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,84 %	2,00 %
x Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	-1,00	-1,00	-1,00	-2,09	-1,64	-1,62	-1,35
= Krav til netto finansiell gjeld	2,54 %	2,26 %	1,51 %	0,77 %	0,94 %	1,21 %	1,57 %

Tabell 5.27 Netto finansiell gjeldskrav

## Netto driftskrav

Etter å ha funnet kravet til egenkapital og netto finansiell gjeld kan vi nå finne kravet til netto driftskapitalen. Dette er egenkapital som andel av driftskapital multiplisert med egenkapitalkravet og netto finansiell gjeld som andel av netto driftskapital multiplisert med

kravet til netto finansiell gjeld. Minoritetsinteresser er også med i netto driftskravet, men er irrelevant ettersom Opera ikke har minoritetsinteresser.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Snitt
Egenkapitalkrav	4,58%	4,25%	5,63%	8,44%	8,10%	8,06%	5,28%
x EK/NDK	4,00	3,30	1,78	1,24	1,29	1,30	2,32
+ Minoritetsinteressekrav	4,58%	4,25%	5,63%	8,44%	8,10%	8,06%	5,28%
x MI/NDK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0
+ Netto finansielt gjeldskrav	2,54%	2,26%	1,51%	0,77%	0,94%	1,21%	1,57%
x NFG/NDK	-3,00	-2,30	-0,78	-0,24	-0,29	-0,30	-1,32
<b>= Netto driftskrav</b>	<b>10,68%</b>	<b>8,83%</b>	<b>8,82%</b>	<b>10,26%</b>	<b>10,17%</b>	<b>10,10%</b>	<b>10,17%</b>

Tabell 5.28 Netto driftskrav

I tillegg kan vi sette opp kravet til sysselsatt kapital på samme måte som netto driftskrav, men med finansiell gjeld istedenfor netto finansiell gjeld, slik som vist i tabell 5.28.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Snitt
Krav til egenkapital	4,58%	4,25%	5,63%	8,44%	8,10%	8,06%	5,28%
x Egenkapital/sysselsatt kapital	1,00	1,00	1,00	0,83	0,87	0,88	0,94
+ Krav til minoritet	4,58%	4,25%	5,63%	8,44%	8,10%	8,06%	5,28%
x Minoritetsinteresser/Sysselsatt kapital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Krav til finansiell gjeld	3,94%	3,66%	2,51%	2,86%	3,24%	2,84%	1,57%
x Finansiell gjeld/sysselsatt kapital	0,00	0,00	0,00	0,17	0,13	0,12	0,06
<b>= Krav til sysselsatt kapital</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>5,1%</b>

Tabell 5.29 Krav til sysselsatt kapital

### 5.6.3 Strategisk rentabilitets- og driftsfordelsanalyse

I kapittel 4 gjennomførte vi en strategisk analyse av Opera. Dette gjorde vi hjelp av en Porter-, SWOT- og PESTEL-analyse. Hensikten med en slik strategisk analyse er å avdekke om det finnes kilder til avvik i Opera sin inntjening sammenliknet med resten av bransjen, og ikke minst de avkastningskravene som vi beregnet i kapittel 5.6.2.

Som vi nevnte under kapittel 4, utgjør differansen mellom Opera sitt egenkapitalkrav og egenkapitalrentabilitet, det vi kaller for strategisk fordel, eller superprofitt (Palepu, Healy, & Peek, 2013; Kaldestad & Møller, 2011). Ved hjelp av en tradisjonell rentabilitetsanalyse, har vi avdekket denne forskjellen, og fremhevet virkningen av netto finansiell gjeld og virkningen av eventuelle minoritetsinteresser, som vist i tabell 5.30. Ettersom Opera ikke har noen minoritetsinteresser, er ikke dette en kilde til strategisk fordel.

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt			
							Opera		Differanse	
							Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,4484	1,3524	0,5980	0,2464	0,1534	0,2335	0,4750	0,4990	0,0000	0,0000
+ Virknings av NFG	-0,3258	-0,9339	-0,2554	-0,0526	-0,0370	-0,0551	-0,2480	-0,2534	-0,0768	-0,0739
+ Virknings av MI	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<b>= Egenkapitalrentabilitet (ekr)</b>	<b>0,1226</b>	<b>0,4185</b>	<b>0,3426</b>	<b>0,1938</b>	<b>0,1164</b>	<b>0,1784</b>	<b>0,2269</b>	<b>0,2455</b>	<b>-0,0768</b>	<b>-0,0739</b>

Tabell 5.30 Egenkapitalrentabilitet

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Opera	
							Rapportert	Trallet
- ekr	0,1226	0,4185	0,3426	0,1938	0,1164	0,1784	0,2269	0,2455
- ekk	0,0458	0,0425	0,0563	0,0844	0,0810	0,0806	0,0676	0,0675
= SF	0,0769	0,3760	0,2863	0,1094	0,0355	0,0978	0,1593	0,1780

Tabell 5.31 Strategisk fordel

Tabell 5.31 viser at Opera har en strategisk fordel. Problemet er at en ikke får vite noe ytterligere om hva som skjuler seg bak denne differansen. I kapittel 4 nevnte vi flere faktorer som kan forklare denne fordelten, men vi har ikke anledning til å få bekreftet disse faktorene ut ifra den enkle oppstillingen i tabell 5.31. En mer hensiktsmessig metode er å analysere Opera, er ved hjelp av en strategisk rentabilitetsanalyse, hvor vi analysere fordelten mer inngående ved å dekomponere tallet.

Vi har at:

$$ekr - ekk = \text{strategisk fordel (SF)}$$

Denne strategiske fordelten består av:

$$SF = \text{driftsfordel (DF)} + \text{finansieringsfordel (FF)}$$

Der driftsfordel og finansieringsfordel blir funnet ved:

$$\underbrace{(ndr - ndk)x(1 + nfgg + mig)}_{\text{Driftsfordel}} + \underbrace{[(nfgk - nfggr) x nfgg + (mik - mir) x mig]}_{\text{Finansieringsfordel}}$$

I første omgang vil vi se nærmere på finansieringsfordelen for deretter å avslutte med en strategisk driftsanalyse for å vise fordelten i hovedvirksomhet og hvor den kommer fra.

### Finansieringsfordel

I motsetning til det vi vil vise i den strategiske driftsanalysen, så dekomponerer vi ikke finansieringsfordelen på samme måte som driftsfordelen. Årsaken til dette er at vi forventer at finansieringsfordelen er tilnærmet lik null. Vi vil likevel se på de ulike elementene som inngår i finansieringsfordelen, for å bekrefte denne antakelsen. Finansieringsfordelen består av tre elementer; *finansieringsfordel finansiell gjeld*, *finansieringsfordel finansielle eiendeler* og *finansieringsfordel minoritetsinteresser*. Finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle eiendeler utgjør det som kalles for *finansieringsfordel netto finansiell gjeld*. Etersom Opera ikke har noen minoritetsinteresser, vil vi ikke drøfte dette elementet noe nærmere. Det vil si at fra oppstillingen av den strategiske fordelten så består finansieringsfordelen av finansieringsfordel netto finansiell gjeld, som gir oss følgende oppstilling:

$$\frac{(nfgk - nfggr) \times nfgg}{\text{Finansieringsfordel}} \approx 0$$

Dette kan som nevnt over deles opp i en finansiell gjeldsdel og en finansiell eiendelsdel:

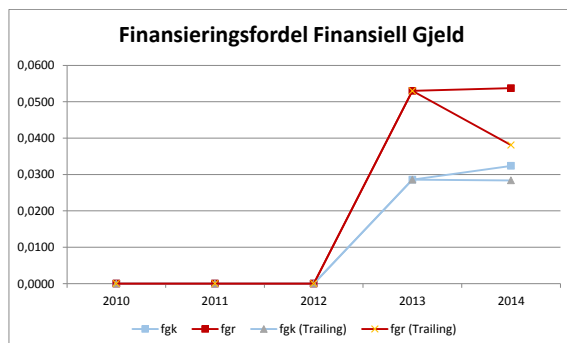
$$\frac{(fgk - fgr) \times fgg}{\text{Finansieringsfordel Finansiell Gjeld}} + \frac{(fer - fek) \times feg}{\text{Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler}}$$

### Finansieringsfordel finansiell gjeld

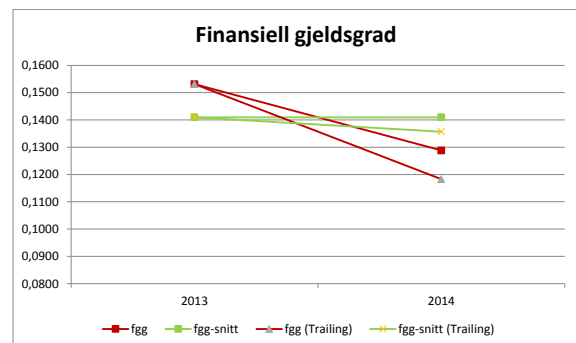
$$\frac{(fgk - fgr) \times fgg}{\text{Finansieringsfordel Finansiell Gjeld}}$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt Opera	
								Rapportert	Trallet
fgk	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0286	0,0324	0,0284	0,0168	0,0156
- fgr	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0530	0,0537	0,0381	0,0294	0,0247
= FGRF	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0244	-0,0214	-0,0097	-0,0125	-0,0090
x fgg	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2080	0,1442	0,1426	0,1753	0,1868
= FFFG	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0051	-0,0031	-0,0014	-0,0022	-0,0017

Tabell 5.32 Finansieringsfordel Finansiell Gjeld



Figur 5.11 Finansieringsfordel Finansiell Gjeld



Figur 5.12 Finansiell gjeldsgrad

I kapittel 5.6.2 viste vi hvordan vi regnet ut kravet til finansiell gjeld. Sammenlikner vi dette med rentabiliteten til finansiell gjeld og veker tallet med finansiell gjeldsgrad, finner vi finansieringsfordelen til et selskap. Tabell 5.32 og figur 5.11 viser at Opera har en liten finansieringsulempe. Dette tyder på at de betaler en høyere rente enn det kravet skulle tilsi. Dette kan muligens forklares med en generell skepsis til IT-bransjen, som resulterer i at långivere legger på en risikopremie som gjør at kravet dermed er høyere. Vi vet blant annet lånet til Opera er en nullkupongsobligasjon, som stiller krav til lånetakers evne til å innfri lånet i fremtiden. Vi ser at denne ulempen i snitt utgjør mindre enn 0,5 % og vil derfor ha minimal innvirkning på den strategiske fordelene.



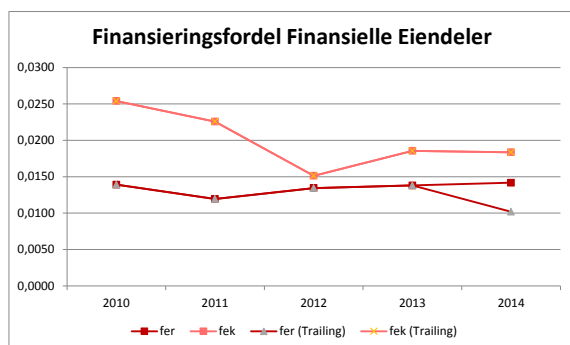
Finansiell gjeldsgrad gir oss ikke så mye informasjon ettersom Opera kun har hatt lån i to år. Vi ser likevel av figur 5.12 at graden ligger under snittet allerede i 2014, og hvis graden holde seg på dette nivået videre fremover, så er det positivt.

### Finansieringsfordel finansielle eiendeler

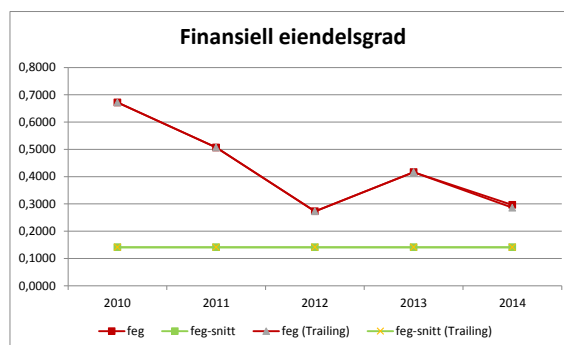
$$\frac{(fer - fek) \times feg}{\text{Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler}}$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Opera	
								Rapportert	Traillet
fer		0,0139	0,0119	0,0134	0,0138	0,0142	0,0102	0,0136	0,0124
- fek		0,0254	0,0226	0,0151	0,0186	0,0184	0,0184	0,0191	0,0191
= FGRF		-0,0115	-0,0106	-0,0017	-0,0048	-0,0042	-0,0082	-0,0055	-0,0067
x feg		0,7498	0,6967	0,4370	0,3991	0,3689	0,3714	0,5533	0,5214
= FFFE		-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0019	-0,0015	-0,0030	-0,0031	-0,0035

Tabell 5.33 Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler



Figur 5.13 Finansieringsfordel Finansielle Eiendeler



Figur 5.14 Finansiell eiendelsgrad

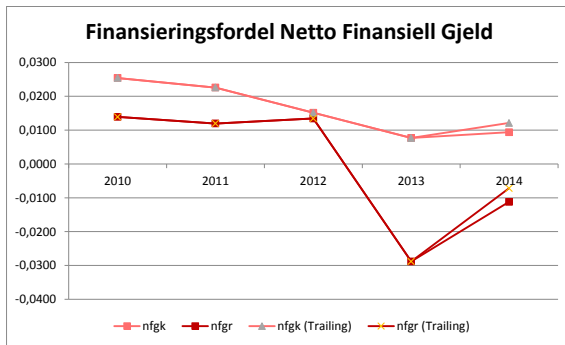
Akkurat som for finansiell gjeld, regnet vi ut et krav til finansielle eiendeler i det foregående kapittel. Når vi regner ut rentabiliteten til de finansielle eiendeler, ser vi at Opera med unntak av 2011 har en liten finansieringsfordel i finansielle eiendeler. Denne ligger også godt under 0,5 % i alle år, og har derfor liten påvirkning på strategisk fordel.

### Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

$$\frac{(nfgk - nfgr) \times nfgg}{\text{Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld}} \approx 0$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Opera	
								Rapportert	Traillet
nfgk		0,0254	0,0226	0,0151	0,0077	0,0094	0,0121	0,0137	0,0145
- nfgr		0,0139	0,0119	0,0134	-0,0288	-0,0112	-0,0072	-0,0047	-0,0035
= NFGF		0,0115	0,0106	0,0017	0,0365	0,0206	0,0193	0,0184	0,0180
x nfgg		-0,7498	-0,6967	-0,4370	-0,1912	-0,2247	-0,2288	-0,2857	-0,2883
= FFNFG		-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0070	-0,0046	-0,0044	-0,0053	-0,0052

Tabell 5.34 Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld



Figur 5.15 Finansieringsfordel Netto Finansiell Gjeld

Summen av de to overnevnte finansieringsfordelene (-ulempene) gir Opera en liten finansieringsulempe for netto finansiell gjeld. Totalt ligger den den godt under 1 %, og har derfor liten påvirkning på den totale strategiske fordel.

### Finansieringsfordel

$$\underbrace{(nfgk - nfggr) \times nfgg}_{\text{Finansieringsfordel}} \approx 0$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt Opera	
								Rapportert	Trallet
FF Finansiell gjeld	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0051	-0,0031	-0,0014	-0,0022	-0,0017
+ FF Finansielle eiendeler	0,0000	-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0019	-0,0015	-0,0030	-0,0031	-0,0035
= FF Netto finansiell gjeld	0,0000	-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0070	-0,0046	-0,0044	-0,0053	-0,0052
+ FF Minoritet	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Finansieringsfordel	0,0000	-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0070	-0,0046	-0,0044	-0,0053	-0,0052

Tabell 5.35 Finansieringsfordel

Tabell 5.35 viser at Opera har en liten finansieringsulempe. Denne er under 1 %, så dette bekrefter vår antakelse om at kravet er tilnærmet lik rentabiliteten, og at det ikke foreligger noen finansieringsfordel som påvirker den strategiske fordel.

### Strategisk driftsanalyse

I strategisk driftsanalyse analyseres den strategiske fordel på driftsnivå. Vil vi analyseres driften mer inngående, da dette er hovedkilden til strategisk fordel. Over bekreftet vi antakelsen om at finans ikke er en innvirkende kilde til unormal avkastning, slik at:

$$(nfggr - nfgk) \times nfgg \approx 0.$$

I dette kapitlet vil vi analysere Opera sin rene strategiske driftsfordel ved å se på de underliggende forholdene i balanse og resultatregnskap, og forklare avviket mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Vi vil også analysere fordelene av en eventuell «gearing» av driften som følge av gjeld. Dette gir oss at driftsfordel er:

$$\frac{\underbrace{(ndr - ndk)}_{\text{Strategisk fordel drift (SFD)}} + \underbrace{(ndr - ndk) \times nfgg}_{\text{Gearing-fordel drift}}}{\text{Driftsfordel}}$$

Analysen går videre over i en mer inngående granskning av det vi kaller for strategisk fordel drift, som består av en bransje- og en ressursfordel. «Gearing»-fordel inngår i driftsfordel, men vi vil likevel ikke analysere denne utover å avdekke om den er tilstede, da dette kun er å regne som en oppskalering av strategiske fordel drift.

Et selskap har en strategisk fordel drift der det er et positivt avvik mellom et selskaps netto driftsrentabilitet og netto driftskrav:

$$5.1 \quad ndr - ndk = \text{strategisk fordel drift (SFD)}$$

Vi kan forklare denne fordelten ved å dekomponeres oppstillingen i en ekstern bransjeorientert fordel, og en intern ressursbasert fordel, som kan utledes ved at vi legger til og trekker fra rentabilitet og krav for bransjen i oppstillingen for strategisk fordel (5.1), som gjøres ved å følge vanlige matematiske regler:

$$5.2 \quad ndr - ndk = (ndr - ndk) + (ndr_B - ndr_B) + (ndk_B - ndk_B)$$

Hvis vi endrer på rekkefølgen av den nye oppstillingen (5.2), kan vi nå dekomponere strategisk fordel i en bransjefordel og en ressursfordel:

$$5.3 \quad ndr - ndk = \underbrace{(ndr_B - ndk_B)}_{\text{Bransjefordel}} + \underbrace{(ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)}_{\text{Ressursfordel}}$$

Grunnen til at vi dekomponerer på denne måten er for å avdekke om det er bedriften som genererer avkastning utover kravet, eller om det skyldes at bransje generelt gjør det bedre enn det gjennomsnittlige bransjekravet.

Som en forenkling antar vi at  $ndk_B \approx ndk$ . En forenkling vi gjør basert på Modigliani-Millers Proposisjon 1, som sier at driftskravet til bransjen bør være tilnærmet likt som driftskravet til en spesiell bedrift i bransjen (Berk & DeMarzo, 2014). Som vi forklarte under kapittel 5.6.1, vil imperfeksjoner i økonomien som skatt og liknende, gjøre at det kan være mindre variasjoner i kravet. Dette gjør at det i tillegg vil oppstå et mindre kravavvik, men vi antar at dette avviket her er 0.

## Bransjefordel - drift

Et selskaps bransjefordel oppstår som følge av en differanse mellom bransjens netto driftsrentabilitet og netto driftskrav:

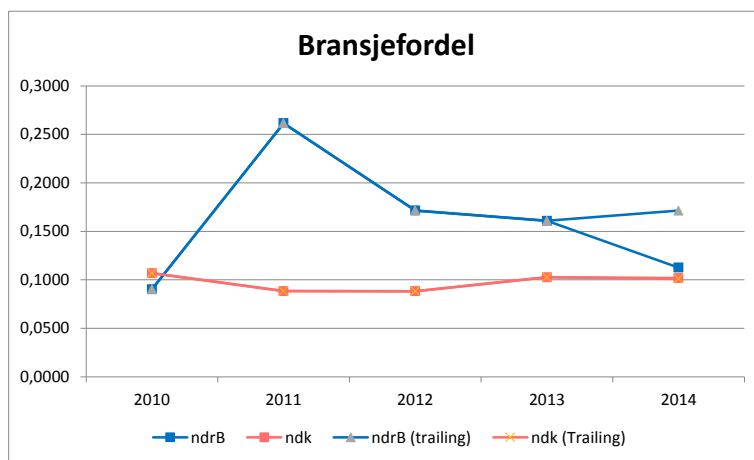
$$ndr_B - ndk > 0$$

Denne differansen endrer seg i takt med hvilke muligheter og trusler en bransje står ovenfor.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Bransje	
								Rapportert	Trallet
ndra	0,0000	0,0902	0,2616	0,1714	0,1609	0,1126	0,1714	0,1565	0,1742
- ndk	0,0000	0,1068	0,0883	0,0882	0,1026	0,1017	0,1010	0,0977	0,0975
= Bransjefordel (ulempe)	0,0000	-0,0166	0,1733	0,0832	0,0583	0,0109	0,0704	0,0588	0,0767

Tabell 5.36 Bransjefordel

Av tabell 5.36 ser vi en gjennomgående bransjefordel som er med og preger den totale strategiske fordelen til Opera. Bransjen har hatt en gjennomsnittlig meravkastning i analyseperioden på 5,9 %, men at fordelen har blitt redusert ned til 1,1 % i 2014.



Figur 5.16 Bransjefordel

Bedriftene som er medregnet i vår bransjeanalyse er utviklere av programvare til datamaskin, applikasjoner for musikkstrømming og TV-strømming, og er en bransje som har hatt en god vekst de siste årene. Som nevnt i vår PESTEL-analyse, mener vi at teknologiutvikling er en driver som har vært med å sørge for den meravkastningen som denne bransjen har hatt. Nettbrett og smarttelefoner har åpnet for at brukerne er tilkoblet arbeidsplassen, resten av verden og ikke minst forbrukere på en helt annen måte. Det er ingen selvfølgelighet at selskaper i IT-bransjen generelt er like dyktige til å utnytte de mulighetene som er, men vurdert ut ifra figur 5.16, så tyder mye på at bransjen vi har analysert, har klart å dra nytte av teknologiske nyvinninger som mobil- og nettbrett, smart-TV, raskere internett på mobil og ikke minst teknologi som gjør at en kan lage enda bedre programmer for datamaskin og andre plattformer. Smarttelefoner og nettbrett er med på å gjøre folk mer tilgjengelig, men også mer avhengige av nye og smarte løsninger, som for eksempel sparer datatrafikk, lar de gjøre jobben sin mer effektivt og mer profesjonelt, og ikke minst underholder på fritiden.

En annen dimensjon vi pekte på var miljø. Vi tror at IT-bransjen tjener på at folk er blitt mer miljøbevisste. Ved å benytte seg av mer digitalt innhold, blir det mindre papirproduksjon, som igjen kan føre til mindre forurensning og utslipp.

Vi mener også at det finnes utfordringer i denne bransjen. I vår Porter- og SWOT-analyse i kapittel 4, så kikket vi nærmere på konkurransen og hvordan den påvirker Opera, og ikke minst bransjen generelt. Enkelte av tjenestene som bransjen leverer har ikke nødvendigvis altfor høye inngangsbarrierer for nye aktører, mens for andre tjenester igjen er de høye som følge av at de krever en stor brukermasse for å være lønnsomme. Vi mener at nedgangen i bransjefordelen kan forklares med at flere aktører etter hvert har etablert seg og stjeler kunder fra de som var først ute, og at dette er en naturlig utvikling. Det er relativt lett å bytte til andre produkter, og ettersom tilbudet av andre komplementære produkter bare blir større, vil kundene bytte til andre leverandører, hvis tilbudet deres er bedre. Det blir stadig flere strømmetjenester for musikk, nettlesere og tilbydere av teknologi for strømming av video over nettet, og dette mener vi kan være med på å forklare utviklingen som vi kan se av figur 5.16.

I 2014 har utviklingen gått mye ned i forhold til det vi prognostiserte i vår «trailing». Dette skyldes at bransjen hadde en større økning i kostnader enn i driftsinntekter. Vi mener at dette først og fremst skyldes utfordringene som fulgte som følge av nedgangen i oljepris og valutafluktuasjoner, som igjen førte til uro i verdensøkonomien. Driftsinntekter økte med 18,1 % mens driftskostnader økte med 23,6 %. I tillegg har Opera som største selskapet i sin bransje, gjennomført to store oppkjøp i 2013 og 2014. Dette har i sin tur gitt en større økning i kostnader enn i inntekter, noe som har virket inn på de totale bransjetallene. Dette vil vi komme nærmere inn på under vår analyse av Opera sin ressursfordel. Vi mener at denne nedgangen ikke vil vedvare og at bransjen kan holde på sin fordel under mer normale økonomiske omstendigheter.

I vår PESTEL-analyse i kapittel 4.3, nevnte vi den sosiale dimensjonen som en faktor som vil sørge for fortsatt god lønnsomhet i denne bransjen. Flere av selskapene i bransjen leverer produkter over store deler av verden, og vil nyte godt av velferdsloft som skjer i utviklingsland som Kina og India.

### **Ressursfordel – drift**

Den andre delen av strategisk fordel drift er ressursfordel drift. Dette er differansen mellom netto driftsrentabilitet og gjennomsnittlig nettodriftsrentabilitet i bransjen:

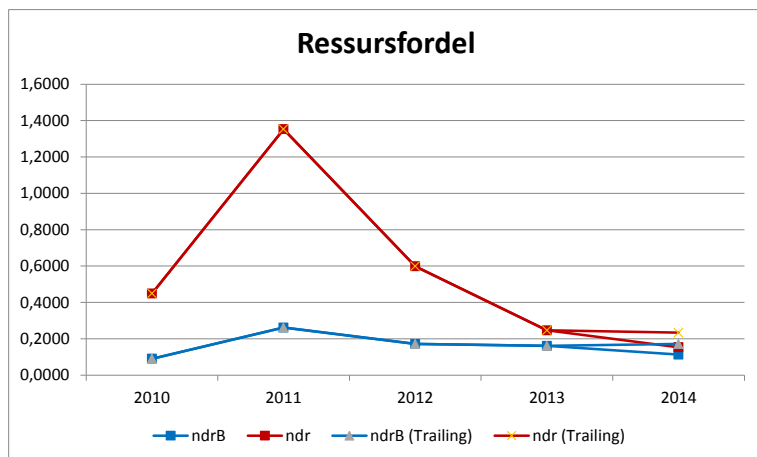
$$ndr - ndr_B > 0$$

Dette er altså en fordel som oppstår som følge av god eller eventuell dårlig utnyttelse av egne interne ressurser.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Bransje	
								Rapportert	Trallet
ndr	0,0000	0,4484	1,3524	0,5980	0,2464	0,1534	0,2335	0,4750	0,4990
- ndrB	0,0000	0,0902	0,2616	0,1714	0,1609	0,1126	0,1714	0,1565	0,1742
= Ressursfordel	0,0000	0,3582	1,0909	0,4266	0,0856	0,0408	0,0621	0,3184	0,3248

Tabell 5.37 Ressursfordel

Opera har hatt en netto driftsrentabilitet som har ligget svært høy, og de har hatt god lønnsomhet. Under kapittel 4.3 i PESTEL-analysen av Opera pekte vi på lavere teknologisk utvikling i enkelte deler av verden som en situasjon som Opera har dratt nytte av med sin løsning for mindre databruk gjennom Opera Web Pass, Opera Max og Rocket Optimzer. Det at de i samarbeid med teleoperatører tilbyr datapakker til gunstige priser som lar brukere komme seg på internett uten å måtte anskaffe dyre telefonabonnement, er noe vi mener har et enda større potensial enn først antatt. Vi mener også at deres løsning for komprimering av video-strømming over internett har gjort at de har blitt en attraktiv leverandør for teleoperatører som etter hvert kan begynne å se at båndbredden strupes, ettersom stadig flere benytter seg av mobildata, og i større grad.



Figur 5.17 Ressursfordel

Som vi kan se av Opera sine driftsinntekter (se vedlegg 3) er det annonsemarkedet som står for den største delen av selskapets inntjening. Vi mener Opera står i en sterk posisjon med et nettverk som gjør at de når ut til mange med sine tjenester. De er også svært flinke til å utnytte utviklingen i brukernes vaner og behov. Dette gjør at de på tross av at de konkurrerer med store aktører som Google og Facebook, har skaffet seg en stor brukermasse, spesielt på

telefon- og nettbrett-plattformen. Dette gjør at de når ut til mange bruker med sin markedsføring, noe som gjør de attraktive å bruke for mobilannonsører.

Figur 5.17 viser at Opera har hatt et fall i netto driftsrentabilitet som avviker fra våre estimater for 2014T. Det foreligger fortsatt en ressursfordel, men denne har minket vesentlig de siste årene. Som vi har vist tidligere, har inntektene vært over forventningene vi hadde i vår «trailing», som betyr at nedgangen skyldes en økning på kostnadssiden. En utvikling vi vil analysere mer inngående ved å dekomponere ressursfordelen i en marginfordel og en omløpsfordel, som vist i tabell 5.38.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Opera	
								Rapportert	Traillet
Marginfordel		0,1940	0,6855	0,3459	0,0967	0,0316	0,0653	0,2251	0,2352
+ Omløpsfordel		0,1642	0,4054	0,0807	-0,0111	0,0092	-0,0032	0,0933	0,0896
= Ressursfordel		0,3582	1,0909	0,4266	0,0856	0,0408	0,0621	0,3184	0,3248

Tabell 5.38 Ressursfordel - dekomponert

Vi dekomponerer ressursfordelen slik at vi får:

$$ndr - ndr_B = \underbrace{(ndm - ndm_B \times onde)}_{\text{Marginfordel (MF)}} + \underbrace{(onde - onde_B) \times ndm_B}_{\text{Omløpsfordel (OF)}}$$

Der ndm er netto driftsmargin og onde er omløpet til netto driftseiendeler.

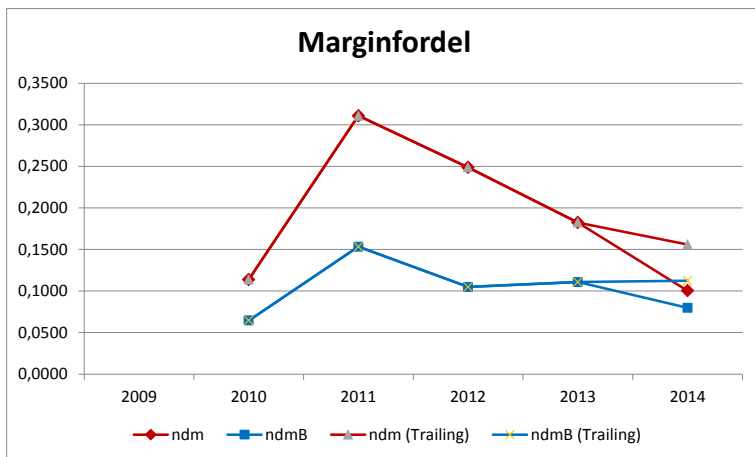
## Marginfordel

$$\underbrace{(ndm - ndm_B \times onde)}_{\text{Marginfordel (MF)}}$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Opera	
								Rapportert	Traillet
Netto driftsmargin		0,1138	0,3109	0,2487	0,1824	0,1004	0,1560	0,1835	0,2001
- Netto driftsmargin i bransje		0,0646	0,1533	0,1049	0,1108	0,0797	0,1123	0,1020	0,1118
= Marginfordel - uvektet		0,0493	0,1576	0,1438	0,0716	0,0207	0,0437	0,0814	0,0883
x Omløpet til netto driftskapital		3,9396	4,3506	2,4045	1,3514	1,5278	1,4968	2,7640	2,6630
= Marginfordel		0,1940	0,6855	0,3459	0,0967	0,0316	0,0653	0,2251	0,2352

Tabell 5.39 Marginfordel

En bedrifts marginfordel er differansen mellom netto driftsmargin og netto driftsmargin i bransjen, vektet med omløpet til netto driftskapital. Hensikten med vektingen er å vise hvor mye inntekt Opera generere fra netto driftskapital (Penman, 2004). Som tabellen under viser, har Opera jevnt over en større netto driftsmargin enn bransjegenomsnittet, og et relativt høyt omløp til netto driftskapital, som til sammen gir en marginfordel alle år. Figur 5.18 visere samtidig at denne er på vei ned, og er på sitt laveste i 2014, med 3,2 %.



Figur 5.18 Marginfordel

For å forklare denne nedgangen kan vi benytte en såkalt «Common Size»-analyse, hvor vi vil analysere hvor stor andel driftskostnader og driftsresultat utgjør av Opera sine driftsinntekter (Penman, 2004). Dette tallet sammenliknes deretter med en tilvarende beregning for bransjesnittet slik som vist i tabell 5.40 (se vedlegg 25).

Tabell 5.40 viser at Opera har en gjennomgående marginfordel på alle driftskostnader med unntak av lønnskostnader, noe som resulterer i et høyere driftsresultat før skatt. Opera har hatt en positiv utvikling i kostnader de siste årene som vi kan se av figur 5.19-5.22.

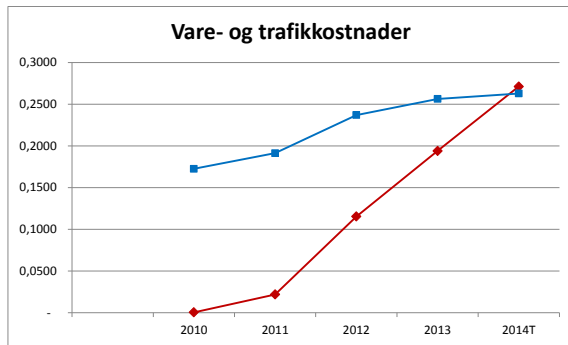
	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
= Driftsinntekter	-	-	-	-	-	-	0,0000	0,0000
- Vare- og trafikkostnader	-0,1721	-0,1694	-0,1217	-0,0623	0,0040	0,0084	-0,0813	-0,0800
- Lønnskostnader	0,2361	0,0339	0,0296	0,0160	-0,0036	-0,0015	0,0376	0,0382
- Avskrivninger	-0,0880	-0,0606	-0,0576	-0,0035	0,0167	-0,0220	-0,0253	-0,0369
- Andre driftskostnader	-0,0490	-0,0363	-0,0625	-0,0567	-0,0486	-0,0504	-0,0516	-0,0522
= Driftsresultat før skatt	0,0731	0,2324	0,2121	0,1064	0,0314	0,0655	0,1206	0,1309
- Driftsrelatert skattekostnad	0,0239	0,0754	0,0686	0,0349	0,0107	0,0219	0,0393	0,0427
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,0492	0,1570	0,1436	0,0716	0,0207	0,0437	0,0813	0,0882
+ Netto resultat fra driftstilknyttet virksomhet	0,0001	0,0006	0,0003	-	-	-	0,0002	0,0002
= Netto driftsresultat	0,0493	0,1576	0,1438	0,0716	0,0207	0,0437	0,0814	0,0883
x onde	3,9396	4,3506	2,4045	1,3514	1,5278	1,4968	2,7640	2,6630
= Marginfordel	0,1940	0,6855	0,3459	0,0967	0,0316	0,0653	0,2251	0,2352

Tabell 5.40 «Common Size»-analyse - sammenlikning med bransje

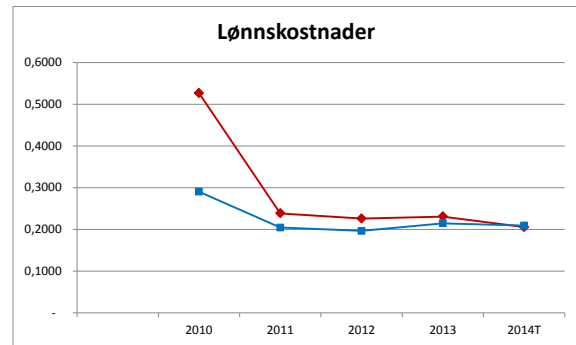
Lønnskostnadene har de siste årene økt i takt med oppkjøpene. Samtidig ser vi av analysen at lønnskostnadene i andel av driftsinntekter, har hatt en positiv utvikling, og går mot bransjesnittet.

Både vare- og trafikkostnader og avskrivninger har ligget under bransjesnittet, men passerte bransjen i 2014. Denne utviklingen kan forklares med at Opera har fått vesentlig høyere avskrivningskostnader som følge av oppkjøpene av Skyfire og AdColony. Disse to oppkjøpene har vært en utvidelse i to markeder som har ført med seg økte vare- og trafikkostnader, som tidligere år utgjorde en mindre andel av det totale kostnadsbilde.

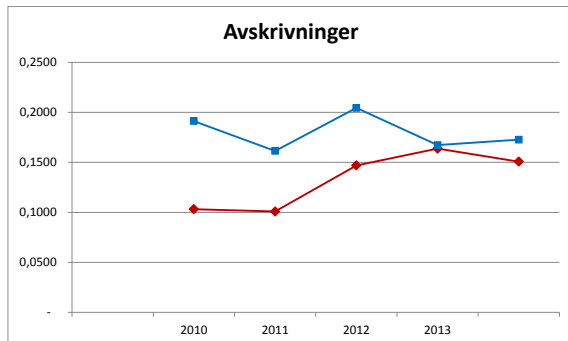




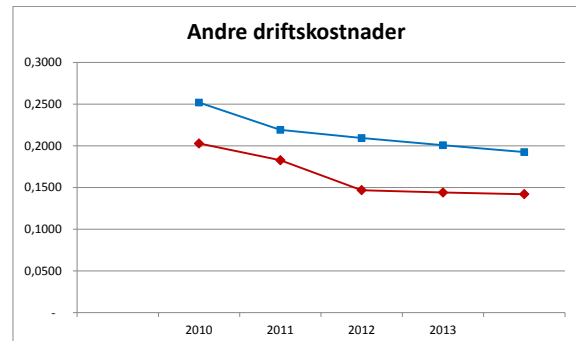
Figur 5.19 Vare- og trafikkostnader



Figur 5.20 Lønnskostnader



Figur 5.21 Avskrivninger



Figur 5.22 Andre driftskostnader

I vår strategiske analyse har vi også trukket inn en rekke makroøkonomiske forhold som kan virke inn på driften til Opera. Vi mener at Opera sine resultater for 2014 er preget av de økonomiske urolighetene som preger verdensøkonomien, og mener at dette ikke er den nye hverdagen. Oppkjøpet av AdColony er det største som er gjort i selskapets historie, og vi mener det mobile annonsemarkedet bare vil bli større, og derfor vil sørge for at Opera sine inntjening vil øke ytterligere.

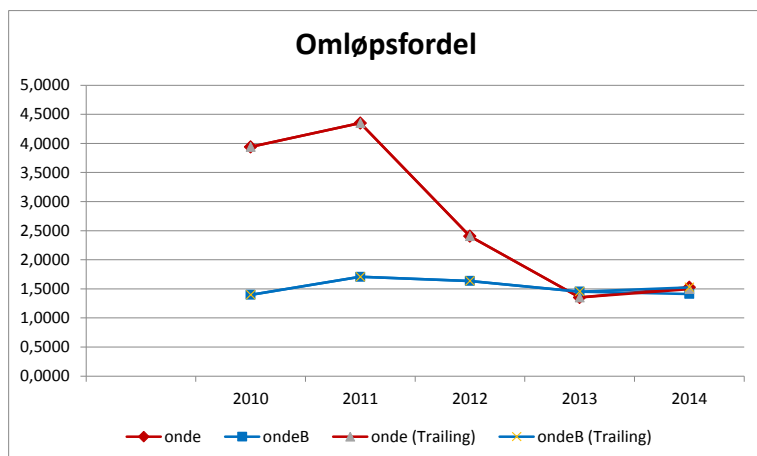
I PESTEL-analysen beskrev vi en ny markedsføringsteknologi som kalles «beacons» eller nettvarde. Dette er ikke noe Opera til nå har vist noen interesse for, men vi mener at dette er noe som naturlig hører hjemme i Opera sin produktportefølje, og som har et stort potensial for fremtidig annonsering.

## Omløpsfordel

$$\frac{(onde - onde_B) \times ndm_B}{Omløpsfordel (OF)}$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Opera	
							Rapportert	Trallet
onde	3,9396	4,3506	2,4045	1,3514	1,5278	1,4968	2,3236	2,3143
- ondes	1,3968	1,7063	1,6346	1,4518	1,4129	1,5255	1,5094	1,5431
= Omløpsfordel - uvektet	2,5428	2,6443	0,7699	-0,1005	0,1149	-0,0287	0,8143	0,7712
x ndms	0,0646	0,1533	0,1049	0,1108	0,0797	0,1123	0,1146	0,1162
= Omløpsfordel	0,1642	0,4054	0,0807	-0,0111	0,0092	-0,0032	0,0933	0,0896

Tabell 5.41 Omløpsfordel



Figur 5.23 Omløpsfordel

Differansen mellom et selskaps omløp til netto driftskapital og bransjens omløp til netto driftskapital, multiplisert med bransjens netto driftsmargin, kaller vi for omløpsfordel. Omløpet til netto driftskapital er et måletall som angir driftsinntekt per krone investert i selskapet, og er et mål på hvor effektivt Opera skaper driftsinntekter i forhold til hvor mye som er investert.

Som tabell 5.40 viser, så har Opera vært effektive på dette punktet frem til 2012, hvor marginfordelen har gått ned og ligger rundt 0. En økning i netto driftskapital som følge av oppkjøp, uten en konsistent økning i driftsinntekter har gjort at denne fordelten har blitt så godt som borte. Dette vil si at selskapet er nødt til å generere en større inntekt vurdert ut ifra den kapitalen som er investert i netto driftseiendeler.

Områder vi har pekt på i vår strategiske analyse som potensielt kan forklare denne nedgangen er lave byttekostnader for kundene og stadig flere aktører på markedet. På nettleser markedet har Opera hatt en relativt stabil vekst de siste årene, men de har de siste årene forsøkt seg i stor skala på helt nye markeder med mobilannonsering og teknologi for mer effektiv videostrømming ved å kjøpe opp andre selskaper. Opera har vært inne på disse markedene med tidligere oppkjøp, men spesielt det siste oppkjøpet av AdColony har vært en stor ekspansjon for selskapet.

Vi mener at det ligger et stort potensiale i annonsemarkedet som Opera enda ikke har fått utnyttet. Opera sitter på teknologi for videomarkedsføring på nett, som vi tror annonsører ikke vet at de har. Hvis Opera klarer å formidle til potensielle kunder hvor stort nettverk de har, og hvordan deres teknologi kan forbedre rekkevidde og eksponering mot forbrukerne, så kan de ta en enda større markedsandel innenfor dette forretningsområde, og øke inntjeningen deretter.

For å analysere inntektene til Opera ytterligere kan vi benytte oss av en «Common Size»-analyse som viser hvordan driftsinntektene fordeler seg på de forskjellige forretningsområdene. Dette kan i utgangspunktet sammenliknes med bransjetallene, men vi har hovedsakelig benyttet oss av totale driftsinntekter både for Opera og bransjen, da alle selskapene har for heterogene forretningsområder, slik at de ikke kan sammenliknes. Vi vil likevel analysere tallene for Opera isolert sett, og se på hvordan inntektene fordeler seg på de forskjellige forretningsområdene.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Rapportert	Trallet
Operator revenue	0,2822	0,2929	0,2966	0,1931	0,2073	0,1400	0,1520	0,2134	0,2164
+ Mobile OEM revenue	0,2007	0,1198	0,0751	-	-	-	-	0,0333	0,0333
+ Device OEM revenue	0,1827	0,1861	0,1721	0,1306	0,0610	0,0514	0,0440	0,1078	0,1059
+ Desktop revenue	0,3018	0,3492	0,3367	0,3126	0,2030	0,1294	0,1396	0,2461	0,2487
+ Mobile consumers	-	-	0,0382	0,0903	0,1263	0,1100	0,1057	0,0829	0,0818
+ Mobile publishers and advertisers	-	0,0447	0,0676	0,2506	0,3967	0,5676	0,5574	0,3058	0,3032
+ Other revenue	0,0326	0,0072	0,0138	0,0227	0,0057	0,0017	0,0013	0,0108	0,0107
= Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000

Tabell 5.42 «Common Size»-analyse - driftsinntekter

Tabell 5.42 viser hvordan inntektene til Opera har endret seg de siste fem årene. «Mobile publishers and advertising» står for over halvparten av driftsinntektene. Opera startet opp som en nettleser-leverandør, en virksomhet som i 2009 utgjorde 31 % av driftsinntektene, men i 2014 kun utgjør 13 %.

«Operator revenue» har også gått mye ned siden 2009, fra 28 % til 15 %. Vi mener at dette forretningsområde har et mye større potensial både når det gjelder komprimering av videostrømming over internett, men også salget av små datapakker for mindre mobildatabruk.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Opera	
								Rapportert	Trallet
Operator revenue	0,9610	0,8195	0,5863	0,2732	0,2150	0,1732	0,1714	0,3697	0,3692
+ Respektive inntekter	2,4442	1,9782	1,3903	1,1413	0,8220	1,0643	0,9566	1,2284	1,2015
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Mobile OEM revenue	0,6833	0,3351	0,1484	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0899	0,0899
+ Respektive inntekter	2,7220	2,4626	1,8282	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5081	1,4808
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Device OEM revenue	0,6222	0,5208	0,3402	0,1848	0,0633	0,0636	0,0496	0,2029	0,1994
+ Respektive inntekter	2,7831	2,2769	1,6364	1,2298	0,9738	1,1740	1,0784	1,3952	1,3713
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Desktop revenue	1,0277	0,9770	0,6655	0,4422	0,2105	0,1601	0,1575	0,4300	0,4294
+ Respektive inntekter	2,3775	1,8207	1,3111	0,9723	0,8265	1,0775	0,9705	1,1681	1,1413
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Mobile consumers	0,0000	0,0000	0,0755	0,1278	0,1310	0,1362	0,1192	0,1037	0,0994
+ Respektive inntekter	3,4052	2,7977	1,9011	1,2868	0,9060	1,1014	1,0088	1,4944	1,4713
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Mobile publishers and advertisers	0,0000	0,1251	0,1336	0,3544	0,4114	0,7024	0,6288	0,3819	0,3635
+ Respektive inntekter	3,4052	2,6726	1,8430	1,0601	0,6257	0,5351	0,4993	1,2162	1,2072
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707
Other revenue	0,1111	0,0202	0,0272	0,0321	0,0059	0,0021	0,0015	0,0201	0,0199
+ Respektive inntekter	3,2941	2,7775	1,9494	1,3824	1,0312	1,2355	1,1265	1,5780	1,5508
= onde	3,4052	2,7977	1,9766	1,4145	1,0370	1,2376	1,1280	1,5981	1,5707

Tabell 5.43 Onde - dekomponert

Tabell 5.43 viser hvor stor andel av onde de ulike inntektene utgjør, og dermed hvem av inntektene som gir høyest inntekt per investerte krone. Dette ser vi som tidligere vist at er mobilannonsering. Når det gjelder «Mobile OEM revenue» har denne inntekten etter 2011 blitt omklassifisert i regnskapet til Opera, og dette forklarer at denne går til 0 i 2012.

### «Gearing»-fordel

Ressursfordel og bransjefordel utgjør driftsfordel uten «gearing». I tillegg til disse to kildene kan «gearing» være en kilde til strategisk fordel. «Gearing»-fordelen regnes som en driftsfordel da den blir funnet med utgangspunkt i driftsfordel uten «gearing», og er en oppskalering av strategisk fordel drift. Strategisk fordel drift multipliseres med netto finansiell gjeldsgrad som er andelen netto finansiell gjeld i forhold til egenkapital.

Tabell 5.44 viser at Opera har en «gearing»-ulempe. Dette skyldes at Opera har en mye større andel finansielle eiendeler enn finansiell gjeld, som gjør at netto finansiell gjeld blir negativ, som igjen gjør at netto finansiell gjeldsgrad blir negativ. Driftsfordelen blir dermed ikke oppskalert som følge av finansiering. I hvilken grad dette er negativt blir en avveining mellom at Opera ikke utnytter en mulighet til å «geare» inntjeningen ved hjelp av gjeld, samtidig som de har en veldig solid økonomi, som kan være positivt på andre måter. For eksempel i vanskeligere tider hvor det kan være betryggende å ha en solid egenkapital og mindre gjeld.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Opera	
								Rapportert	Trallet
ndr		0,4484	1,3524	0,5980	0,2464	0,1534	0,2335	0,4750	0,4990
- ndk		0,1068	0,0883	0,0882	0,1026	0,1017	0,1010	0,0977	0,0975
x (nfgg + mig)		-0,7498	-0,6967	-0,4370	-0,1912	-0,2247	-0,2288	-0,3821	-0,3833
= Gearingfordel (ulempe)		-0,2561	-0,8807	-0,2228	-0,0275	-0,0116	-0,0303	-0,2126	-0,2182

Tabell 5.44 «Gearing»-fordel

### Konklusjon om strategisk fordel

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt		
							Opera		
							Rapportert	Trallet	
Bransjefordel		-0,0166	0,1733	0,0832	0,0583	0,0109	0,0704	0,0588	0,0767
+ Ressursfordel		0,3582	1,0909	0,4266	0,0856	0,0408	0,0621	0,3184	0,3248
+ Gearingfordel		-0,2561	-0,8807	-0,2228	-0,0275	-0,0116	-0,0303	-0,2126	-0,2182
= Driftsfordel		0,0855	0,3834	0,2870	0,1163	0,0401	0,1022	0,1646	0,1832
+ Finansieringsfordel		-0,0086	-0,0074	-0,0007	-0,0070	-0,0046	-0,0044	-0,0053	-0,0052
= Strategisk fordel		0,0769	0,3760	0,2863	0,1094	0,0355	0,0978	0,1593	0,1780

Tabell 5.45 - Strategisk fordel - oppsummert

Legger vi sammen de ulike fordelene kommer vi frem til den strategiske fordel som vi viste innledningsvis i dette kapittelet, men vi sitter igjen med mye mer informasjon om hvor fordelene kommer fra. Vi ser at Opera nyter godt av en bransjefordel, men kanskje mest av en

ressursfordel. Vi har vist at fordelene kommer fra drift, og at finansieringen tvert imot har en negativ innvirkning på den totale fordelene. Finansieringsulempen har svært lite å si for den strategiske fordelene, men «gearing»-ulempen er av en noe større betydning.

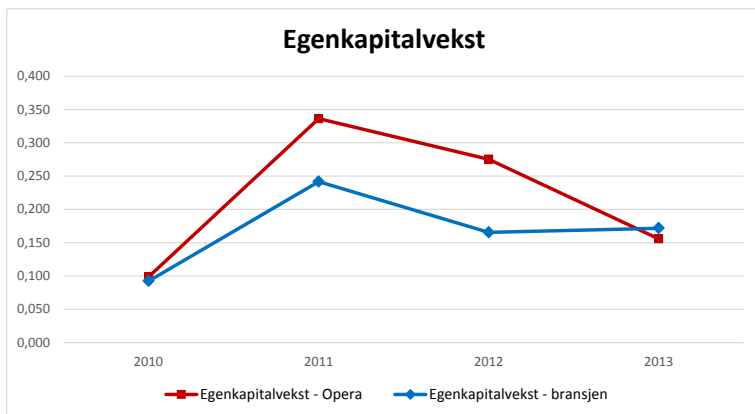
## 6. Fremtidsregnskap

Verdien av Opera er avhengig av nåverdien av den fremtidige kontantstrømmen generert av selskapet. Det betyr at veksten i inntekter og resultat er svært viktig for verdien av selskapet. Det er tre måter å estimere veksten på; på bakgrunn av den historiske veksten, analytikere som følger selskapet, eller fundamentale forhold i bedriften. Vi bruker en kombinasjon av historisk vekst og fundamental analyse hvor vi kombinerer historiske prestasjoner og samtidig ser på fundamentale forhold i selskapet for å si noe om fremtiden (Damodaran, 2012).

Når en skal estimere fremtidig vekst er det naturlig å starte med å se på historisk vekst. Historisk vekst er ikke alltid en god indikator på fremtidig vekst, men det kan gi informasjon som er relevant når vi skal estimere fremtidig vekst (Damodaran, 2012).

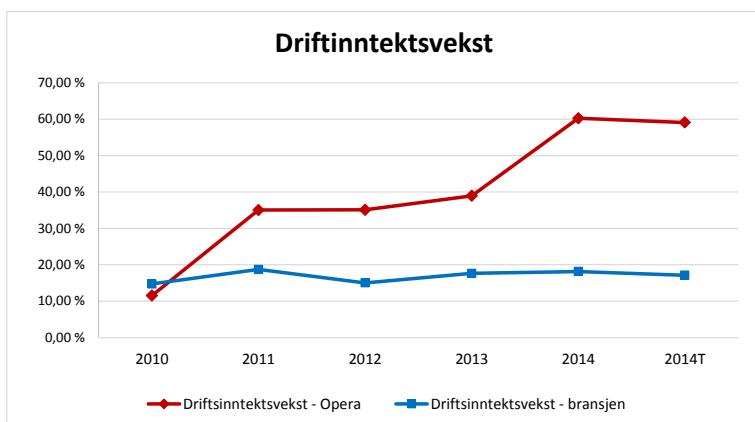
Ut ifra at den økonomiske situasjonen var ganske annerledes før tallene for fjerde kvartal ble kjent, så legger vi litt andre forutsetninger til grunn for «trailing»-tallene enn for de rapporterte. Det vil si at alle veksttall og fremtidstall blir beregnet to ganger, da en endring i forutsetningene vil gi en annen prognose, som vi vil vise i kapittel 7.

Egenkapitalveksten kan vi finne gjennom å ta tilbakeholdt resultat multiplisert med egenkapitalrentabilitet. Vi finner den normaliserte egenkapitalveksten ved å ta medianen til tilbakeholdsgraden. Dette gir et tidsvektet snitt for Opera på 18,2 % basert på rapporterte tall og 19,7 % basert på «trailede» tall. For bransjen er tilsvarende tall 15,9 % basert på rapporterte tall og 17,6 % basert på «trailede» tall (se vedlegg 26). Av figur 6.1 kan vi se at Opera har hatt ganske lik egenkapitalvekst som bransjen, med unntak av 2011 og 2012 hvor Opera hadde en veldig høy egenkapitalvekst. Egenkapitalveksten var bedre i «trailingen» av 2014, enn med rapporterte tall (se vedlegg 26).



Figur 6.1 Egenkapitalvekst

Vi har sett på den historiske driftsinntektsveksten til Opera og bransjen, som har gått fra å være 11,5 % i 2010 og til 60 % i 2014 og 2014T, som er et stykke over bransjen som varierer mellom 14,7 % og 18,7 %. Som vi kan se av figur 6.2 har Opera ligget godt over bransjen gjennom hele analyseperioden med unntak av 2010. Vi kan se at driftsinntektsveksten er gått marginalt ned fra 2014 og til 2014T (se vedlegg 27). Den store økningen de siste årene kommer blant annet som en konsekvens av flere oppkjøp og i siste omgang oppkjøpet av AdColony.



Figur 6.2 Driftsinntektsvekst

### Budsjettperiode

Før en kan budsjettere fremtidige verdier må en først bestemme hvor mange år frem som skal budsjetteres og hvor detaljert det skal gjøres. Budsjettperioden kan deles opp i to. Vi har en periode hvor vi estimerer hvert enkelt år, før selskapet i del to går over i en «steady state». «Steady state» er en tilstand der selskapet vokser med en konstant vekst ved å reinvestere en konstant andel av resultatet hvert år og har en konstant rentabilitet på både ny og eksisterende kapital. Budsjettperioden må være lang nok til at selskapet kommer i en situasjon hvor de vokser mindre eller like mye som økonomien generelt, vokser de mer enn

økonomien generelt vil selskapet vokse seg til å bli urealistisk stort. Lengden bør være minimum 10-15 år og kanskje lenger for sykliske selskaper eller selskaper med høy vekst. En lang budsjettperiode har utfordringer med at usikkerheten i budsjetteringen øker (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Vi mener bransjen Opera operer i vil vokse i mange år til og er ganske langt unna «steady state». De har også relativt høy immateriell verdiskaping som gjør at det potensielt sett er ganske store målefeil, som er forsøkt redusert gjennom justering. På bakgrunn av dette valgte vi en budsjettthorisont på 20 år, som betyr at den strekker seg fra 2015 til 2034. Dette er en relativt lang periode, som betyr at det vil være knyttet stor usikkerhet til de enkelte verdiene. Vi mener likevel at det er nødvendig med en lang periode før selskapet går over i «steady state».

Etter å ha bestemt budsjettperioden må en bestemme veksten i «steady state». Den eneste begrensning her er som sagt at den ikke bør være større enn veksten i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag. En vekst utover dette vil gjøre at selskapet blir uendelig stort. Basert på Kjell Henry Knivsflå sine estimater betyr det at veksten ikke bør være noe høyere enn 7,5 %.

### *Driftsinntekter*

Nesten alt i fremtidsregnskapet avhenger direkte eller indirekte av inntektene, og vi starter derfor med å budsjettere driftsinntektene (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). Vi vet at veksten var ca. 60 % i 2014, men må bestemme en realistisk vekst fra 2015 og frem til «steady state». Siden denne voldsomme driftsinntektsveksten blant annet kommer som en konsekvens av oppkjøp er det naturlig å anta at veksten på kort sikt vil ned.

Vi tror Opera kommer til å fortsette å ha en sterk posisjon i markeder der det er vanskelig å komme inn, det vil si der brukermassen er viktig for å nå ut til mange, slik som i både annonsemarkedet og nettlesermarkedet. Opera har også en sterk posisjon med at de tilbyr nettleser på alle plattformer, som kan kombineres med annonser. Av den grunn mener vi at en relativt høy driftsinntektsvekst på 5 % i «steady state» er fornuftig for Opera.

Driftsinntektsveksten i årene mellom 2014 og i «steady state» følger en en lineær utvikling mot 2034 som innebærer at veksten blir redusert med 0,4 % i året med de rapporterte tallene og 0,8 % med de «trailede» fra 2016 og frem til 2034, der veksten blir på 5 %. På bakgrunn av de rapporterte tallene for 2014 fikk vi en driftsinntektsvekst i 2015 på 13 % basert på

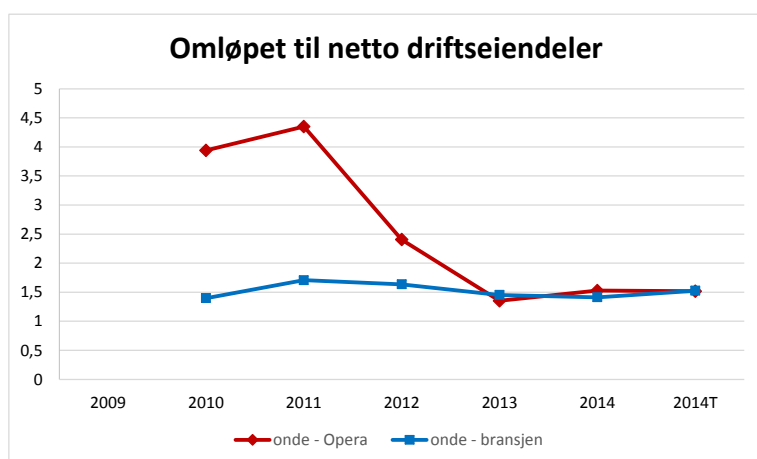


rapporterte tall og 20 % for «trailede» tall (se vedlegg 27). Denne veksten kan virke som en veldig stor nedgang sammenliknet med 2014, men med tanke på at veksten i 2014 hovedsakelig kom som en konsekvens av oppkjøp er det ikke unaturlig at veksten blir mye lavere i 2015. Av den grunn mener vi dette er et fornuftig estimat på veksten i 2015.

### *Netto driftseiendeler*

Netto driftseiendeler følger som nevnt under avsnittet om driftsinntekter, estimatet for driftsinntektsveksten i 2015. Siden vi i budsjettperioden regner med inngående balanse, blir netto driftseiendeler et år, driftsinntekter året etter delt på onde året etter. Det betyr at onde et år kan finnes ved å ta driftsinntekter delt på IB netto driftseiendeler.

I figur 6.3 ser vi det historiske omløpet til netto driftseiendeler for Opera og bransjen. Vi kan se at onde for opera i 2010 og til og med 2012 var over bransjen og bransjesnittet på omtrent 1,5. Vi mener dette snittet er litt høyt og at onde for Opera fremover vil ligge på ca. 1,40 for de rapporterte tallene og 1,35 i «trailingen» som følge av at onde i 2014T er litt lavere enn med de rapporterte tallene.



Figur 6.3 Omløpet til netto driftseiendeler

En onde på 1,40 i 2015 med de rapporterte og 1,35 med de «trailede» talene gir en indirekte driftsinntektsvekst på 13 % og 20 % som er en vesentlig reduksjon fra den ekstremt høye driftsinntektsveksten i 2014. Vi synes som nevnt under avsnittet om driftsinntekter at dette ga en fornuftig utvikling i driftsinntektene over budsjettperioden. Resten av årene i budsjettperioden finner vi netto driftseiendeler ved hjelp av driftsinntektene og omløpet til netto driftseiendeler (se vedlegg 28).

### *Netto driftsresultat*

Ved å slå sammen alle driftskostnader, estimerer vi netto driftsresultatet direkte basert på netto driftsmargin. Fremtidig netto driftsresultatet blir dermed avhengig av de fremtidige driftsinntektene og fremtidig netto driftsmargin.

For å finne fremtidig netto driftsmargin må en først finne ut hvor stor strategisk fordel selskapet vil ha i fremtiden. Fra den strategiske driftsanalysen fant vi at Opera hadde en tidsvektet strategisk fordel på 16 % for de rapporterte tallene og nesten 18 % med de «trailede» tallene. Vi forventer en varig strategisk fordel i «steady state» på 3 % som følge av at Opera sin sterke posisjon i bransjen. Med stort nettverk og ved å følge med på den teknologiske utviklingen mener vi Opera vil opprettholde posisjonen sin fremover, og forsvare en slik varig strategisk fordel.

I kapittel 6.2 kom vi frem til et netto driftskrav i «steady state» på 11,06 % som gir en netto driftsrentabilitet på 14,06 % i «steady state». Det betyr at vi kan finne netto driftsmarginen i «steady state» ved å ta netto driftsrentabiliteten i «steady state» delt på onde i «steady state», som gir oss en netto driftsmargin i «steady state» på 10,04 % med de rapporterte tallene og 10,41 % med de «trailede» tallene.

Vi forventer en netto driftsmarginen i 2015 for de rapporterte tallene på 12 %, dette er en liten økning fra 10 % i 2014. Dette var et år med unormalt høye kostnader, og en liten oppgang er rimelig å forvente. Med de «trailede» tallene forventer vi en netto driftsmarginen på 14 % som er en liten nedgang fra 15,6 % i 2014T. De tidsvektede snittene for de rapporterte og «trailede» tallene var henholdsvis 18,35 % og 20,01 %. Begge to er i en synkende trend fra relativt høye netto driftsmarginer i 2011 til 2013, og vi antar en lineær utvikling mellom årene 2015 og 2034 (se vedlegg 29 for detaljer).

### *Netto finansiell gjeld*

For å finne netto finanskostnader må en først finne netto finansiell gjeld, siden netto finanskostnad er knyttet direkte til netto finansiell gjeld. Vi budsjetterer derfor først finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Både Opera og bransjen har hatt en lav finansiell gjeldsdel i regnskapsanalyseperioden med et tidsvektet snitt på henholdsvis ca. 12 % og 7 %. Begge har vært økende og vi tror dette vil fortsette. Ifølge tall fra Kjell Henry Knivsflå er en typisk finansiell gjeldsdel på Oslo børs ca. 48 %, noe vi tror er for høyt for IT bransjen da vi anser denne som mer risikabel enn snittet,

og tror på en finansiell gjeldsdel på 25 % i «steady state». I 2015 regner vi med at gjelden er like stor som den var i 2014, som gir en gjeldsdel på 13,7 % for de rapporterte tallene og ca. 12 % for «trailing»-tallene.

Finansiell eiendelsdel har den vært ekstremt høy i regnskapsanalyseperioden, med en negativ trend. Vi mener denne eiendelsdelen vil fortsette å synke ned til 20 % i «steady state» da det ikke er optimalt for eierne at selskapet har en så stor kontantbeholdning. I 2015 forventer vi en finansiell eiendelsdel på 38 % både med rapporterte og «trailede» tall, som er en liten økning i faktiske finansielle eiendeler. Med både finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel kan vi enkelt finne estimatet på netto finansiell gjeld, ved å multiplisere de finansielle postene med netto driftseiendeler.

### *Netto finanskostnader og finansinntekter*

Ettersom Opera ikke har minoritetsinteresser, er siste steg å budsjettere netto finanskostnader og finansinntekter. Vi antar at rentabiliteten til netto finansiell gjeld er lik kravet. Dette vil være en rimelig antakelse dersom finansmarkedene er velfungerende. Det er ingen grunn til å anta at Opera vil ha en finansieringsfordel eller ulempe i fremtiden, da den historisk har vært veldig liten, med et tidsvektet snitt på omtrent -0,1 %. Vi mener derfor at det er rimelig å anta at det ikke vil være noen finansieringsfordel (eller ulempe) i fremtiden (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Med disse antakelsene kan vi finne netto finanskostnad og finansinntekt. Netto finanskostnaden er finansielt gjeldskrav multiplisert med IB finansiell gjeld. Netto finansinntekt er tilsvarende finansielt eiendelskrav multiplisert med finansielle eiendeler (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

### *Fremtidsresultat*

Prognostiseringene over danner grunnlaget for et forenklet fremtidsresultat. Vi har valgt å fokusere på noen viktige drivere under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet for å gjøre det lettere å fokusere på selskapets langsiktige lønnsomhet og ikke hver enkelt linje i resultatregnskapet (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). Tabell 6.1 og 6.2 og viser det fullstendige fremtidsresultatet. Vi mener resultatet vil være positivt igjen i 2015 og veksten fra og med 2034 vil være 5 %.

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
<b>Driftsinntekter</b>	<b>480 800</b>	<b>543 905</b>	<b>612 967</b>	<b>688 176</b>		<b>2 582 636</b>	<b>2 711 768</b>	<b>2 847 356</b>	<b>2 989 724</b>
Netto driftsresultat	48 286	65 269	72 925	81 163		262 031	272 339	285 956	300 254
+ Netto finansielle inntekter	2 123	1 817	2 239	2 692		14 530	15 133	15 171	15 930
<b>= Netto resultat</b>	<b>50 409</b>	<b>67 085</b>	<b>75 164</b>	<b>83 856</b>		<b>276 560</b>	<b>287 472</b>	<b>301 127</b>	<b>316 184</b>
- Netto finanskostnader	3 145	1 265	1 347	1 633		17 563	19 278	20 734	21 771
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Netto resultat til egenkapital</b>	<b>47 264</b>	<b>65 821</b>	<b>73 817</b>	<b>82 222</b>		<b>258 997</b>	<b>268 194</b>	<b>280 393</b>	<b>294 413</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-36 104	-	-	-		-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	-63 350	-	-	-		-	-	-	-
- Unormalt netto minoretetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Fullstendig netto resultat</b>	<b>-52 189</b>	<b>65 821</b>	<b>73 817</b>	<b>82 222</b>		<b>258 997</b>	<b>268 194</b>	<b>280 393</b>	<b>294 413</b>
- Netto betalt utbytte	-126 306	-11 686	14 630	19 249		198 373	206 031	183 787	192 976
= Endring i egenkapital	74 116	77 506	59 187	62 973		60 624	62 163	96 607	101 437

Tabell 6.1 Fremtidsresultat basert på rapporterte tall

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
<b>Driftsinntekter</b>	<b>477 325</b>	<b>571 246</b>	<b>679 235</b>	<b>802 392</b>		<b>4 585 044</b>	<b>4 814 296</b>	<b>5 055 011</b>	<b>5 307 761</b>
Netto driftsresultat	74 454	79 974	93 811	109 307		486 176	501 400	526 470	552 794
+ Netto finansielle inntekter	1 565	1 863	2 573	3 255		26 750	27 862	27 932	29 328
<b>= Netto resultat</b>	<b>76 019</b>	<b>81 838</b>	<b>96 384</b>	<b>112 562</b>		<b>512 926</b>	<b>529 262</b>	<b>554 402</b>	<b>582 122</b>
- Netto finanskostnader	2 246	1 274	1 301	1 689		32 022	35 325	38 173	40 081
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Netto resultat til egenkapital</b>	<b>73 773</b>	<b>80 563</b>	<b>95 084</b>	<b>110 873</b>		<b>480 904</b>	<b>493 937</b>	<b>516 229</b>	<b>542 040</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-54 901	-	-	-		-	-	-	-
+ Unormalt netto finansresultat	-20 093	-	-	-		-	-	-	-
- Unormalt netto minoretetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Fullstendig netto resultat</b>	<b>-1 221</b>	<b>80 563</b>	<b>95 084</b>	<b>110 873</b>		<b>480 904</b>	<b>493 937</b>	<b>516 229</b>	<b>542 040</b>
- Netto betalt utbytte	-116 979	-47 371	-10 442	-6 348		373 007	383 597	338 367	355 286
= Endring i egenkapital	115 758	127 934	105 526	117 221		107 897	110 340	177 861	186 755

Tabell 6.2 Fremtidsresultat basert på «trailede» tall

## Fremtidsbalanse

Veksttallene brukes videre til å sette opp en fremtidsbalanse, med fokus på sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital. På samme måte som i fremtidsregnskapet kommer vi frem til en forenklet balanse som fokuserer på selskapets lønnsomhet og ikke viser hver enkelt post. I tabell 6.3 og ser vi fullstendig fremtidsbalanse basert på de 2014 og 2014-«trailing».

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Netto driftseiendeler	388 504	437 833	491 554	549 765		1 936 977	2 033 826	2 135 517	2 242 293
+ Finansielle eiendeler	138 200	166 377	182 134	198 494		405 746	406 765	427 103	448 459
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>526 704</b>	<b>604 210</b>	<b>673 688</b>	<b>748 259</b>		<b>2 342 723</b>	<b>2 440 591</b>	<b>2 562 621</b>	<b>2 690 752</b>
+ Egenkapital	466 604	544 110	603 297	666 270		1 869 971	1 932 135	2 028 741	2 130 178
+ Minoritetsinteresser	-	-	-	-		-	-	-	-
+ Finansiell gjeld	60 100	60 100	70 391	81 988		472 752	508 456	533 879	560 573
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>526 704</b>	<b>604 210</b>	<b>673 688</b>	<b>748 259</b>		<b>2 342 723</b>	<b>2 440 591</b>	<b>2 562 621</b>	<b>2 690 752</b>

Tabell 6.3 Fremtidsbalanse basert på rapporterte tall

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Netto driftseiendeler	423 145	503 137	594 364	697 541		3 566 145	3 744 452	3 931 675	4 128 259
+ Finansielle eiendeler	145 300	191 192	220 228	251 849		747 014	748 890	786 335	825 652
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>568 445</b>	<b>694 329</b>	<b>814 592</b>	<b>949 390</b>		<b>4 313 159</b>	<b>4 493 343</b>	<b>4 718 010</b>	<b>4 953 910</b>
+ Egenkapital	508 345	636 279	741 805	859 026		3 446 890	3 557 230	3 735 091	3 921 846
+ Minoritetsinteresser	-	-	-	-		-	-	-	-
+ Finansiell gjeld	60 100	58 050	72 787	90 364		866 268	936 113	982 919	1 032 065
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>568 445</b>	<b>694 329</b>	<b>814 592</b>	<b>949 390</b>		<b>4 313 159</b>	<b>4 493 343</b>	<b>4 718 010</b>	<b>4 953 910</b>

Tabell 6.4 Fremtidsbalanse basert på «trailede» tall

## Fremtidig fri kontantstrøm

Etter å ha satt opp fremtidig resultatregnskapet og fremtidige balanse kan en nå sette opp dem fremtidig kontantstrømmen som skal benyttes til den fundamentale verdsettelsen av Opera. Tabell 6.5 og 6.6 viser fremtidig fri kontantstrøm. Vi tror det vil være en negativ fri kontantstrøm til egenkapital i 2015, før den blir positiv igjen fra 2016 og utover for rapporterte tall, og fra 2019 med «trailede» tall. I «steady state» vil den frie kontantstrømmen til egenkapitalen vokse med 5 %.

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Netto driftsresultat	48 286	65 269	72 925	81 163		262 031	272 339	285 956	300 254
+ Unormalt driftsresultat	-36 104	-	-	-		-	-	-	-
- Endring i netto driftseiendeler	99 216	49 330	53 721	58 210		92 237	96 849	101 691	106 776
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>-87 034</b>	<b>15 939</b>	<b>19 204</b>	<b>22 953</b>		<b>169 794</b>	<b>175 490</b>	<b>184 265</b>	<b>193 478</b>
+ Netto finansinntekt	2 123	1 817	2 239	2 692		14 530	15 133	15 171	15 930
+ Unormale finansinntekter	-63 350	-	-	-		-	-	-	-
- Endring i finansielle eiendeler	-25 200	28 177	15 757	16 360		1 845	1 019	20 338	21 355
<b>= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital</b>	<b>-123 061</b>	<b>-10 421</b>	<b>5 685</b>	<b>9 285</b>		<b>182 479</b>	<b>189 604</b>	<b>179 098</b>	<b>188 053</b>
- Netto finanskostnad	3 145	1 265	1 347	1 633		17 563	19 278	20 734	21 771
+ Endring i finansiell gjeld	-	-	10 291	11 598		33 457	35 705	25 423	26 694
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>-126 206</b>	<b>-11 686</b>	<b>14 630</b>	<b>19 249</b>		<b>198 373</b>	<b>206 031</b>	<b>183 787</b>	<b>192 976</b>

Tabell 6.5 Fremtidig fri kontantstrøm basert på rapporterte tall

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014T	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Netto driftsresultat	74 454	79 974	93 811	109 307		486 176	501 400	526 470	552 794
+ Unormalt driftsresultat	-54 901	-	-	-		-	-	-	-
- Endring i netto driftseiendeler	133 858	79 992	91 227	103 177		169 816	178 307	187 223	196 584
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>-114 305</b>	<b>-17</b>	<b>2 584</b>	<b>6 130</b>		<b>316 359</b>	<b>323 093</b>	<b>339 247</b>	<b>356 210</b>
+ Netto finansinntekt	1 565	1 863	2 573	3 255		26 750	27 862	27 932	29 328
+ Unormale finansinntekter	-20 093	-	-	-		-	-	-	-
- Endring i finansielle eiendeler	-18 100	45 892	29 036	31 622		3 396	1 877	37 445	39 317
<b>= Fri kontantstrøm sysselsatt kapital</b>	<b>-114 733</b>	<b>-44 046</b>	<b>-23 878</b>	<b>-22 236</b>		<b>339 713</b>	<b>349 078</b>	<b>329 735</b>	<b>346 221</b>
- Netto finanskostnad	2 246	1 274	1 301	1 689		32 022	35 325	38 173	40 081
+ Endring i finansiell gjeld	-	-2 050	14 737	17 578		65 315	69 845	46 806	49 146
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
- Unormalt netto minoritetsresultat	-	-	-	-		-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	-	-	-	-		-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>-116 979</b>	<b>-47 371</b>	<b>-10 442</b>	<b>-6 348</b>		<b>373 007</b>	<b>383 597</b>	<b>338 367</b>	<b>355 286</b>

Tabell 6.6 Fremtidig fri kontantstrøm basert på «trailede» tall

## 6.1 Fremtidsrating

Akkurat som i utarbeidelsen av de historiske kravene, spiller syntetisk «rating» også inn i forbindelse med fremtidige krav til gjeld og finansielle eiendeler. Ved å prognostisere og analysere fremtidsregnskapet, kan en finne de samme forholdstallene som ved den historiske analysen.

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Likviditetsgrad 1	?	?	?	?		?	?	?	?
Rentedekningsgrad	53,0484	55,8186	51,3399	47,3490		15,7470	14,9120	14,5235	14,5235
Egenkapitalprosent	57,91 %	58,86 %	58,54 %	58,20 %		52,60 %	52,17 %	51,75 %	51,75 %
Netto driftsrentabilitet	16,80 %	16,66 %	16,51 %	16,37 %		14,20 %	14,06 %	14,06 %	14,06 %

Tabell 6.7 Soliditet og likviditet i fremtiden basert på rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Likviditetsgrad 1	?	?	?	?		?	?	?	?
Rentedekningsgrad	64,2210	74,1054	66,6466	60,1951		16,0180	14,9828	14,5235	14,5235
Egenkapitalprosent	59,06 %	60,52 %	60,14 %	59,75 %		53,26 %	52,78 %	52,28 %	52,28 %
Netto driftsrentabilitet	18,90 %	18,65 %	18,39 %	18,14 %		14,31 %	14,06 %	14,06 %	14,06 %

Tabell 6.8 Soliditet og likviditet i fremtiden basert på «trailede» tall

Basert på disse forholdstallene har vi kommet frem til at Opera bør være solide og likvide også i fremtiden. Som tabell 6.7 og 6.8 viser, har vi antatt at egenkapitalen vil holde seg over 50 % i all fremtid. Dette baserer vi på tidligere antakelser om at de ikke vil ta opp mye mer gjeld i fremtiden. For det første fordi vi betviler at et IT-selskap får så mye høyere lån, men også som følge av at de historisk sett har vært veldig likvide som følge av god inntjening. Vi har i fremtidsregnskapet antatt at Opera i all fremtid vil ha en relativt høy driftsrentabilitet. Dette forutsetter naturlig nok at de er i stand til å vokse slik som de har gjort hittil, og dra nytte av nye forretningsområder og teknologi slik som vi har vist at de har gjort historisk.

I fremtids-«ratingen» tar vi ikke med rentedekningsgrad og likviditetsgrad 1, ettersom disse påvirkes av finansiell gjeld. Størrelsen på finansiell gjeld, avhenger av fremtids-«ratingen», og vi får et sirkelproblem.

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Likviditetsgradrating									
Rentedekningsgradrating									
Egenkapitalprosentrating	A	A	A	A		BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	A	A	A		A	A	A	A
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>		<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.9 Fremtidsrating basert på rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Likviditetsgradrating									
Rentedekningsgradrating									
Egenkapitalprosentrating	A	A	A	A		BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	A	A	A		A	A	A	A
<b>Gjennomsnittsrating</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>A</b>		<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.10 Fremtidsrating basert på «trailede» tall

På bakgrunn av denne analysen har vi kommet frem til fremtidig syntetisk «rating» som vist i tabell 6.9 og 6.10, hvor den holder seg på A og BBB. Som vi skrev i kapittelet om historisk syntetisk «rating», er A solid, og BBB tilfredsstillende ifølge Standard & Poor.

Skjønnsmessig mener vi at BBB er mest riktig, da vi ikke har funnet likviditetsgrad 1, som historisk sett har trukket ned «ratingen».

2014T-tallene viser seg å være omtrent de samme som for de som er basert på rapporterte tall. I fremtidsregnskapet antar vi en noe høyere egenkapitalprosent og rentedekningsgrad. Sistnevnte vil som tidligere forklart ikke virke inn, men egenkapitalprosenten gjør at en større del av prognoseperioden har en A-«rating». Vi kunne justert «ratingen» ned da likviditetsgrad 1 historisk har trukket «rating» noe ned, men vi valgte å ikke gjøre det.

## 6.2 Fremtidskrav

I tillegg til fremtidig kontantstrøm, så er det nødvendig å finne ut hvilke fremtidige krav som skal brukes for å neddiskontere denne for deretter å finne verdien av selskapet. Vi vil i dette kapittelet vise hvordan vi har kommet frem til de fremtidskravene som brukes videre.

Kravene baserer seg på balanseførte vekter og ikke verdibaserte vekter, dette betyr at de innledende kravene ikke blir korrekte siden egenkapitalen blir undervurdert i vektene. Dette justerer vi for ved å konvergere verdiestimatene, noe vi kommer tilbake til i kapittel 7.3.

### *Risikofri rente*

Vi startet med å finne estimatet på risikofri rente. Dagens rente er svært lav og vi kan ikke forvente at den vil ligge på dette nivået i all fremtid. I perioden 1995 til 2014 har gjennomsnittsnittslig rente på 10-årig statsobligasjon ligget på 4,7 % som sannsynligvis er nærmere det den risikofrie renten vil være på lang sikt. Vi har valgt å vekte gjennomsnittlig statsobligasjonsrente med 2/3 og renten på 10-årige statsobligasjoner ved starten av året (02.01.15) med 1/3 som gir oss et estimat på den risikofrie renten på 3,7 %. I 2015 benytter vi statsobligasjoner som den var 02.01.15 på 1,6 % og antar en lineær utvikling frem til «steady state».

Vi kunne trukket fra en likviditetspremie, men vi velger i likhet med det historiske kravet ikke å gjøre dette. Nærmere diskusjon rundt dette kommer i kapittel 8 om usikkerhet og sensitivitet. Videre trekker vi fra 27 % skatt for å få risikofri rente etter skatt. Det er ikke gitt at 27 % skatt vil være riktig i fremtiden, spesielt med tanke på den pågående skattedebatten, så er det ikke urimelig å anta at skattesatsen vil endre seg. 27 % er dog vårt beste estimat, og vi benytter derfor denne satsen. Den risikofrie renten stiger dermed fra 1,16 % i 2015 og til 2,68 % i «steady state».

### *Fremtidig egenkapitalkrav*

Vi antar at markedsrisikopremien er konstant i fremtiden, noe som betyr at dagens estimat på markedsrisikopremien også er beste estimat på fremtidig markedsrisikopremie. Dette gir en markedspremie på 4,26 % basert på et kortsiktig og et langsiktig perspektiv.

Vi trenger i tillegg en fremtidig egenkapitalbeta. Denne er ikke konstant over tid, men dette vil derimot netto driftsbeta være, i tråd med teorien til Miller og Modigliani. Det betyr at netto driftsbeta er kjent for hele perioden. Finansiell gjeldsbeta finner vi med utgangspunkt i fremtids-«rating», kredittrisikopremie, markedsrisikodel og markedspremie. Fremtidig finansiell eiendelsbeta kan vi finne ut fra kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekten multiplisert med sine betaer. Vi antar fortsatt at kontanter er risikofrie og har en beta lik 0. Fordringer har beta som er lik kort kredittrisikopremie multiplisert med markedsdelen, delt på markedspremie og investeringsbetaen som er lik 1. Netto finansiell gjeldsbeta finner vi ved å multiplisere vektene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler med sine respektive betaer. Sammen med fremtidig netto driftsbeta finner vi nå fremtidig egenkapitalbeta residualt.

Vi antar at det også i fremtiden vil være null i likviditetspremie og effektiv utbytteskatt og vi har dermed alt vi trenger for å finne egenkapitalkravet etter skatt. Dette går fra 7,91 % i 2015 til 11,35 % i «steady state» (se vedlegg 34 for detaljer).

### *Finansielle krav*

Netto finansielt gjeldskrav består av vektet krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Med utgangspunkt i fremtids-«rating» og risikofri rente kan en finne et estimat på fremtidig finansielt gjeldskrav. I årene med BBB-«rating» legger vi på en kredittrisikopremie på 1,4 %, som vi legger til den risikofrie renten hvert år. I årene med A legger vi på en kredittrisikopremie på 1 % (se vedlegg35 for detaljer).

Det finansielle eiendelskravet er avhengig av vektene mellom kontanter, fordringer og investeringer. Vi har mener at det i «steady state» vil være 60 % kontanter, 20 % fordringer og 20 % investeringer. Med en lineær utvikling fra dagens nivå med kontanter. Vi ser på kontanter som risikofrie og bruker derfor risikofri rente som krav til kontanter. På fordringene legger vi på en risikopremie på 1 % og for investeringer forventer vi et krav lik risikofri rente pluss markedsrisikopremien (se vedlegg 35 for detaljer).



Basert på fremtidig finansielt gjeldskrav og fremtidig finansielt eiendelskrav kan vi nå finne fremtidig netto finansielt gjeldskrav basert på vektene finansiell gjeld og finansielle eiendeler i forhold til netto finansiell gjeld i fremtidsbalansen (se vedlegg 35 for detaljer).

### *Kravet til sysselsatt kapital*

Siden vi ikke har noen minoritetsinteresser er det eneste vi trenger for å finne det fremtidige kravet til sysselsatt kapital, vektet krav til egenkapitalen og vektet krav til finansiell gjeld. Dette gir oss et krav som går fra 7,25 % i 2015 og til 9,84 % i «steady state» for de rapporterte tallene, og 7,30 % i 2015 og 9,84 % i «steady state» for de «trailede» tallene (se vedlegg 36 for detaljer).

### *Kravet til netto driftskapital*

Kravet til netto driftskapital består av det vektete kravet til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. For de rapporterte tallene til Opera går kravet fra 9,40 % i 2015 og til 11,06 % i «steady state» (se vedlegg 36 for detaljer og «trailing»).

### *Kravet til driftsegenkapital*

Driftsegenkapitalen er egenkapitalen fratrukket finansielle eiendeler. Driftsegenkapitalkravet finner vi ved å trekke det vektete finansielle eiendelskravet fra det vektete egenkapitalkravet. Dette gir oss et krav til driftsegenkapital som går fra 9,40 % i 2015 til 11,06 % i «steady state» for de rapporterte tallene, og fra 10,58 % i 2015 til 13,38 % i «steady state» for de «trailede» tallene.

### *Alle fremtidskrav*

Dette gir oss alle de nødvendige fremtidskravene, for å verdivurdere Opera. Vektene kravene baserer seg på er som sagt budsjetterte, og vil endre seg under konvergeringen av verdiestimatet, slik at også de endelige kravene vil endre seg. I tabell 6.11 og 6.12 har vi lagt ved en oversikt over alle kravene basert på opprinnelige vekter

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
						2034	2035	2036	
ndk	9,40 %	9,46 %	9,54 %	9,62 %		10,96 %	11,05 %	11,06 %	11,06 %
ssk	7,25 %	7,22 %	7,36 %	7,50 %		9,64 %	9,78 %	9,84 %	9,84 %
ekk	7,91 %	7,77 %	7,95 %	8,12 %		11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
dekk	10,72 %	10,61 %	10,75 %	10,89 %		13,14 %	13,30 %	13,38 %	13,38 %
mik	7,91 %	7,77 %	7,95 %	0,00 %		11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
fgk	2,16 %	2,24 %	2,32 %	2,40 %		4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
fek	1,21 %	1,35 %	1,48 %	1,61 %		3,60 %	3,73 %	3,73 %	3,73 %
nfgk	0,48 %	0,84 %	0,95 %	1,05 %		8,57 %	6,19 %	5,47 %	5,47 %

Tabell 6.11 Fremtidskrav basert på rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state			
							T	T + 1	T + 2	
							2034	2035	2036	
ndk	9,39 %	9,44 %	9,52 %	9,60 %			10,96 %	11,05 %	11,06 %	11,06 %
ssk	7,30 %	7,21 %	7,35 %	7,48 %			9,64 %	9,78 %	9,84 %	9,84 %
ekk	7,90 %	7,66 %	7,84 %	8,02 %			10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
dekk	10,58 %	10,38 %	10,53 %	10,68 %			13,11 %	13,28 %	13,38 %	13,38 %
mik	7,90 %	7,66 %	7,84 %	8,02 %			10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
fgk	2,16 %	2,24 %	2,32 %	2,40 %			4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
fek	1,21 %	1,35 %	1,48 %	1,61 %			3,60 %	3,73 %	3,73 %	3,73 %
nfgk	0,55 %	0,96 %	1,06 %	1,17 %			9,19 %	6,26 %	5,47 %	5,47 %

Tabell 6.12 Fremtidskrav basert på «trailede» tall

## 6.3 Fremtidig fordel

### Driftsfordel

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state			
							T	T + 1	T + 2	
							2034	2035	2036	
Netto driftsrentabilitet	0,1534	0,1680	0,1666	0,1651			0,1420	0,1406	0,1406	0,1406
- Netto driftskrav	0,1017	0,0940	0,0946	0,0954			0,1096	0,1105	0,1106	0,1106
= Strategisk fordel drift	0,0517	0,0740	0,0720	0,0697			0,0324	0,0301	0,0300	0,0300
+ Gearingfordel drift	-0,0116	-0,0124	-0,0141	-0,0129			0,0006	0,0011	0,0016	0,0016
= Driftsfordel	0,0401	0,0616	0,0579	0,0568			0,0331	0,0312	0,0316	0,0316

Tabell 6.13 Fremtidig driftsfordel basert på rapporterte tall

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state			
							T	T + 1	T + 2	
							2034	2035	2036	
Netto driftsrentabilitet	0,2334	0,1890	0,1865	0,1839			0,1431	0,1406	0,1406	0,1406
- Netto driftskrav	0,1010	0,0939	0,0944	0,0952			0,1096	0,1105	0,1106	0,1106
= Strategisk fordel drift	0,1324	0,0951	0,0921	0,0887			0,0336	0,0301	0,0300	0,0300
+ Gearingfordel drift	-0,0303	-0,0159	-0,0193	-0,0176			0,0006	0,0010	0,0016	0,0016
= Driftsfordel	0,1021	0,0792	0,0728	0,0711			0,0341	0,0312	0,0316	0,0316

Tabell 6.14 Fremtidig driftsfordel basert på «trailede» tall

### Strategisk fordel

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state			
							T	T + 1	T + 2	
							2034	2035	2036	
Strategisk fordel drift	0,0517	0,0740	0,0720	0,0697			0,0324	0,0301	0,0300	0,0300
+ Gearingfordel drift	-0,0116	-0,0124	-0,0141	-0,0129			0,0006	0,0011	0,0016	0,0016
= Driftsfordel	0,0401	0,0616	0,0579	0,0568			0,0331	0,0312	0,0316	0,0316
+ Finansieringsfordel	-0,0046	0,0004	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Strategisk fordel	0,0355	0,0620	0,0579	0,0568			0,0331	0,0312	0,0316	0,0316

Tabell 6.15 Fremtidig strategisk fordel basert på rapporterte tall

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state			
							T	T + 1	T + 2	
							2034	2035	2036	
Strategisk fordel drift	0,1324	0,0951	0,0921	0,0887			0,0336	0,0301	0,0300	0,0300
+ Gearingfordel drift	-0,0303	-0,0159	-0,0193	-0,0176			0,0006	0,0010	0,0016	0,0016
= Driftsfordel	0,1021	0,0792	0,0728	0,0711			0,0341	0,0312	0,0316	0,0316
+ Finansieringsfordel	-0,0044	0,0002	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Strategisk fordel	0,0977	0,0794	0,0728	0,0711			0,0341	0,0312	0,0316	0,0316

Tabell 6.16 Fremtidig strategisk fordel basert på «trailede» tall

Fremtidsfordel er den strategiske fordelen et selskap har på sikt. Med utgangspunkt i fremtidsresultat og fremtidsbalanse, har vi beregnet fremtidig fordel som begynner på 6,2 % og 7,9 % i 2015, og som går gradvis nedover mot 3,1 % i «steady state». En vanlig teori om strategisk fordel er at egenkapitalrentabilitet på sikt vil konvergere mot kravet, slik at den strategiske fordelen ikke eksisterer i fremtiden. Vi mener likevel basert på den strategiske

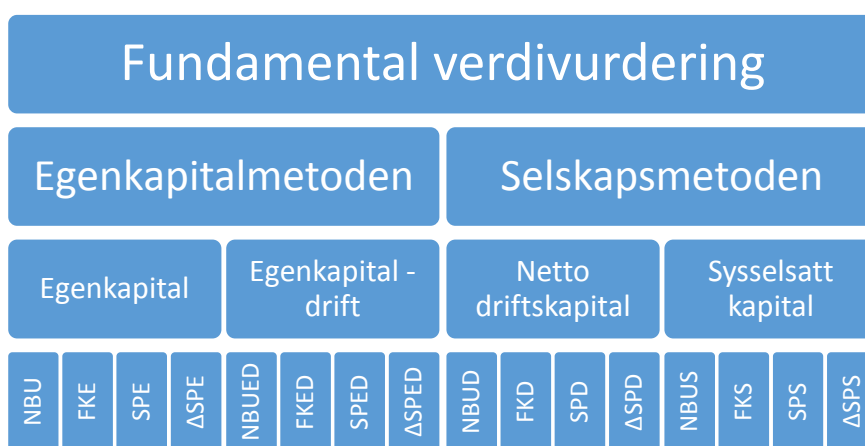
analysen at dette er urimelig med tanke på den store fordel Opera har i dag. De står i en særposisjon med sine produkter, og har en inntjening langt over resten av bransjen. De operer i et marked som trolig bare vil bli større. I en norsk undersøkelse gjort av Statens institutt for forbruksforskning fra mars 2014, svarte 74 % av de spurte at de har tilgang på en smart telefon, og 46 % eier eller disponerer et nettbrett (Slette-meås, 2014). Ifølge en artikkel fra The Telegraph vil antall smarttelefonbrukere på verdensbasis passere 2 milliarder innen 2016, og vokse til 2,56 milliarder innen 2018 (Curtis, 2014).

Som vist i kapittel 4 i vår strategiske analyse står Opera sterkt i nettlesermarkedet for smarttelefoner. De har gjort oppkjøp av selskaper som har teknologi som trolig er høyaktuell i fremtiden. Med Opera sin teknologi, kan teleoperatører få komprimert presset på sine nett, og forbrukerne kan komprimere databruken via sin nettleser, som gjør at de kan spare utgifter. Med sine nettlere, har Opera et nettverk av brukere som er eksponert for annonseringen de selger til andre selskaper. De har en egen nettbutikk for smart-TV, og inngått samarbeid med flere av de største aktørene innenfor både TV-markedet og mobilmarkedet.

Som alt annet i fremtidsregnskapet er dette en ren prognostisering, og strategisk fordel behøver ikke bli som anslått her. Vi analyserer ikke strategisk fordel direkte, men i vår sensitivitetsanalyse under kapittel 8, analyserer vi hvordan en endring i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler vil virke inn på det endelige verdiesestimater. Disse to faktorene utgjør som vist i kapittel 5.6.3 et selskaps ressursfordel, som er den største kilden til strategisk fordel for Opera.

## 7. Fundamental verdivurdering

I den fundamentale verdivurderingen, kan en enten verdivurdere et selskaps egenkapital direkte, eller beregne verdien av selskapets eiendeler og deretter finne verdien av egenkapitalen ved å trekke fra relevante balanseposter per 31.12 i siste rapporterte år. Vi omtaler disse to metodene som egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Innenfor hver av de to metodene, er det igjen to metoder, egenkapital, egenkapital-drift, netto driftskapital og sysselsatt kapital, som vist i figur 7.1. Hver av disse metodene kan deles ytterligere inn i fire modeller, netto betalt utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og endring-i-superprofitt-modellen. De fire modellene gir samme verdianslag innenfor den enkelte metode, men vil avvike mellom metodene (Palepu, Healy, & Peek, 2013; Kaldestad & Møller, 2011).



Figur 7.1 Fundamental verdivurdering – en oversikt

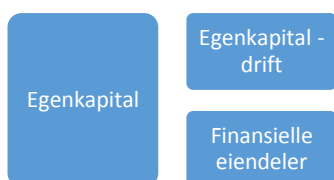
Figur 7.1 illustrerer inndelingen og oppsettet som er beskrevet over. I kapittel 7.1 definerer vi de ulike metodene og modellene som vi har benyttet for å verdivurdere Opera. I kapittel 7.2 oppsummerer vi alle modellene og forklarer hvorfor avvik oppstår. Til slutt i kapittel 7.3 viser vi hvordan en gjennomfører en rekke justeringen slik at en kommer frem til et konsistent verdiestimat for alle modellene. Verdivurderingen av Opera har blitt gjort både basert på rapporterte tall for 2014, og tallene fra vår «trailing» av 2014. Som tabellene videre i dette kapitlet vil vise, er det et nokså stor forskjell mellom disse verdiestimatene. Vi går ikke nærmere inn på dette avviket innenfor hver modell, men vil drøfte problemstillingen under kapittel 8 om usikkerhet og sensitivitet.

## 7.1 Fundamental verdsettelse

### *Egenkapitalmetoden*

Ved bruk av egenkapitalmetoden beregnes verdien av egenkapital og egenkapital - drift direkte ved å neddiskontere den frie kontantstrøm til de to størrelsene. Verdien kan i tillegg beregnes ved å neddiskontere superprofitten, altså profitt utover kravet til egenkapitalen. Vi har også benyttet netto betalt utbytte til å verdivurdere egenkapitalen, men anser dette kun som en kontroll, da fri kontantstrøm og netto betalt utbytte er lik, som vi vil begrunne i definisjonen av denne modellen senere.

### **Egenkapital og egenkapital drift**



**Figur 7.2 Egenkapital - drift**

Vi skiller mellom vanlig egenkapital og det vi her kaller egenkapital drift. Forskjellen mellom de to metodene er at inntektene som fri kontantstrøm og superprofitten til egenkapital drift baserer seg på, ikke inkluderer finansinntekter. Det vil si at neddiskonteringen av denne fremtidige kontantstrømmen vil gi et verdiestimat på egenkapitalen uten finansielle eiendeler. Vi beregner netto egenkapital ved å legge den balanseførte verdien av finansielle eiendeler per 31.12.2014 til nåverdien av kontantstrømmen.

### *Selskapsmetoden*

Med selskapsmetoden så benytter en metoder basert på kontantstrøm og superprofitt til selskapets eiendeler. Dette verdianslaget justeres deretter ved å trekke fra henholdsvis finansiell gjeld og *netto* finansiell gjeld, slik at en kommer frem til verdien av egenkapitalen. Som egenkapitalmetoden, så deler vi selskapsmetoden i to undermetoder, netto driftskapital- og sysselsatt kapital-metoden.

## Netto driftskapital



Figur 7.3 Netto driftskapital

Netto driftskapital er den delen av et selskaps kapital som er investert i driften, og er finansiert av egenkapital og netto finansiell gjeld. Vi beregner verdien av netto driftskapital ved å neddiskontere fri kontantstrøm og superprofitt til netto driftskapital, og deretter trekker ut balanseført netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser per 31.12.2014.

## Sysselsatt kapital



Figur 7.4 Sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital, eller operasjonell kapital som det også kalles er egenkapital og finansiell gjeld. Det er med andre ord den kapitalen som finansierer selskapet og som er sysselsatt av både eiere og långivere (Kaldestad & Møller, 2011). Vi finner verdien av sysselsatt kapital ved å neddiskontere fri kontantstrøm og superprofitt til sysselsatt kapital, og deretter trekker ut balanseført finansiell gjeld og minoritetsinteresser per 31.12.2014.

## Verdsettelsesmodeller

Som vi beskrev innledningsvis i dette kapittelet har vi benyttet fire modeller innenfor hver metode, som vist i figur 7.1. Selv om modellene avviker fra hverandre innenfor de ulike metodene, bygger de på de samme prinsippene, som vi vil definere under.

### Dividende/Fri kontantstrøm

Finansiell teori sier at verdien av et finansielt instrument er nåverdien av kontantavkastningen som eier av instrumentet mottar. Den samme teorien vil gjelde for selskaper og verdien av fremtidig dividende. På tross av sin popularitet, er ikke modellen like hensiktsmessig i praksis. Dette begrunnes med at egenkapitalverdi skapes gjennom investeringer og daglig drift. Dividende er ofte bare et biprodukt av disse aktivitetene, hvor størrelse og tidspunkt for utbetaling avhenger av hvilke investeringsmuligheter bedriften står

ovenfor (Palepu, Healy, & Peek, 2013). På den annen side, kan modellen gi et godt bilde, ettersom utbytte er den mest direkte avkastningen aksjonærene mottar (Kaldestad & Møller, 2011). Vi velger derfor likevel å ta den med og kombinere den med de andre modellene som vil fremkommer av kapittel 7.3.

Med unntak av Egenkapital-metoden, er netto betalt utbytte-beregningen for de resterende metodene en «dummy» beregning for å gi riktig snitt for videre beregninger, basert på at fri kontantstrøm og netto betalt utbytte innenfor de ulike modellene alltid er lik.

Når det gjelder fri kontantstrøm til egenkapital, finner vi denne ved å ta:

$$FKE = \text{Fullstendig nettoresultat til egenkapital} - \Delta \text{Eiendeler} + \Delta \text{Gjeld}$$

Som kan skrives som:

$$FKE = \text{Fullstendig nettoresultat} - \Delta \text{Egenkapital}$$

I justert resultatregnskap i kapittel 5.5, ser vi at dette er det samme som:

$$FKE = \text{Dividende} \quad \text{der} \quad \text{Dividende} = \text{Netto betalt utbytte}$$

Dette vil si at nettobetalt utbytte/dividende er den samme som fri kontantstrøm til egenkapital. Denne forutsetningen bruker vi derfor for alle metodene innenfor egenkapital- og selskapsmetoden, men med nødvendige justeringer.

### **Residualinntekt/Superprofitt**

Som beskrevet i kapittel 5.6.3 kan differansen mellom et selskaps rentabilitet og avkastningskrav betegnes som et selskaps superprofitt. Verdien av et selskaps egenkapital kan beregnes ved å neddiskontere superprofitten slik som fri kontantstrøm (og netto betalt utbytte). Tanken bak denne modellen er at hvis et selskap bare er i stand til å generere avkastning fra selskapets bokførte verdier som tilsvarer kravet, vil ikke investorer være villig til å betale mer enn bokført verdi. Hvis et selskap derimot er i stand til å generere profitt utover kravet, bidrar dette til at et selskaps markedsverdi avviker fra bokført verdi (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Fordelen med metoden er at verdien baserer seg på de virkelige verdidriverne i selskapet. Kontantstrøm benyttes sjelden til oppfølging og kontroll, men denne metoden egner seg godt som styringsverktøy, da en får rettet fokuset på hvordan bedriften gjør det i forhold til de kravene som er satt. En ulempe med modellen er at den kan manipuleres ved aktivering og utgiftsføring (Kaldestad & Møller, 2011).

## $\Delta$ Residualinntekt/ $\Delta$ Superprofitt

Verdiestimat basert på endring i superprofitt baserer seg på den samme superprofitten som i modellen over, der superprofitt er avkastning utover avkastningskravet. Ved bruk av denne modellen sammenlikner en veksten i superprofitten med veksten i inntekter, og beregner verdien av egenkapitalen ved å kapitalisere nettoresultatet for første år i fremtidsregnskapet, og legger til nåverdien av veksten i superprofitten (Palepu, Healy, & Peek, 2013). Fordelene med modellen er lik som for superprofitt-modellen, bortsett fra at en i tillegg får en formening om veksten i selskapet kommer fra vekst i ordinær inntjening, eller fra superprofitt.

## 7.2 Fundamental verdsettelse av Opera Software ASA

I vår verdivurdering av Opera har vi benyttet de fire overnevnte modellene innenfor hver metode (se vedlegg 37-40). Innenfor hver metode har vi fått et konsistent verdiestimat, men de enkelte metodene avviker fra hverandre. I teorien burde de forskjellige verdiestimatene bli det samme, men som tabellen under viser, er ikke dette tilfellet.

### 2014

	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	DSP-modell	Snitt
EK-metode					
USD	1 052 455	1 052 455	1 052 455	1 052 455	1 052 455
NDK-metode					
USD	996 365	996 365	996 365	996 365	996 365
SSK-metode					
USD	1 170 364	1 170 364	1 170 364	1 170 364	1 170 364
DEK-metode					
USD	888 751	888 751	888 751	888 751	888 751
Snitt					
USD	1 026 984	1 026 984	1 026 984	1 026 984	1 026 984
Standardavvik					
USD					101 554

Tabell 7.1 Egenkapitalverdi - budsjetterte vekter 2014

### 2014T

	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	DSP-modell	Snitt
EK-metode					
USD	1 577 328	1 577 328	1 577 328	1 577 328	1 577 328
NDK-metode					
USD	1 465 754	1 465 754	1 465 754	1 465 754	1 465 754
SSK-metode					
USD	1 789 498	1 789 498	1 789 498	1 789 498	1 789 498
DEK-metode					
USD	1 274 710	1 274 710	1 274 710	1 274 710	1 274 710
Snitt					
USD	1 526 823	1 526 823	1 526 823	1 526 823	1 526 823
Standardavvik					
USD					186 306

Tabell 7.2 Egenkapitalverdi - budsjetterte vekter 2014T



Avviket mellom de ulike metodene skyldes at vi har neddiskontert kontantstrømmen til de ulike balansestørrelsene, med utgangspunkt i avkastningskrav som beregnet ut ifra budsjetterte balansetall. Dette problemet løser vi i neste kapittel hvor vi vil konvergere de ulike egenkapitalverdiestimaterne mot et konsistent verdiestimat. Tabellen over viser oss at gjennomsnittsverdien til de ulike metodene er en egenkapitalverdi på 983 487 MUSD.

Som vi ser av tabell 7.3 så gir verdivurderingene en gjennomsnittlig aksjekurs på 7,05 USD, noe som tilsvarer 54,68 NOK med en omregningskurs på 7,7561. Vi kan se at verdien på egenkapitalen varierer mye fra det laveste estimatet på 888 620 og opp til 1 170 059, som gir oss et standardavvik mellom metodene på 101 491.

	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	DSP-modell	Snitt
<b>EK-metode</b>					
USD	7,23	7,23	7,23	7,23	7,23
NOK	56,05	56,05	56,05	56,05	56,05
<b>NDK-metode</b>					
USD	6,84	6,84	6,84	6,84	6,84
NOK	53,06	53,06	53,06	53,06	53,06
<b>SSK-metode</b>					
USD	8,04	8,04	8,04	8,04	8,04
NOK	62,33	62,33	62,33	62,33	62,33
<b>DEK-metode</b>					
USD	6,10	6,10	6,10	6,10	6,10
NOK	47,33	47,33	47,33	47,33	47,33
<b>Snitt</b>					
USD	7,05	7,05	7,05	7,05	7,05
NOK	54,69	54,69	54,69	54,69	54,69
<b>Standardavvik</b>					0,697311

Tabell 7.3 Aksjekurs med opprinnelige vektorer 2014

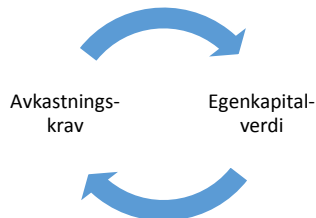
	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	DSP-modell	Snitt
<b>EK-metode</b>					
USD	10,83	10,83	10,83	10,83	10,83
NOK	80,51	80,51	80,51	80,51	80,51
<b>NDK-metode</b>					
USD	10,06	10,06	10,06	10,06	10,06
NOK	74,81	74,81	74,81	74,81	74,81
<b>SSK-metode</b>					
USD	12,29	12,29	12,29	12,29	12,29
NOK	91,34	91,34	91,34	91,34	91,34
<b>DEK-metode</b>					
USD	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75
NOK	65,06	65,06	65,06	65,06	65,06
<b>Snitt</b>					
USD	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48
NOK	77,93	77,93	77,93	77,93	77,93
<b>Standardavvik</b>					1,279257

Tabell 7.4 Aksjekurs med opprinnelige vektorer 2014T

## 7.3 Konvergering av egenkapitalverdien

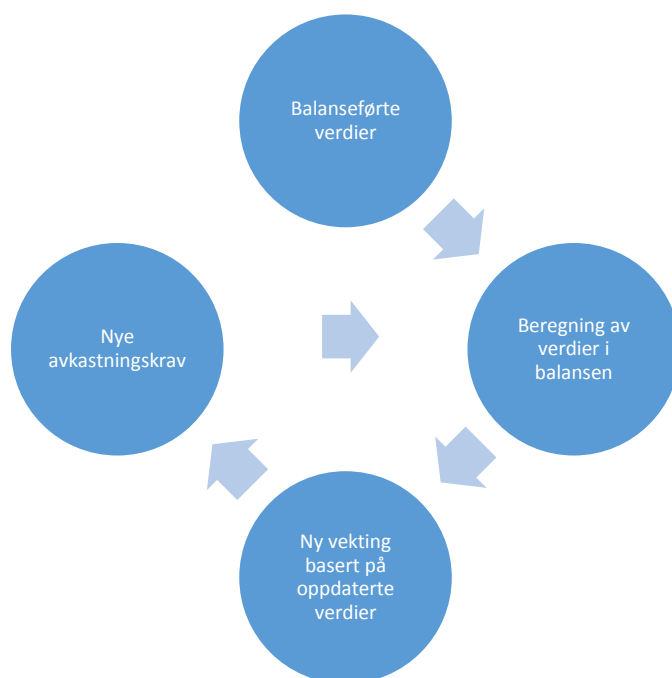
Konvergering av de initiale verdiestimaterne handler om å eliminere sirkularitetsproblematikken i utregningen av avkastningskrav. For å verdsette Opera, neddiskonterer vi fremtidige frie kontantstrømmer og fremtidig superprofitt, for å finne nåverdien av

selskapets egenkapital, egenkapital-drift, netto driftskapital og sysselsatt kapital. For å kunne neddiskontere disse, må en ha korrekt avkastningskrav, men for å beregne avkastningskrav, må en ha egenkapitalverdien for å finne korrekte vekter for de ulike avkastningskravene.



**Figur 7.5 Sirkularitets-problemet**

Ettersom Opera er et børsnotert selskap, kunne vi relativt enkelt ha funnet selskapets egenkapitalandel ved å se på markedsverdien til selskapet. Kjell Henry Knivsflå mener derimot at markedsverdien ikke nødvendigvis gir riktige vekter, og anbefaler en konvergerings-prosess fra budsjetterte vekter frem til et konsistent verdiesimat. Dette kan gjøres ved at en først skaffer en grov indikasjon på verdien av egenkapitalen for eksempel ved hjelp av en multiplverdivurdering, eller budsjetterte vekter fra balanseoppstillingen slik som vi har gjort, og deretter oppdaterer vektene og kravene gjennom en iterasjon-prosess (Kaldestad & Møller, 2011). Vi valgte det siste alternativet, da Opera sin virksomhet består av flere ulike elementer og at det å finne et liknende selskap ikke lett lar seg gjøre. Hvis en gjennomfører konvergeringen av verdiesimatet til egenkapitalen N-antall ganger, vil forskjellen mellom de ulike metodene etter hvert bli tilnærmet 0, slik at:



Figur 7.6 Konvergerings-prosessen

I kapittel 6.2 beregnet vi fremtidskrav for Opera basert på vektorer fra budsjettert balanse. Disse kravene har vi deretter benyttet til å beregne verdien av selskapet ved hjelp av 16 ulike modeller som vi viste i kapittel 7.2. Snittet av verdiestimatet til disse modellene blir brukt som oppdatert verdiestimat for egenkapitalen. Den nye egenkapitalverdien blir deretter benyttet til å beregne og oppdatere nødvendige vektorer som i sin tur legger grunnlaget for beregning av nye avkastningskrav. Konvergerings-prosessen har blitt gjennomført i 10 sekvenser, hvor vi har endt på et verdiestimat som er konsistent mellom de ulike modellene som vist i tabellen under.

2014

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>EK-metode</b>											
USD	1 052 455	1 388 350	1 436 207	1 441 560	1 442 142	1 442 205	1 442 212	1 442 212	1 442 212	1 442 212	1 442 212
<b>NDK-metode</b>											
USD	996 365	1 372 151	1 434 222	1 441 203	1 441 961	1 442 043	1 442 052	1 442 053	1 442 053	1 442 053	1 442 053
<b>SSK-metode</b>											
USD	1 170 364	1 439 607	1 442 257	1 442 185	1 442 164	1 442 161	1 442 161	1 442 161	1 442 161	1 442 161	1 442 161
<b>DEK-metode</b>											
USD	888 751	1 325 289	1 428 604	1 440 624	1 441 942	1 442 084	1 442 100	1 442 102	1 442 102	1 442 102	1 442 102
<b>Gj.snitt</b>											
USD	1 026 984	1 381 349	1 435 322	1 441 393	1 442 052	1 442 123	1 442 131	1 442 132	1 442 132	1 442 132	1 442 132
<b>Std.avvik</b>											
USD	101 554	40 836	4 879	566	101	63	61	60	60	60	60

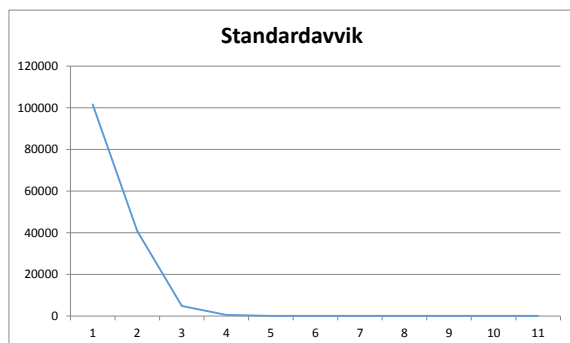
Tabell 7.5 Konvergering av verdiestimatet basert på rapporterte tall

2014T

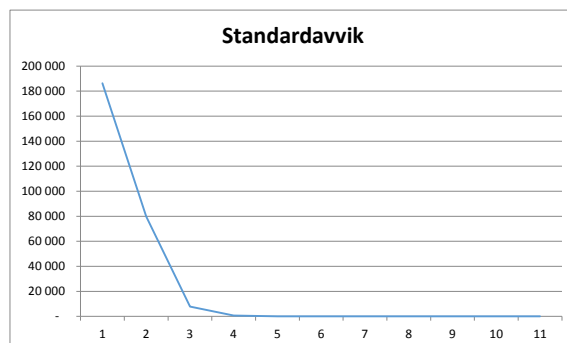
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK-metode USD	1 577 328	2 254 971	2 336 528	2 343 651	2 344 257	2 344 308	2 344 313	2 344 313	2 344 313	2 344 313	2 344 313
NDK-metode USD	1 465 754	2 226 847	2 333 903	2 343 324	2 344 124	2 344 192	2 344 198	2 344 198	2 344 198	2 344 198	2 344 198
SSK-metode USD	1 789 498	2 357 789	2 346 582	2 344 495	2 344 296	2 344 279	2 344 278	2 344 277	2 344 277	2 344 277	2 344 277
DEK-metode USD	1 274 710	2 134 044	2 324 639	2 342 547	2 344 089	2 344 221	2 344 232	2 344 233	2 344 233	2 344 233	2 344 233
Gj.snitt USD	1 526 823	2 243 413	2 335 413	2 343 504	2 344 192	2 344 250	2 344 255	2 344 255	2 344 255	2 344 255	2 344 255
Std.avvik USD	186 306	79 768	7 816	699	87	46	44	44	44	44	44

Tabell 7.6 Konvergering av verdiestimatet basert på «trailing»

Etter 10 sekvenser har vi endt opp med et standardavvik til den totale egenkapitalen på 60 for de rapporterte tallene og 44 for de «trailede» tallene. Av tabell 7.6 kan vi se hvordan standardavviket faller fort etter de første sekvensene og blir liggende på 60 og 44 allerede etter 6. Som tabell 7.6 viser, konvergerer vi frem til vi ikke lenger ser noen endring i standardavviket. Hadde vi fortsatt å oppdatere til det uendelig N, ville avviket til slutt blitt tilnærmet 0, slik som forklart over.



Figur 7.7 Standardavviket til egenkapitalverdien 2014



Figur 7.8 Standardavviket til egenkapitalverdien 2014T

Etter den tiende sekvensen har vi kommet frem til vårt estimat på egenkapitalen. Med de rapporterte tallene kom vi frem til en verdi på 1 422 132 MUSD som gir en aksjekurs på 9,90 USD per aksje, som tilsvarer en aksjekurs på 76,80 NOK med en omregningskurs på 7,7561 (per 27.5.2015) for de rapporterte tallene. For det «trailede» tallene får vi en kurs på 16,10 USD som tilsvarer 119,69 NOK med en omregningskurs på 7,4359 (per 30.12.2014)

## 8. Usikkerhet og sensitivitetsanalyse

Det er knyttet vesentlig usikkerhet til flere av antakelsene i verdiestimatet som potensielt kan ha stor påvirkning på verdiestimatet. Historisk volatilitet i et selskap på børs er typisk rundt 25 %, og hvis vi ser på dette som et estimat på fremtidig volatilitet kan en aksje fint avvike med 15 % den neste måneden. Derfor kan det være mer relevant å se på sannsynligheten for at aksjekursen ligger innenfor et gitt intervall, enn akkurat på det nøyaktige estimatet (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

I dette kapittelet estimerer vi usikkerheten i verdiestimatet og hvilke faktorer som har størst innvirkning på det endelige estimatet. For å finne estimerer på usikkerheten har vi brukt et tilleggsprogram til Microsoft Excel kalt Crystal Ball, som er en utvidelse som kan brukes til å simulere endringer i forutsetninger og gi en fordeling av hvordan de påvirker verdien. Dette vil ikke gi oss den nøyaktige usikkerheten, da vi verken vet de fremtidige verdiene eller hvordan det kan tenkes at de vil variere, men basert på historiske tall kan vi få en pekepinn på hvor stor den er.

### *Troverdig verdiestimat*

For selskaper listet på børs, slik som Opera, vil en i utgangspunktet tro at markedet har priset selskapet riktig med mindre all relevant informasjon ikke er reflektert i aksjeprisen. For vår del har vi kun basert oss på offentlig tilgjengelig informasjon og vi bør derfor ha samme informasjon som markedet for øvrig. Dermed vil utgangshypotesen vår være at vårt verdiestimat bør være ganske likt som markedsprisen (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990).

Vi velger å sammenlikne vårt estimat for de rapporterte tallene med markedskursen 12.2.2015 og 27.5.2015, og de «trailede» tallene med markedskursen 30.12.2014. 30.12.2014 er valgt fordi det er naturlig å sammenlikne «trailing» kursen med kursen som den var på slutten av året eller altså der «trailingen» slutter og 30.12.2014 var siste børsdag i 2014. På denne måten får vi med hele året. Vi velger å sammenlikne de rapporterte tallene med kursen 12.2.2015 som er dagen etter Opera rapporterte fjerde kvartal 2014 og er de tallene vi har brukt i analysen av de rapporterte tallene. Vi velger dagen etter slik at markedet rekker å reagere på den rapporterte informasjonen. I tillegg vil vi sammenlikne med hvordan kursen var 27.5.2015 for å få med hvordan kursen har utviklet seg.

Ved slutten av 2014 var kursen til Opera på 102,50 NOK per aksje. Etter Opera leverte regnskapstallene for fjerde kvartal 2014 den 11.2.2015 falt de kraftig på børsen, og ved

børsslutt 12.2.2015 var kursen 60,60 NOK per aksje. I månedene som fulgte steg de litt opp igjen og 27.5.2015 var kursen på 66,85 NOK per aksje. Dette er litt ned igjen fra toppen på 77,80 12. mai (Oslo børs: Opera Software ASA, u.d.).

Vi ser dermed at våre estimater ikke er helt urimelige. Med de rapporterte tallene har vi et estimat på 76,42 NOK per aksje med valutakursen 12.2.2015, som er litt over markedskursen 12.2.2015. Markedskursen har vokst nærmere vårt estimat på 76,80 NOK per aksje med valutakursen 27.5.2015, men fortsatt er den et lite stykke under, og vi tror aksjen er verdt mer enn markedskursen per 27.5.2015. De «trailede» tallene våre ga en aksjekurs på 119,69 NOK per aksje med valutakurs 30.12.2014 som er ca. 17 % over markedsprisen per 30.12.2014.

### *Likviditetspremie i statsobligasjoner*

Det kan også være aktuelt å vurdere å trekke fra en likviditetspremie for den 10-årige statsobligasjonen, en endring som vil påvirke avkastningskravene, og dermed verdivurderingen. Det er omdiskutert hvor stor denne er og den vil også variere over tid. Under kriser vil den for eksempel kunne være mye lavere eller til og med negativ, da mange går etter trygge investeringer i dårlige tider. Et estimat på hvordan markedet vurderer likviditeten på statsobligasjoner i forhold til andre statsobligasjoner, er ved sammenlikning av rente, løpetid og kredittrisiko. Den mest likvide obligasjonen vil som regel handles til lavest rente. I Europa har den tyske statsobligasjonen den laveste renten og den det er naturlig å sammenlikne den norsk med denne. En kan forvente at en AAA «ratet» EU statsobligasjon med utestående volum på 2000 millioner euro, som er tilsvarende den norske, vil ha en likviditetspremie som er minst 10 rentepunkter høyere enn den tyske. Forskjellen mellom norsk og tysk 10-års swapprente og statsobligasjonsrente i andre halvår 2002 var minus to rentepunkter. Det kan tyde på at det var knyttet en knapphetspremie på den norske statsobligasjonen som reduserte renten (Hein, 2003).

Dette tyder på at det er mye usikkerhet knyttet til likviditetspremien og at den er ganske lav for norske 10-årige statsobligasjoner. Derfor har vi valgt å se bort ifra den i vår risikofrie rente. Vi vil nå vise effektene på verdiesimatet med henholdsvis 0,1 %, 0,2 % og 0,5 % i likviditetspremie. 0,1 % er det mest realistiske, men vi ønsker å vise effekten på verdiesimatet ved større likviditetspremier.

Illikviditetspremie	0,00%	0,10%	0,20%	0,50%
Verdiestimat	77,24	76,20	75,26	72,49

Tabell 8.1 Likviditetspremie

Vi kan se at en likviditetspremie vil ha en negativ påvirkning på verdiestimatet. Den mest sannsynlige likviditetspremie på 0,1 % vil ha liten innvirkning på verdiestimatet, men gir et verdiestimat på 0,60 NOK per aksje for de rapporterte tallene med valutakurs 27.5.2015. De to mer ekstreme likviditetspremiene på 0,20 % og 0,50 % gir en større effekt på omtrent 2 NOK og 5 NOK per aksje. Uansett vil effekten av likviditetspremien være liten og siden det er så stor usikkerhet til hva den er velger vi å ikke inkludere den i hovedoppsettet.

### Forutsetningene

Vi kan nå se på hvilke forutsetninger som påvirker estimatet og hvor mye de påvirker. Fra en investor sitt synspunkt er dette relevant for å kunne følge ekstra nøye med på de viktigste driverne, samtidig som vi kan bruke det til å komme frem til et estimat på variasjonen i verdiestimatet (Koller, Goedhart, & Wessels, 1990). Avhengig av faktoren bestemmer vi om vi vil la den være normalfordelt eller uniformfordelt. For normalfordeling bestemmer vi et fornuftig standardavvik basert på regnskapsanalyseperioden til Opera og bransjen. I noen tilfeller har vi overstyrt forutsetningene og satt skjønsmessig størrelser der vi mente det var mest hensiktsmessig. Valget av fordeling har mye å si for estimatet på usikkerheten og for å få et godt estimat på usikkerheten må fordeling og standardavvik være fornuftig. I utgangspunktet kunne vi gjort simuleringer for hver eneste faktor for hvert år. Vi har valgt noen faktorer og noen perioder og ellers latt veksten være lineær mellom de estimerte periodene.

For en normal finansiell eiendelsdel brukte vi en normalfordeling på rundt 20 % med et standardavvik på 8,9 % med de rapporterte tallene, og 6,7 % med de «trailede» tallene. 20 % er det vi forventer normal finansiell eiendelsdel er i «steady state». Siden Opera hadde et ekstremt høyt standardavvik på hele 1,164 i regnskapsperioden med de rapporterte tallene, og 1,163 med de «trailede» er standardavviket basert på standardavviket i bransjen for analyseperiodeperioden.

Normal finansiell gjeldsdel er som finansiell eiendelsdel, normalfordelt rundt et snitt på 25 % og med et standardavvik på 5,5 % med de rapporterte tallene, og 5,7 % med de «trailede». Som for finansiell eiendelsdel er 25 % det vi forventer som finansiell gjeldsdel i «steady state». Også her har vi brukt bransjen sitt standardavvik, selv om standardavvik for netto finansiell gjeld er mer akseptable, med 11,8 % for rapporterte tall, og 12,4 % med de

«trailede» tall. Med tanke på at Opera bare har hatt finansiell gjeld de siste årene velger vi likevel å bruke bransjen sitt standardavvik også her.

Vi har valgt å simulere driftsinntektsveksten ved fire forskjellige punkter 2020, 2025, 2030 og i «steady state». Siden 2015 er bestemt av omløpet til netto driftseiendeler har vi simulert 2015 indirekte gjennom omløpet til netto driftseiendeler. I «steady state» har vi valgt en uniformfordeling mellom 4 % og 6 %. Dette er fordi vi forventer noe vekst i «steady state», men at den vil være under økonomien generelt og mener derfor et tak på 6 % er fornuftig. De andre punktene har vi valgt en normalfordeling med gjennomsnitt lik den lineære utviklingen og et standardavvik lik bransjens standardavvik i driftsinntektsvekst på 1,8 %. Vi bruker normalfordeling for punktene før «steady state» fordi vi forventer en større usikkerhet i veksten på kort- og mellomlang sikt og at den i perioder kan være mindre enn 4 % eller mye større enn 6 % (se vedlegg 41 for detaljer).

Den opprinnelige ujusterte egenkapitalbetaen til Opera på 0,721 forventer vi er normalfordelt med et standardavvik på 0,1. Standardavviket til den justerte betaen til Opera er på hele 0,49 og vi velger å justere dette ned til 0,1 da vi tror det er et mer fornuftig fremtidig standardavvik for beta. Opera har de siste årene vært i stor endring som har resultert i en veldig stor variasjon i betaestimatet. På grunn av flere oppkjøp har de både fått en vekst og i tillegg en endret kapitalstruktur. Vi tror ikke endringene i fremtiden vil være like store og tror derfor på et lavere standardavvik.

Forventet rente på 10-årig statsobligasjoner i «steady state» har vi satt til å være uniformfordelt mellom 3,7 % og 5,7 % som er 1 % over og under vårt estimat på 4,7 %. De siste ti årene har den gjennomsnittlige 10-årige statsobligasjonsrenten ligget mellom 4,7 % og 6 %, med lave renter de siste årene. Av den grunn tror vi det er sannsynlig at den fremtidige 10-årige statsobligasjonsrenten vil ligge i intervallet 1% under og over vårt estimat på 4,7 %. Vårt estimat for «steady state» er som vist tidligere også vektet med dagens rente på den 10-årige statsobligasjonen.

Markedspremien i «steady state» forventer vi også er uniformfordelt og tilsvarende 1 % over og under vårt estimat på 4,3 %, som gir en uniform fordeling mellom 3,3 % og 5,3 %. De siste 10 årene viser at gjennomsnittlig markedspremie har variert mellom 2 % og 6 %, hvor den var ca. 6 % rett før finanskrisen i 2007 og 2 % i 2008. De siste fem årene har den holdt seg stabilt rundt 4 %. Derfor mener vi det er fornuftig med en markedspremie som ligger



1 % over eller under vårt estimat på 4,3 % i en normalsituasjon som vi antar «steady state» er.

Netto driftsmargin har vi løst på tilsvarende måte som driftsinntektene i tillegg til at vi her har med 2015 og normalfordeling. Det betyr at vi har fem punkter vi gjør simuleringer ved og antar en lineær utvikling mellom disse. Standardavviket vi har brukt er bransjen sitt standardavvik i analyseperioden på 3,4 %. Også her har vi valgt bransjen sitt standardavvik fordi Opera sitt standardavvik på 8,9 % med rapporterte tall og 7,8 % med «trailede» tall etter vår mening er høyere enn vi forventer i fremtiden. Forventet verdi er vårt utgangsestimat for 2015, 2020, 2025 og 2030 som er vårt beste estimat (se vedlegg 41 for detaljer).

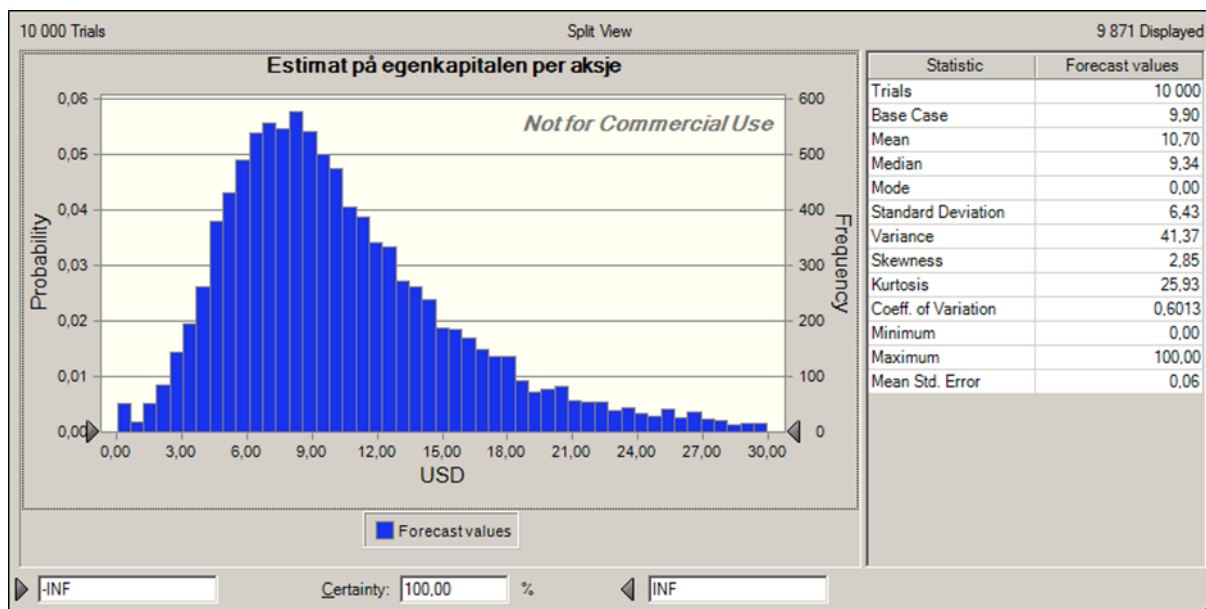
Omløpet til netto driftseiendeler har vi løst på samme måte med fem perioder og normalfordeling, der alle «trailing»-punktene har et gjennomsnitt på 1,35, som er vår forventede verdi med et standardavvik på 0,13 som er lik bransjen sitt standardavvik. For de rapporterte tallene er tilsvarende gjennomsnitt og standardavvik 1,4 og 0,14. Igjen er bransjetallene valgt fordi vi mener Opera sitt standardavvik på 1,37 for de rapporterte tallene og 1,38 for de «trailede» er høyere enn vi forventer for fremtiden.

I simuleringen har vi også lagt inn en korrelasjon mellom netto driftsmargin i «steady state» og onde i «steady state» og mellom driftsinntektsvekst i «steady state» og markedsrisikopremien i «steady state». Vi legger inn en korrelasjon på -0,2 mellom netto driftsmargin og onde, ettersom selskaper som har høy driftsmargin ofte har lavt omløp på netto driftskapital. Dersom den økonomiske veksten er høy forventer vi også at kapitalkravet er høyt og vi legger derfor inn en korrelasjon på 0,2 mellom driftsinntekter og markedspremie.

I tillegg til disse forutsetningene satt vi at kursen ikke kunne gå under 0 USD per aksje eller over 100 USD per aksje for både de rapporterte og de «trailede» tallene. At aksjen ikke kan gå under null er ganske intuitivt i og med at en verdi på egenkapitalen på mindre enn null tilsvarer konkurs. Grunnen til at grensen oppover er satt til 100 USD per aksje er for å unngå helt ekstreme resultater oppover som gir stor skjevhet i gjennomsnittet.

## Usikkerhet

Når vi simulerer vårt estimat på aksjeverdien i Crystal Ball under disse forutsetningene 10 000 ganger, får vi en normalfordeling som vist i figur 8.1 (se vedlegg 42 for tilsvarende figur for de «trailede» tallene).



Figur 8.1 Usikkerhet dollar estimat per aksje

Resultatet av simuleringen ga et snitt på 10,70 USD per aksje med et standardavvik på 6,43. Naturlig nok var det laveste estimatet 0 og det høyeste 100. Det er 75 % sannsynlighet for at aksjen ligger mellom 4,99 USD og 17,02 USD, som viser at spriket er stort. Det er kun 25 % sannsynlighet at aksjen ligger mellom 7,96 USD og 11,02 USD. Tabell 8.2 viser en oversikt over kursintervallet med henholdsvis 25 %, 50 % og 75 % sannsynlighet i USD og NOK med kursen 27.5 (se vedlegg 42).

	Øvre		Nedre	
	USD	NOK	USD	NOK
25 %	7,96	61,74	11,02	85,47
50 %	6,58	51,04	13,26	102,85
75 %	4,99	38,7	17,02	132,01

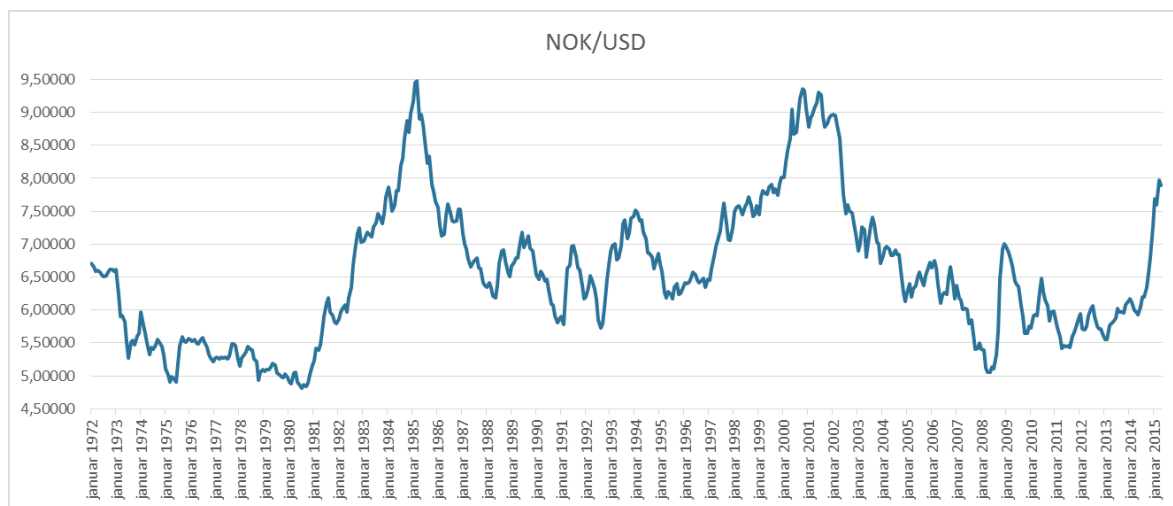
Tabell 8.2 Sannsynlighetsintervall rapporterte tall

Tilsvarende får vi for de «trailede» tallene et snitt på 17,62 USD per aksje med et standardavvik på 11,25. Med 75 % sannsynlighet for at aksjen ligger mellom 7,33 USD og 29,23 USD per aksje og 25 % sannsynlighet for at aksjen ligger mellom 12,7 USD og 18,19 USD. Med den høyere kursen er det ikke unaturlig at også variasjonen er noe høyere for de «trailede» tallene. Tabellen under viser tilsvarende som tabell som for de rapporterte tallene, med NOK/USD kurs 30.12.2014 (se vedlegg 42).

	Øvre		Nedre	
	USD	NOK	USD	NOK
25 %	12,70	94,44	18,19	135,26
50 %	10,15	75,47	22,20	165,08
75 %	7,33	54,51	29,23	217,35

Tabell 8.3 Sannsynlighetsintervall «trailede» tall

I tillegg til usikkerheten over, er det en usikkerhet knyttet til valutakursen i forbindelse med omregning av aksjekursen til norske kroner. Den norske kronen er historisk sett svak sammenliknet med den amerikanske dollaren, som vi kan se av figur 8.2. Den viser gjennomsnittlig månedlig valutakurs fra januar 1972 og frem til og med april 2015. Det er noe omdiskutert, men mye tyder på at valutakurser er «mean reverting». Det betyr at de på lang sikt går tilbake mot en gjennomsnittskurs (Sweeney, 2006). Gjennomsnittskursen for NOK/USD i perioden januar 1972 til april 2015 er 6,55, for januar 1995 og frem til april er snittkursen litt høyere på 6,77. Før 1995 har det vært mange forskjellige valutakursregimer som har blitt testet, med fastkurs mot dollar, valutasamarbeidet ECU og slangesamarbeid. Fra 1992 har det vært flytende valutakurs med de retningslinjer som ble presentert 5. Mai 1994. I 2001 ble det fastsatt at Norges Bank skulle følge et inflasjonsmål på 2,5 % i fastsettelsen av styringsrenten som betyr at valutakursen ble mindre viktig. Derfor tar vi også med snittet fra januar 2002 og til april 2015 som er 6,35. Det må også nevnes at denne perioden inkluderer finanskrisen og eurokrisen, som er to hendelser som har hatt stor innvirkning på valutakursen (Norges Bank: Kort oversikt over bankens historie, u.d.).



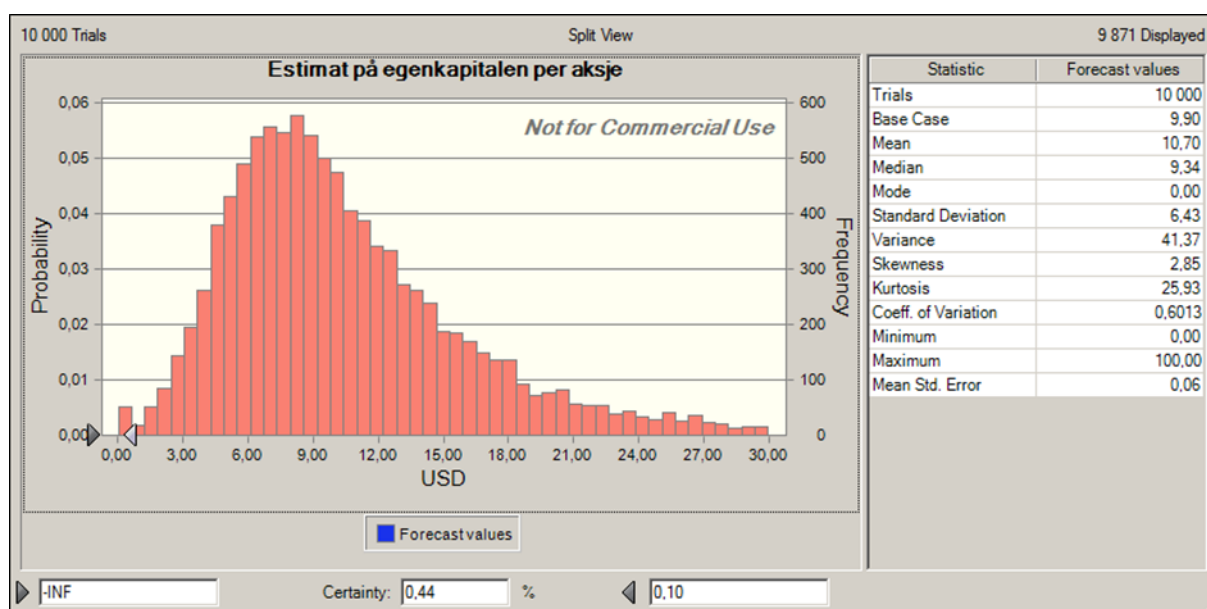
Figur 8.2 Valutakurs NOK/USD januar 1972-april 2015 (Norges Bank: Valutakurs for amerikanske dollar (USD), u.d.)

Hvis det stemmer at kursen er «mean reverting» kan vi forvente at kursen i fremtiden vil falle til i underkant av 7 NOK/USD som vil ha en negativ innvirkning på verdierestimatet per

aksje i NOK. Hvis vi antar en kurs på 6,77 i stedet for 7,7561 ville vi fått et verdiestimat på 67,04 NOK per aksje.

### Konkurrisisiko

Siden vi har definert at aksjekursen ikke kan gå under null får vi en samling av kurser ved null. Denne opphopningen kan vi bruke som et estimat på sannsynlighet for konkurs. I figur 8.3 kan vi se sannsynligheten for at verdien på aksjen er under 0,1 for de rapporterte tallene (se vedlegg 43 for tilsvarende figur for de «trailede» tallene). Dette bruker vi som et estimat på konkurssannsynligheten. Av figuren under kan vi se at denne sannsynligheten var 0,44 % for de rapporterte tallene, og for de «trailede» tallene ble tilsvarende sannsynlighet 0,63 %. Det vil si at konkurrisikoen ble estimert til å være litt høyere med de «trailede» tallene, men rundt samme nivå på 0,5 %.

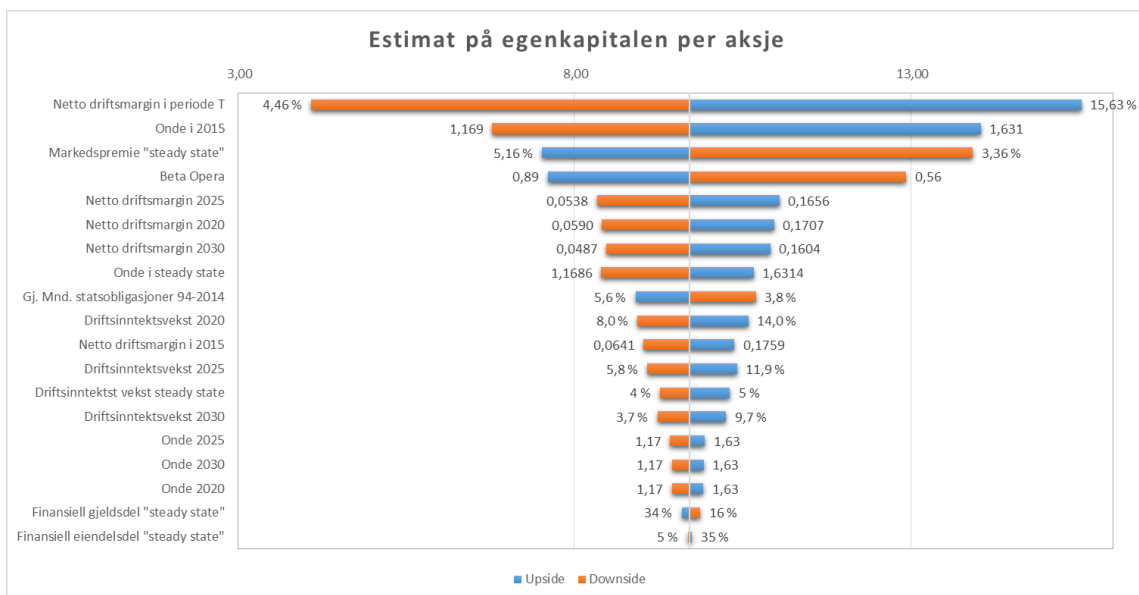


Figur 8.3 Sannsynlighet for aksjeverdi under 0,1 basert på rapporterte tall

Gjennomsnittlig er sannsynligheten for at et selskap som er «ratet» BBB går konkurs i løpet av ett år 0,24 % i perioden 1981-2011 ifølge Standard & Poor's. For BB selskaper har 0,9 % av selskapene gått konkurs i løpet av et år (Standard & Poor's: Default Study, u.d.). Dette stemmer godt med vårt estimat om at Opera er «ratet» BBB og dermed har en konkurssannsynlighet på ca. 0,44 % eller 0,63 % avhengig av hvilken tallserie vi ser på.

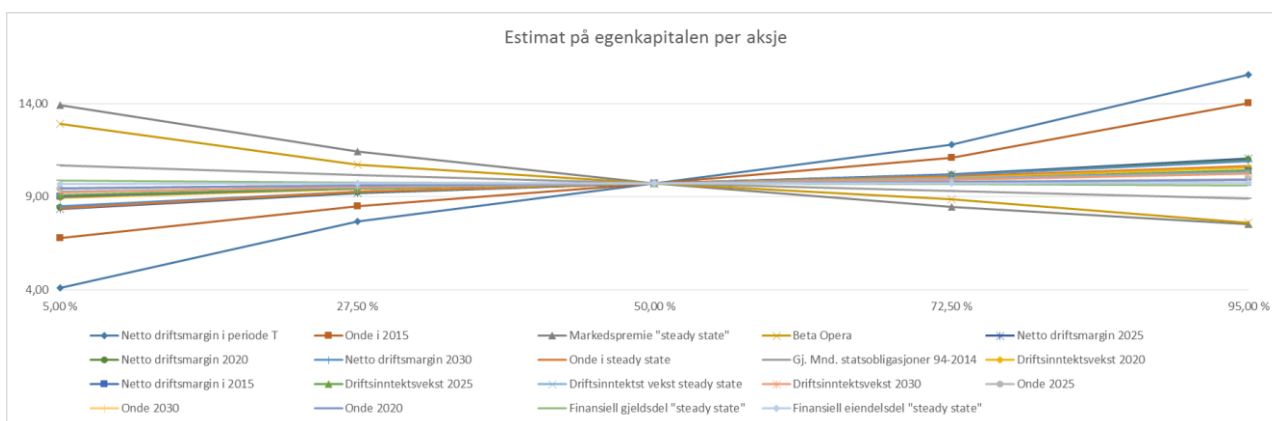
## Sensitivitetsanalyse

Med Crystal Ball kan vi analysere hvor sensitivt estimatet er for endring i enkeltfaktorer i. Dette kan vi oppsummere i et tornado diagram som viser hvilke enkeltfaktorer som har størst innvirkning på verdiestimatet som vist under.



Figur 8.4 Tornado diagram dollar estimat per aksje

I figur 8.4 ser vi hvor sensitivt estimatet er for endringer i de forskjellige estimatene. Blå linjer indikerer en økning og rød indikerer en reduksjon. Vi kan se at den desidert viktigste enkeltfaktoren er netto driftsmargin i «steady state», deretter følger omløpet til netto driftseiendeler i 2015 som kan forklares med at den også bestemmer driftsinntektsveksten i 2015. Deretter er det markedspremien i «steady state», beta og netto driftsmargin i 2025, 2020 og 2030. Tilsvarende figur for de «trailede» finnes i vedlegg 44, hvor vi kan se at de har en tilsvarende fordeling over hvilke faktorer som påvirker mest, med netto driftsmargin i «steady state», onde 2015, markedspremie i «steady state» og beta som de øverste faktorene.



Figur 8.5 Stjernerdiagram

Sensitiviteten kan også vises i et stjernediagram som viser hvilke faktorer som påvirker mest ved forskjellige konfidensintervaller. Dette diagrammet viser godt hvordan en økning eller reduksjon i verdier påvirker estimatet. For eksempel vil en økning i netto driftsmargin i «steady state» gi en høyere aksjekurs og motsatt ved en reduksjon, derimot vil en økning i markedspremien i «steady state» gi en reduksjon i aksjeprisen og omvendt ved en reduksjon i markedspremien (se vedlegg 44 for «trailing» stjernediagram).

### *Markedseffisiens*

Et effisient marked er et marked hvor markedsprisen gir et objektivt estimat på faktisk verdi. Markedsprisen kan avvike fra faktisk verdi, så lenge avviket er tilfeldig. Det betyr at sjansen for at selskapet er under- eller overvurdert er like stor som igjen betyr at ingen investorer over tid konsekvent kan finne under- eller overvurderte selskaper (Damodaran, 2012).

Markedseffisiens er et omstridt tema både med tanke på hva det faktisk betyr og i hvilken grad markedet faktisk er effisiente har betydning for hvordan en investerer. Hvis markedet er effisiente vil markedsprisen være det beste estimatet på verdien av selskapet og verdsettelse vil bare være å rettferdiggjøre markedsprisen. Derimot hvis markedet ikke er effisient kan markedsprisen avvike fra den faktiske verdien og verdsettelsen er relevant. Da vil de som best klarer å verdsette få høyest avkastning, fordi de best klarer å identifisere selskaper som er over- eller undervurdert, gitt at markedet over tid retter opp avviket (Damodaran, 2012).

Vi operer gjerne med tre grader av effisiens basert på tilgjengelig informasjon, svak, semi-sterk og sterk effisiens. Svak effisiens betyr at prisen i dag reflekterer all historisk informasjon. Semi-sterk effisiens innebærer at all historisk informasjon i tillegg til all offentlig tilgjengelig informasjon er reflektert i prisen. Under sterk effisiens er absolutt all informasjon reflektert i prisen, det inkluderer innsideinformasjon og all offentlig informasjon (Damodaran, 2012).

Konsensjonen av effisiente markedet er at det ikke vil lønne seg å drive med verdsettelse siden sjansen for å finne over- og underprisede selskaper er like stor, og aktiv forvaltning vil være ulønnsomt. Aksjer vil bare avvike fra faktisk verdi så lenge avviket er tilfeldig. Før transaksjonskostnader vil omtrent halvparten av alle investorer slå markedet og basert på flaks vil mange investorer slå markedet over tid (Damodaran, 2012).

Som nevnt tidligere falt aksjekursen til Opera kraftig 11. februar 2015 da selskapet publiserte rapporten for fjerde kvartal, hvor de falt fra 96,60 NOK per aksje ved børs slutt 10. februar til

54,00 NOK per aksje ved børs slutt 11. februar. Dette fallet skyldtes hovedsakelig dårligere resultat, grunnet høyere kostnader enn forventet som i stor grad skjedde på grunn av valutaendringer, og dårligere resultater enn forventet i Russland. I et effisient marked, i alle fall på semi-sterkt nivå, burde endringer i valuta fanges opp med en gang, dermed burde kursen falt som følge av dette i løpet av fjerde kvartal 2014 og ikke etter de rapporterte tallene i februar. Vi tror ikke effekten av dårligere resultat i Russland isolert sett burde føre til et fall på nesten 40 NOK per aksje. Situasjonen i Russland med sanksjoner fra EU, burde gjøre at en kunne forvente dårligere resultat. Det er også tegn på at markedet ikke er effisient ettersom aksjeprisen tok seg opp i dagene og ukene som fulgte, noe som tyder på en overreaksjon.

### *Usikkerhet knyttet til «trailing»*

Denne rapporten viser tydelig at det er stor usikkerhet knyttet til «trailing». Bare i vår oppgave hvor vi kun skulle «trailing» et kvartal, bommet vi kraftig på kostnadene. Det var riktignok en spesiell situasjon med store valutafluktuasjoner og sanksjoner til Russland. Vår mekaniske måte å regne «trailingen» på klarer ikke fange opp slike store endringer. Det betyr at ved bruk av «trailing» med den metoden vi har brukt kan det potensielt være store feil hvis det skjer spesielle ting som har stor påvirkning på resultatet. Ved så store endringer vil bruk av skjønn kunne gi et bedre estimat.

Med så stor feilmargin for tre måneder, gir det også et signal på hvor vanskelig det er å estimere 20 år frem i tid. Av det kan vi skjønne at det er stor usikkerhet knyttet til de fremtidige tallene. Hvis de varierer omtrentlig likt over og under vårt estimat, bør estimatet over tid bli ganske riktig.

Forskjellen mellom «trailede» og rapporterte tall har stor innvirkning på verdiestimatet siden forventningene til fremtiden i alle fall på kort sikt baserer seg på prognosen for 2014. De rapporterte tallene er vårt beste estimat på den faktiske verdien av selskapet per 2015.

## 9. Konklusjon

Etter å ha gjennomført en fundamental verdivurdering av Opera Software ASA, så har vi kommet frem til en verdi på egenkapitalen til Opera Software på 76,80 NOK per aksje basert på de rapporterte tall med en valutakurs på NOK/USD per 27.5.2015, og 119,69 NOK per aksje for de «trailede» tallene med en valutakurs på NOK/USD per 30.12.2014. Den store forskjellen i estimatene skyldes hovedsakelig høyere kostnader enn forventet som følge av valutakursfluktasjoner, både med hensyn til inntjening i Russland, men også i forbindelse med oppkjøpet av selskapet AdColony. Dette viser svakheten i modellen med mekaniske «trailing» av regnskapstall, som ikke fanger opp store endringer i for eksempel valuta eller politiske uroligheter. Det viser at modellen bare rekker til et visst punkt, og at det er nødvendig med analyser av forholdene rundt selskapet og å benytte skjønn.

Modellen viser likevel at den er godt egnet til å gi et verdiestimat i en stabil situasjon, eller alle tall er kjente. Verdiestimatet som er basert på «trailing» gir et estimat som svarer til det markedet har priset Opera til før tallene for fjerde kvartal ble kjent. Etter at fjerde kvartal ble kjent, så har modellen også vist at den gir riktig verdiestimat gitt ny inndata, med en aksjekurs som svarer til det markedet nå har priset selskapet til i dag.

Det store fallet i aksjekursen 11. februar tyder likevel på at markedet ikke er effisient på mer enn svakt nivå. Både siden markedet burde vært klar over de dårligere resultatene som følge av valutafluktasjoner og virksomheten i Russland. Det tyder på at markedet ikke var klar over hvor stor virksomheten i denne regionen er, og hvor stor påvirkning valutakursen har for Opera. I tillegg kan det tyde på at markedet overreagerte med tanke på at kursen gikk noe opp igjen de neste dagene og ukene.

Estimatene vi har kommet frem til gir et kjøpsignal på Opera-aksjen. Både ved sammenlikning av «trailing»-tallene med kursen som den var 31.12.2014 og basert på rapporterte tall med kursen 12.2.2015, sammenliknet med kursen 27.5.2015.

Det er likevel knyttet vesentlig usikkerhet til verdien, da vårt verdiestimat er basert på prognostisering av fremtidig kontantstrøm. Den er avhengig av hva vi estimerer av fremtidig vekst i driftsinntekter, netto driftsmargin, krav og finansiering. Ved å legge inn usikkerhet i disse estimatene og ved hjelp av en scenarioanalyse kom vi frem til et estimat på usikkerheten i vårt verdiestimat. Vi kom frem til at det er 75 % sannsynlighet at verdien på egenkapitalen i Opera er mellom 38,70 NOK per aksje og 132,01 NOK per aksje. Hvorav



netto driftsmargin i «steady state», omløpet til netto driftseiendeler, beta og markedspremien er de faktorene som påvirker verdiestimatet aller mest.

Ettersom vi har kommet frem til en aksjekurs som ligger i nærheten av dagens kurs, så tyder det på at markedet har lagt liknende forutsetninger til grunn, og at vi er i nærheten av det verdiestimatet som resten av markedet forventer med den informasjonen vi sitter med i dag.

## Litteraturliste

- Aspiro: Aspiro in brief. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Aspiro:  
<http://www.aspiro.com/aspiro-group/about-aspiro/>
- Aspiro: Public bid. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Aspiro: <http://www.aspiro.com/public-bid/>
- Baksaas, K. M., & Hansen, Ø. (2010). *Finansregnskap med analyse* (1. utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Basware: About Basware. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Basware:  
<http://www.basware.com/about-us>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3. utg.). Boston, USA: Pearson.
- Bertselsen, M. (2015, Mai 26). *Her tar musikkstjernene tilbake makten*. Hentet fra Dagens Næringsliv AS: <http://www.dn.no/etterBors/2015/03/31/0743/Strmning/her-tar-musikkstjernene-tilbake-makten>
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2007). *Economics of strategy* (4.. utg.). New York: John Wiley & Sons.
- Bjørnestad, S., & Storeng, O. (2015, April 20). *Jensen advarer boligkjøperne: Renten vil stige*. (H. Stanghelle, Red.) Hentet April 23, 2015 fra Aftenposten.no:  
<http://www.aftenposten.no/okonomi/Jensen-advarer-boligkjoperne-Renten-vil-stige--7988258.html>
- Colt, S. (2014, Desember 16). *Business Insider*. Hentet Januar 21, 2015 fra  
<http://www.businessinsider.com/google-is-in-danger-of-letting-facebook-steal-the-mobile-ad-market-2014-12>
- Curtis, S. (2014, Desember 11). *Quarter of the world will be using smartphones in 2016*. Hentet Mai 21, 2015 fra telegraph.co.uk:  
<http://www.telegraph.co.uk/technology/mobile-phones/11287659/Quarter-of-the-world-will-be-using-smartphones-in-2016.html>
- Dalseg, E. (2014, August 31). *Slik er de nye støvsugerreglene*. (K. Brubæk, Red.) Hentet April 23, 2015 fra Dinside.no: <http://www.dinside.no/930140/slik-er-de-nye-stovsugerreglene>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation : Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Ewing, A. (2013, April 29). *Nokia Betting on \$20 Handset as It Loses Ground on iPhone*. (Bloomberg.com) Hentet Januar 21, 2015 fra  
<http://www.bloomberg.com/news/2013-04-28/nokia-betting-on-20-handset-as-it-loses-ground-on-iphone.html>
- Fardal, A. (2007). IFRS og norske regnskapsregler. *Magma*, 2007(3).
- Finans Norge: Nibor. (u.d.). Hentet April 30, 2015

- Finansdepartementet: NOU 2003: 6. (2003, Februar 27). *Hva koster det? — Bedre budsjettering og regnskapsføring i staten*. Hentet fra Regjeringen.no: <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/nou-2003-06/id118580/?docId=NOU200320030006000DDDEPIS&q=&navchap=1&ch=6>
- Fredriksen, A. W. (2014, Juni 24). *Opera gjør storkjøp i USA*. Hentet fra e24: <http://e24.no/digital/opera-software/opera-gjoer-storkjoep-i-usa/23238947>
- Gjerde, Ø. m. (2008). The value-relevance of adopting IFRS: Evidence from 145 NGAAP restatements. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 17, ss. 92-112.
- Hein, J. (2003). *Likviditet og knapphet i det norske statsobligasjonsmarkedet*. Norges Bank.
- IASB. (2013). *International Financial Reporting Standards: IAS 34*. London, United Kingdom: IFRS Foundation Publications Department.
- Investopedia.com: TTM. (u.d.). *Trailing Twelve Months - TTM*. Hentet Mai 19, 2015 fra Investopedia.com: <http://www.investopedia.com/terms/t/ttm.asp>
- Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2009). *Fundamentals of Strategy* (2. utg.). Rotolito Lombarda, Italia: Pearson Education Limited.
- Jones, G. (2004). *Organizational Theory, Design and Change* (6. utg.). USA: Pearson Education, Inc.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). *Verdivurdering - Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (1. utg.). Oslo: Revisorforeningen.
- Knivsflå, K. H. (2014). Forelesningsnotater: Uvisse i verdierstatimatet og "some topics in valuation". Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2014). *Justering av målefeil*. Bergen: Norges handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2014). *Målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2014). *Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2014). *Rekneskapsanalyse ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Koetsier, J. (2014, Mars 18). *Opera Mediaworks looking to buy hundreds of millions of dollars of mobile ad companies*. Hentet fra Venturebeat: <http://venturebeat.com/2014/03/18/opera-mediaworks-looking-to-buy-hundreds-of-millions-of-dollars-of-mobile-ad-companies/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (1990). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies* (5. utg.). Hoboken, New Jersey, USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Kotler, P. (2005). *Markedsføringsledelse* (3. utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk.

- Lardinois, F. (2014, Januar 6). *Techcrunch.com*. Hentet Januar 21, 2015 fra <http://techcrunch.com/2014/01/06/opera-signs-up-samsung-for-its-smart-tv-apps-store/>
- Lillegård, H. (2013, Mai 2). *Norsk nisjeprodukt blir offer for EU-byråkrati*. (J. A. Markussen, Red.) Hentet April 23, 2015 fra <http://www.dagbladet.no/2013/05/02/nyheter/kjolehjørner/eu/nve/forbud/26957278/>
- Lorch-Falck, S. (2015, April 21). *Russland- og valutasmell gir kuttrunde i Opera*. (P. Valebrokk, Red.) Hentet April 23, 2015 fra E24.no: <http://e24.no/digital/russland-og-valutasmell-gir-kuttrunde-i-opera/23438418>
- Moody's Corporation. (u.d.). Hentet Mai 21, 2015 fra [moody.com](https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx): <https://www.moody.com/Pages/amr002002.aspx>
- Net Applications. (2014, Desember). *Net Applications*. Hentet fra Market Share Reports: Mobile/Tablet Browser Market Share: <http://netmarketshare.com/>
- Net Applications: Desktop Browser Market Share. (2014, Desember). Hentet fra Net Applications: <http://netmarketshare.com/>
- Norges Bank: Bond markets and bond yields in Norway. (u.d.). Hentet Mai 18, 2015 fra Norges Bank: [http://www.norges-bank.no/Upload/HMS/bond\\_markets/p1\\_c4.xlsx](http://www.norges-bank.no/Upload/HMS/bond_markets/p1_c4.xlsx)
- Norges Bank: Kort oversikt over bankens historie. (u.d.). Hentet Mai 25, 2015 fra Norges Bank: <http://www.norges-bank.no/Om-Norges-Bank/Historie/Noregs-Banks-historie/>
- Norges Bank: Rentestatistikk. (u.d.). Hentet Mai 18, 2015 fra Norges Bank: [http://www.norges-bank.no/WebDAV/stat/no/renter/v2/renter\\_mnd\\_ukoplet.xls](http://www.norges-bank.no/WebDAV/stat/no/renter/v2/renter_mnd_ukoplet.xls)
- Norges Bank: Valutakurs for amerikanske dollar (USD). (u.d.). Hentet Mai 25, 2015 fra Valuta: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/USD/>
- NTB. (2012, Oktober 9). *Luksusboom i Kinas middelklasse*. (P. Valebrokk, Red.) Hentet April 23, 2015 fra E24.no: <http://e24.no/utenriks/luksusboom-i-kinas-middelklasse/20284171>
- Olje- og energidepartementet: Tradisjonelle glødepærer fases ut. (2009, August 28). Hentet April 23, 2015 fra [Regjeringen.no](https://www.regjeringen.no): <https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/tradisjonelle-glodeparer-fases-ut-/id574759/>
- Opera Mediaworks: Technology. (u.d.). Hentet Januar 13, 2015 fra Opera Mediaworks: <http://operamediaworks.com/technology.html#serving>
- Opera Software ASA. (u.d.). [operasoftware.com](http://operasoftware.com).
- Opera Software ASA: 3Q2014. (2014). *Quarterly Report 3Q2014*. Oslo.
- Opera Software ASA: A change in the State of the Mobile Web report. (u.d.). Hentet April 2014 fra Opera Software ASA: <http://www.operasoftware.com/smw/2014-04>
- Opera Software ASA: Annual Report. (2013). Oslo.

- Opera Software ASA: Insider. (u.d.). Hentet Januar 22, 2015 fra Opera Software ASA:  
<http://www.operasoftware.com/company/jobs/insider>
- Opera Software ASA: Joint Venture. (2011, Mars 10). *Opera Software ASA*. Hentet Mars 24, 2015 fra Opera and Telling Telecom establish joint venture to grow the mobile Web in China: <http://www.operasoftware.com/press/releases/mobile/opera-and-telling-telecom-establish-joint-venture-to-grow-the-mobile-web-in-china>
- Opera Software ASA: Prospectus. (2014, Juni 27). *Opera Software ASA*. Hentet fra Prospectus Opera Software:  
<http://www.operasoftware.com/content/download/5511/204400/version/2/file/Opera-prospectus.pdf>
- Oslo Børs: OPERA. (2015). *Oslo Børs*. Hentet Januar 14, 2015 fra  
[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_\\_ticker=OPERA](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=OPERA)
- Oslo børs: Opera Software. (u.d.). Hentet Februar 24, 2015 fra Oslo børs:  
[http://www.oslobors.no/ob/servlets/excel?type=history&columns=DATE%2C+CLOSE\\_CA%2C+BID\\_CA%2C+ASK\\_CA%2C+HIGH\\_CA%2C+LOW\\_CA%2C+TURNOVER\\_TOTAL%2C+VOLUME\\_TOTAL\\_CA%2C+TRADES\\_COUNT%2C+TRADES\\_COUNT\\_TOTAL%2C+VWAP&format\[DATE\]=ddd.mm.YY&format\[CLOSE\\_CA\]=%23%2C%23%23](http://www.oslobors.no/ob/servlets/excel?type=history&columns=DATE%2C+CLOSE_CA%2C+BID_CA%2C+ASK_CA%2C+HIGH_CA%2C+LOW_CA%2C+TURNOVER_TOTAL%2C+VOLUME_TOTAL_CA%2C+TRADES_COUNT%2C+TRADES_COUNT_TOTAL%2C+VWAP&format[DATE]=ddd.mm.YY&format[CLOSE_CA]=%23%2C%23%23)
- Oslo børs: Opera Software ASA. (u.d.). Hentet Mai 20, 2015 fra Oslo børs:  
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OPERA.OSE/overview>
- O'Tool, J. (2014, Februar 28). *CNN Money*. Hentet Januar 21, 2015 fra  
<http://money.cnn.com/2014/02/28/technology/mobile/mobile-apps-internet/>
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2013). *Business Analysis and Valuation - IFRS Edition* (3. utg.). Cheriton House, Hampshire, United Kingdom: Cengage Learning EMEA.
- Penman, S. H. (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. utg.). Singapore: McGraw-Hill.
- Skyfire.com. (u.d.). Hentet Januar 21, 2015 fra <http://www.skyfire.com/mobile-video-optimization>
- Slette-meås, D. (2014, Mars 23). *Bruk av smarttelefon og nettbrett i den norske befolkningen*. Hentet Mai 21, 2015 fra Statens institutt for forbruksforskning:  
[http://www.sifo.no/files/file79632\\_prosjektnotat\\_2-2014\\_web.pdf](http://www.sifo.no/files/file79632_prosjektnotat_2-2014_web.pdf)
- Standard & Poor's: Default Study. (u.d.). *2011 Annual U.S. Corporate Default Study And Rating Transitions*. Hentet Mai 27, 2015 fra Standard & Poor's:  
<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245331026864>
- Standard & Poor's: Guide. (2014, Juli). *Guide to Credit Rating Essentials*. Hentet Mai 21, 2015 fra [spratings.com](http://spratings.com):  
[https://media.ratings.standardandpoors.com/documents/SPRS\\_Understanding-Ratings\\_GRE.pdf](https://media.ratings.standardandpoors.com/documents/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf)

- Sweeney, R. J. (2006, September 1). Mean Reversion in G-10 Nominal Exchange Rates. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, ss. 685-708.
- TDN Finans. (2014, August 21). *Microsoft-avtale for Opera Mini*. Hentet fra Dagens Næringsliv AS: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/08/21/0936/Opera-Software/microsoftavtale-for-opera-mini>
- Tobiassen, M. (2015, Mars 27). *Etterlyser regulering av nettvarer*. Hentet April 16, 2015 fra DN.no: <http://www.dn.no/etterBors/2015/03/27/2149/Reklame/etterlyser-regulering-av-nettvarer>
- Transmode: Transmode in Brief. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Transmode: <http://www.transmode.com/en/about-transmode/company-overview>
- Verdipapirforskriften. (2007). *Forskrift til verdipapirhandelloven av 1. november 2007. 19.02.2015*. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2007-06-29-876?q=verdipapirforskriften>. Hentet fra Forskrift til verdipapirhandelloven.
- Vizrt: About us. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Vizrt: <http://www.vizrt.com/company/>
- Wikipedia: Asprio. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Wikipedia: <http://no.wikipedia.org/wiki/Asprio>
- Wikipedia: Basware. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Wikipedia: <http://en.wikipedia.org/wiki/Basware>
- Wikipedia: Google Chrome. (u.d.). Hentet Januar 20, 2015 fra Wikipedia: [http://en.wikipedia.org/wiki/Google\\_Chrome](http://en.wikipedia.org/wiki/Google_Chrome)
- Wikipedia: Kapitalstruktur. (2012, Juli 26). Hentet Mai 20, 2015 fra Wikipedia: <http://no.wikipedia.org/wiki/Kapitalstruktur>
- Wikipedia: Original equipment manufacturer. (u.d.). Hentet Januar 20, 2015 fra Wikipedia: [http://no.wikipedia.org/wiki/Original\\_equipment\\_manufacturer](http://no.wikipedia.org/wiki/Original_equipment_manufacturer)
- Wikipedia: Software development kit. (u.d.). Hentet Januar 13, 2015 fra Wikipedia: [http://en.wikipedia.org/wiki/Software\\_development\\_kit](http://en.wikipedia.org/wiki/Software_development_kit)
- Wikipedia: Transmode. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Wikipedia: <http://en.wikipedia.org/wiki/Transmode>
- Wikipedia: Vizrt. (u.d.). Hentet Mai 26, 2015 fra Wikipedia: <http://no.wikipedia.org/wiki/Vizrt>
- Yahoo finance: OSEBX.OL. (u.d.). Hentet Mai 18, 2015 fra Yahoo finance: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=OSEBX.OL&a=0&b=3&c=1983&d=4&e=18&f=2015&g=d&z=66&y=0>
- Zolfagharifard, E. (2014, November 21). *Mail Online*. Hentet Januar 21, 2015 fra <http://www.dailymail.co.uk/sciencetech/article-2844227/Mobiles-tablets-replaced-TV-People-spend-THREE-hours-day-mobile-devices.html>

## Vedleggsliste

- Vedlegg 01: Mulighets- og trusselmatrise;135
- Vedlegg 02: Sjekkliste;137
- Vedlegg 03: Resultatregnskap Opera Software ASA;138
- Vedlegg 04: Resultatregnskap bransje;140
- Vedlegg 05: Konsernbalanse Opera Software ASA;142
- Vedlegg 06: «Trailing» av resultatregnskap Opera Software ASA 2014T;144
- Vedlegg 07: «Trailing» av resultatregnskap - bransje;145
- Vedlegg 08: Omgruppert resultatregnskap - bransje;146
- Vedlegg 09: «Trailing» av balanse - Opera Software ASA;147
- Vedlegg 10: Omgruppert konsernbalanse – bransje;148
- Vedlegg 11: «Trailing» av kontantstrøm – bransje;149
- Vedlegg 12: Omgruppert kontantstrøm – bransje;149
- Vedlegg 13: Virkning av målefeil og justering – Opera Software ASA;149
- Vedlegg 14: Målefeil og justering - bransje;150
- Vedlegg 15: Justert resultatregnskap bransje;151
- Vedlegg 16: Justert balanse – bransje;152
- Vedlegg 17: Justert kontantstrøm – bransje;152
- Vedlegg 18: Risikoanalyse – Likviditet – bransje;153
- Vedlegg 19: Risikoanalyse – Soliditet – Opere Software ASA og bransje;153
- Vedlegg 20: Syntetisk rating Opera Software ASA og bransje;155
- Vedlegg 21: Regresjonsresultat egenkapitalbeta;156
- Vedlegg 22: Markedsrisikopremie;156
- Vedlegg 23: NOK/USD årlig kurs;158
- Vedlegg 24: Tradisjonell rentabilitetsanalyse: bransje;159
- Vedlegg 25: Marginfordel Opera Software ASA og bransje;159
- Vedlegg 26: Egenkapitalvekst;159
- Vedlegg 27: Driftsinntektsvekst;160
- Vedlegg 28: Omløpet til netto driftseiendeler;161
- Vedlegg 29: Netto driftsresultat;162
- Vedlegg 30: Finansiell gjeld – Opera Software ASA og bransje;162
- Vedlegg 31: Finansielle eiendeler;163
- Vedlegg 32: Netto finansiell gjeld;164
- Vedlegg 33: Fremtidig netto driftskrav;164
- Vedlegg 34: Fremtidig egenkapitalkrav;165
- Vedlegg 35: Fremtidig krav til netto finansiell gjeld;165
- Vedlegg 36: Fremtidig krav til sysselsattkapital;166
- Vedlegg 37: Fundamentalverdi vurdering – Egenkapital-metoden: EK-metoden;167
- Vedlegg 38: Fundamentalverdi vurdering – Egenkapital-metoden: DEK-metoden;170
- Vedlegg 39: Fundamentalverdi vurdering – Selskaps-metoden: NDK-metode;173
- Vedlegg 40: Fundamentalverdi vurdering – Selskaps-metoden: SSK-metode;176
- Vedlegg 41: Forutsetninger for sensitivitetsanalyse;179
- Vedlegg 42: Usikkerhet;181
- Vedlegg 43: Konkurransrisiko;183
- Vedlegg 44: Sensitivitetsanalyse;184

## Vedlegg 1: Mulighets- og trusselmatrise

### Mulighetsmatrise

		Sannsynlighet for å lykkes	
		Høy	Lav
Attraktivitet	Høy	1, 2, 3, 6	4, 5
	Lav		

1. Utvikle nettleser for kinesisk marked
2. Skyløsning for nettoperatører
3. Mobilannonser
4. Oppkjøpsmuligheter
5. Programvare for smart-TV'er
6. «Nettvarder»

### Trusselmatrise

		Sannsynlighet for å inntreffe	
		Høy	Lav
Grad av alvor	Høy	1	6
	Lav	2, 4, 5	3

1. Andre annonseleverandører
2. Mange brukere på gamle plattformer
3. Avhengig av å ha en viss brukermasse
4. Miljøhensyn
5. Økonomiske kriser
6. Nye store nettlekere

Kilde: (Kotler, 2005)



## Vedlegg 2: Sjekkliste

<b>Sjekkliste</b>								
En analyse av Opera Software ASA								
<b>Ytelse</b>						<b>Betydning</b>		
Stor Syrke	Mindre Syrke	Nøytral	Mindre svakhhet	Stor svakhhet		Stor	Middels	Liten
<b>Markedsføring</b>								
	X						X	
1 Bedriftens omdømme				X				X
2 Markedsandel - desktop			X			X		
3 Markedsandel - mobil	X					X		
4 Markedsandel - mobilannonser								
3 Kundetilfredshet						X		
4 Produktkvalitet		X				X		
5 Kundelojalitet						X		
7 Tjenestekvalitet			X					X
8 Distribusjon		X					X	
10 Geografisk dekning		X				X		
<b>Økonomi</b>								
10 Kostnader						X		
11 Likviditet	X						X	
12 Økonomisk stabilitet				X				X
13 Børsnotert selskap			X					X
14 Mye goodwill		X					X	
<b>Produksjon</b>								
13 Dyktige og engasjerte ansatte						X		
14 Teknisk produksjonsdyktighet						X		
15 Innovasjon		X				X		
16 «Up to date»			X			X		
17 Tilgjengelighet		X					X	
<b>Organisasjon</b>								
16 Visjonære og dyktige ledere						X		
17 Entreprenørånd			X			X		
18 Fleksibel eller tilpasningsdyktig		X				X		
19 Internasjonalt			X				X	

Kilde: (Kotler, 2005)

### Vedlegg 3: Resultatregnskap Opera Software ASA

(i hele tusen)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Operator revenue	29 948	34 663	47 400	41 700	62 200	67 300
+ Mobile OEM revenue	21 292	14 173	12 000	-	-	-
+ Device OEM revenue	19 388	22 027	27 500	28 200	18 300	24 700
+ Desktop revenue	32 025	41 322	53 800	67 500	60 900	62 200
+ Mobile consumers	-	-	6 100	19 500	37 900	52 900
+ Mobile publishers and advertisers	-	5 293	10 800	54 100	119 000	272 900
+ Other revenue	3 462	854	2 200	4 900	1 700	800
<b>= Total revenue</b>	<b>106 116</b>	<b>118 332</b>	<b>159 800</b>	<b>215 900</b>	<b>300 000</b>	<b>480 800</b>
- Cost of goods sold	166	53	3 500	24 900	58 200	137 800
- Personnel expenses	69 884	70 433	79 600	94 700	108 500	155 000
- Depreciation and amortization	2 298	3 913	6 200	9 700	20 800	65 900
- Other operating expenses	24 321	26 114	32 300	36 400	50 800	81 500
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>9 448</b>	<b>17 820</b>	<b>38 200</b>	<b>50 200</b>	<b>61 700</b>	<b>40 600</b>
- Andre unormale kostnader	-	5 913	1 700	12 800	2 600	3 200
<b>= Driftsresultat</b>	<b>9 448</b>	<b>11 907</b>	<b>36 500</b>	<b>37 400</b>	<b>59 100</b>	<b>37 400</b>
+ Interest income	1 848	1 739	1 400	1 300	2 100	2 908
+ Other financial income	9 975	1 728	4 500	1 800	15 900	21 800
- Interest expenses	110	2	-	100	4 200	4 308
- Interest exp. related to VAT case	-	406	300	-	-	-
- Interest exp. related to contingent considerat	-	1 577	1 500	7 700	17 100	18 600
+ FX gains/losses related to contingent considerat	-	-124	-	1 400	-6 300	-31 700
+ Valuta	-	-	-	-	-	-
+ Other FX gains/losses, net	-	-	-	-	-	-
+ Revaluation of contingent consideration	-	-2 501	600	200	28 700	-31 800
- Other financial expenses	13 413	2 579	3 300	5 100	7 800	5 900
+ Share of the profit/loss of associates accounted for using the equity method	-	-	-700	-3 700	-3 200	-10 300
+ Netto resultat tilknyttede selskap - normal	-	-	-	-	-	-
+ Netto resultat tilknyttede selskap - unormal	-	-	-	-	-	-
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>7 747</b>	<b>8 186</b>	<b>37 200</b>	<b>25 500</b>	<b>67 200</b>	<b>-40 500</b>
- Normal skatt	2 360	4 106	11 800	8 600	12 100	18 000
- Unormal skatt	-	-	-	-	-5 000	-
<b>= Resultat før minoritet</b>	<b>5 388</b>	<b>4 079</b>	<b>25 400</b>	<b>16 900</b>	<b>60 100</b>	<b>-58 500</b>
+ Nettoresultat diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-
<b>= Årsresultat</b>	<b>5 388</b>	<b>4 079</b>	<b>25 400</b>	<b>16 900</b>	<b>60 100</b>	<b>-58 500</b>
+ Andre driftsrelaterte resultatenelement	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatenelement	-416	458	-2 400	4 400	-200	3 700
<b>= Totalresultat</b>	<b>4 972</b>	<b>4 538</b>	<b>23 000</b>	<b>21 300</b>	<b>59 900</b>	<b>-54 800</b>
--> Foreslått utbytte	3 249	4 000	4 000	4 400	5 200	-



## Vedlegg 4: Resultatregnskap bransje

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Operator revenue	29 948	34 663	47 400	41 700	62 200	67 300
+ Mobile OEM revenue	21 292	14 173	12 000	-	-	-
+ Device OEM revenue	19 388	22 027	27 500	28 200	18 300	24 700
+ Desktop revenue	32 025	41 322	53 800	67 500	60 900	62 200
+ Mobile consumers	-	-	6 100	19 500	37 900	52 900
+ Mobile publishers and advertisers	-	5 293	10 800	54 100	119 000	272 900
+ Net sales	22 952	27 184	25 508	35 667	38 150	38 813
+ License sales	34 221	32 988	27 009	23 006	20 158	17 207
+ Professional services	44 909	43 696	46 900	40 310	41 470	33 907
+ Customer support	-	-	-	55 429	60 006	54 017
+ Maintenance	42 868	44 459	44 224	-	-	-
+ Automation services	11 477	16 610	21 283	31 268	48 477	49 876
+ Sale of goods	74 585	97 332	126 022	147 600	148 224	111 371
+ Sale of services	4 457	5 469	6 413	7 551	9 895	7 681
+ Software licenses	48 445	63 745	77 070	71 582	79 313	91 608
+ Contract revenue	12 121	14 066	12 721	10 923	9 096	10 558
+ Maintenance and services	25 038	27 802	35 551	33 630	34 003	39 367
+ Other revenue	6 217	2 416	5 309	5 696	5 409	1 848
<b>= Total revenue</b>	<b>429 944</b>	<b>493 246</b>	<b>585 610</b>	<b>673 663</b>	<b>792 500</b>	<b>936 253</b>
- Cost of goods sold	69 130	85 086	112 026	159 653	203 150	264 552
- Personnel expenses	168 214	172 900	184 870	207 008	240 584	277 055
- Depreciation and amortization	22 751	30 201	17 272	26 351	38 798	76 532
- Other operating expenses	147 541	164 223	182 537	190 135	217 019	246 204
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>22 308</b>	<b>40 837</b>	<b>88 906</b>	<b>90 516</b>	<b>92 949</b>	<b>71 911</b>
- Andre unormale kostnader	-	5 913	1 700	12 800	2 600	3 200
<b>= Driftsresultat</b>	<b>22 308</b>	<b>34 924</b>	<b>87 206</b>	<b>77 716</b>	<b>90 349</b>	<b>68 711</b>
+ Interest income	3 276	2 684	3 542	3 415	3 798	4 315
+ Other financial income	8 853	3 077	4 506	2 067	17 056	23 089
- Interest expenses	641	221	381	224	4 756	4 797
- Interest exp. related to VAT case	-	406	300	-	-	-
- Interest exp. related to contingent considerat	-	1 577	1 500	7 700	17 100	18 600
- FX gains/losses related to contingent considerat	-	-124	-	1 400	-6 300	-31 700
+ Valuta	-54	-1 675	681	-325	-1 713	-1 024
+ Other FX gains/losses, net	-	-	-	-	-	-
+ Revaluation of contingent consideration	-	-2 501	600	-1 185	28 700	-31 800
- Other financial expenses	13 837	3 086	3 858	5 628	8 872	7 163
+ Share of the profit/loss of associates accounted for using the equity method	-	-	-700	-3 700	-3 200	-10 300
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - normal	-	-33	-339	-192	-	-
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - unormal	-	-	-	-	-1 315	-
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>19 906</b>	<b>31 061</b>	<b>89 456</b>	<b>65 644</b>	<b>96 646</b>	<b>-9 269</b>
- Normal skatt	8 152	14 967	24 295	24 167	26 174	32 562
- Unormal skatt	-4 169	-644	-91	-1 233	-3 659	-
<b>= Resultat før minoritet</b>	<b>15 923</b>	<b>16 739</b>	<b>65 251</b>	<b>42 710</b>	<b>74 131</b>	<b>-41 831</b>
+ Nettoresultat diskontinuerlig virksomhet	36	-1 671	2 706	-15 170	-3 221	-611
- Netto minoritetsresultat	-	-279	-78	-	-	-
<b>= Årsresultat</b>	<b>15 960</b>	<b>15 347</b>	<b>68 035</b>	<b>27 540</b>	<b>70 911</b>	<b>-42 443</b>
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-	-	-	-	-	-
+ Andre finansielle resultatelement	10 257	4 694	-5 050	8 368	-3 745	-3 772
<b>= Totalresultat</b>	<b>26 217</b>	<b>20 041</b>	<b>62 985</b>	<b>35 908</b>	<b>67 166</b>	<b>-46 215</b>
--> Foreslått utbytte	38 187	14 929	27 325	48 325	35 427	-



## Vedlegg 5: Konsernbalanse Opera Software ASA Assets

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Non-current assets</b>						
Intangible assets						
Goodwill	2 842	19 620	27 200	70 300	149 500	318 400
+ Other intangible assets	297	3 458	4 700	12 500	46 600	116 500
<b>= Total intangible assets</b>	<b>3 139</b>	<b>23 078</b>	<b>31 900</b>	<b>82 800</b>	<b>196 100</b>	<b>434 900</b>
Property, plant and equipment						
Office machinery, equipment etc.	7 417	9 540	12 800	15 800	15 400	20 500
<b>= Total property plant and equipment</b>	<b>7 417</b>	<b>9 540</b>	<b>12 800</b>	<b>15 800</b>	<b>15 400</b>	<b>20 500</b>
Financial assets and deferred tax assets						
Deferred tax assets	6 460	4 805	800	3 800	23 600	25 900
+ Investment in other shares	-	64	1 600	2 100	100	-
+ Other investments and deposits	2 737	2 874	2 900	3 600	4 900	2 000
<b>= Total financial assets and deferred tax assets</b>	<b>9 197</b>	<b>7 743</b>	<b>5 300</b>	<b>9 500</b>	<b>28 600</b>	<b>27 900</b>
<b>= Total non-current assets</b>	<b>19 753</b>	<b>40 362</b>	<b>50 000</b>	<b>108 100</b>	<b>240 100</b>	<b>483 300</b>
<b>Current assets</b>						
Trade and other receivables						
Accounts receivable	11 365	20 694	14 400	35 200	61 500	150 800
+ Unbilled revenue	10 182	11 012	15 200	26 700	32 400	-
+ Other receivables	6 257	4 221	4 400	12 400	35 600	35 900
<b>= Total trade and other receivables</b>	<b>27 803</b>	<b>35 927</b>	<b>34 000</b>	<b>74 300</b>	<b>129 500</b>	<b>186 700</b>
<b>= Cash and cash equivalents</b>	<b>94 601</b>	<b>86 644</b>	<b>83 100</b>	<b>57 200</b>	<b>163 400</b>	<b>138 200</b>
<b>= Total current assets</b>	<b>122 404</b>	<b>122 571</b>	<b>117 100</b>	<b>131 500</b>	<b>292 900</b>	<b>324 900</b>
<b>= Total assets</b>	<b>142 157</b>	<b>162 933</b>	<b>167 100</b>	<b>239 600</b>	<b>533 000</b>	<b>808 200</b>

## Shareholders equity and liabilities

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Equity</b>						
Paid in capital						
Share capital	410	407	400	400	400	400
+ Share premium reserve	79 130	78 035	76 200	81 900	184 200	258 200
+ Other reserves	7 577	10 354	12 400	17 000	18 900	23 500
<b>= Total paid in capital</b>	<b>87 117</b>	<b>88 796</b>	<b>89 000</b>	<b>99 300</b>	<b>203 500</b>	<b>282 100</b>
Retained earnings						
Other equity	17 255	17 334	28 500	44 400	110 400	85 300
<b>= Total retained earnings</b>	<b>17 255</b>	<b>17 334</b>	<b>28 500</b>	<b>44 400</b>	<b>110 400</b>	<b>85 300</b>
<b>= Total equity</b>	<b>104 372</b>	<b>106 130</b>	<b>117 500</b>	<b>143 700</b>	<b>313 900</b>	<b>367 400</b>
<b>Liabilities</b>						
Non-current liabilities						
Finance lease liabilities						1 400
+ Other long-term liabilities					60 100	60 100
+ Provisions	-	6 735	1 700	26 100	14 800	140 500
<b>= Total non-current liabilities</b>	<b>-</b>	<b>6 735</b>	<b>1 700</b>	<b>26 100</b>	<b>74 900</b>	<b>202 000</b>
Current liabilities						
Finance lease liabilities	-	-	-	-	-	1 300
+ Accounts payable	1 620	4 312	4 000	19 600	22 200	46 100
+ Taxes payable	888	776	3 300	7 700	20 200	11 400
+ Social security, VAT and other taxation payabl	3 704	5 011	5 000	5 900	9 800	9 900
+ Deferred revenue	-	-	14 500	11 200	17 900	9 000
+ Option liability	-	-	-	100	-	300
+ Other short-term liabilities	30 186	32 638	13 400	22 400	29 100	61 000
+ Provisions	1 476	7 326	7 700	2 700	44 900	99 800
<b>= Total current liabilities</b>	<b>37 874</b>	<b>50 063</b>	<b>47 900</b>	<b>69 600</b>	<b>144 100</b>	<b>238 800</b>
<b>= Total liabilities</b>	<b>37 874</b>	<b>56 798</b>	<b>49 600</b>	<b>95 700</b>	<b>219 000</b>	<b>440 800</b>
<b>= Total equity and liabilities</b>	<b>142 246</b>	<b>162 927</b>	<b>167 100</b>	<b>239 400</b>	<b>532 900</b>	<b>808 200</b>

## Vedlegg 6: «Trailing» av resultatregnskap Opera Software ASA 2014T

(i hele tusen)								
	2014		2013				2014T	Vekst i %
	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1-Q3	Justering	u/vekst	Vekst	m/vekst	
Operator revenue	53 300	62 200	45 700		69 800	2 744	72 544	16,6302 %
+ Mobile OEM revenue	-	-	-		-	-	-	0,0000 %
+ Device OEM revenue	17 200	18 300	15 000		20 500	484	20 984	14,6667 %
+ Desktop revenue	49 800	60 900	45 500		65 200	1 455	66 655	9,4505 %
+ Mobile consumers	35 800	37 900	26 900		46 800	3 639	50 439	33,0855 %
+ Mobile publishers and advertisers	169 700	119 000	75 900		212 800	53 265	266 065	123,5837 %
+ Other revenue	600	1 700	1 600		700	-63	638	-62,5000 %
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>326 400</b>	<b>300 000</b>	<b>210 600</b>		<b>415 800</b>	<b>61 525</b>	<b>477 325</b>	
- Vare- og trafikkostnader	83 400	58 200	37 500	-	104 100	25 337	129 437	122,4000 %
- Lønnskostnader	111 500	108 500	78 000	-	142 000	13 099	155 099	42,9487 %
- Avskrivninger	23 600	20 800	14 500	-	29 900	3 954	33 854	62,7586 %
- Andre driftskostnader	55 700	50 800	35 500	-	71 000	8 706	79 706	56,9014 %
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>52 200</b>	<b>61 700</b>	<b>45 100</b>		<b>68 800</b>	<b>10 429</b>	<b>79 229</b>	
- Andre unormale kostnader	3 200	2 600	1 500	-1 100	3 200	-	3 200	
<b>= Driftsresultat</b>	<b>49 000</b>	<b>59 100</b>	<b>43 600</b>	<b>1 100</b>	<b>65 600</b>	<b>10 429</b>	<b>76 029</b>	
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - normal	-	-	-	-	-	-	-	
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - unormal	-	-	-	-409	-409	-	-409	
+ Finansinntekter - normal	1 608	2 100	1 200	-364	2 144	-	2 144	
- Finanskostnader - normal	2 308	4 200	1 900	-1 531	3 077	-	3 077	
+ Unormalt finansresultat	-31 900	10 200	-20 000	-30 200	-31 900	-	-31 900	
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>16 400</b>	<b>67 200</b>	<b>22 900</b>	<b>-27 933</b>	<b>32 767</b>	<b>10 429</b>	<b>43 196</b>	
- Normal skatt	18 400	12 100	11 800	4 476	23 176	4 776	27 952	
- Unormal skatt	-2 000	-5 000	-	5 000	-2 000	-	-2 000	
<b>= Resultat før minoritet</b>	<b>-</b>	<b>60 100</b>	<b>11 100</b>	<b>-37 410</b>	<b>11 590</b>	<b>5 653</b>	<b>17 243</b>	
Nettoresultat diskontinuerlig virksomhet	-	-	-	-	-	-	-	
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	
<b>= Årsresultat</b>	<b>-</b>	<b>60 100</b>	<b>11 100</b>	<b>-37 410</b>	<b>11 590</b>	<b>5 653</b>	<b>17 243</b>	
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-	-	-	-	-	-	-	
+ Andre finansielle resultatelement	-4 800	-200	-	200	-4 800	-	-4 800	
<b>= Totalresultat</b>	<b>-4 800</b>	<b>59 900</b>	<b>11 100</b>	<b>-37 210</b>	<b>6 790</b>	<b>5 653</b>	<b>12 443</b>	
Foreslått utbytte	-	4 400	-		4 400	732	5 132	16,6302 %



## Vedlegg 7: «Trailing» av resultatregnskap - bransje

(i hele tusen)

	2014		2013				2014	
	Q1-Q3	Q1-Q4	Q1-Q3	Justering	u/vekst	Vekst	m/vekst	Vekst i %
Operator revenue	53 300	62 200	45 700		69 800	2 744	72 544	16,6302 %
+ Mobile OEM revenue	-	-	-		-	-	-	0,0000 %
+ Device OEM revenue	17 200	18 300	15 000		20 500	484	20 984	14,6667 %
+ Desktop revenue	49 800	60 900	45 500		65 200	1 455	66 655	9,4505 %
+ Mobile consumers	35 800	37 900	26 900		46 800	3 639	50 439	33,0855 %
+ Mobile publishers and advertisers	169 700	119 000	75 900		212 800	53 265	266 065	123,5837 %
+ Net sales	29 281	38 150	27 510		39 921	685	40 606	6,4383 %
+ License sales	11 691	20 158	14 315		17 534	-1 071	16 463	-18,3338 %
+ Professional services	24 657	41 470	30 617		35 509	-2 113	33 397	-19,4668 %
+ Customer support	40 189	60 006	44 824		55 372	-1 570	53 802	-10,3392 %
+ Maintainance	-	-	-		-	-	-	0,0000 %
+ Automation services	36 385	48 477	34 777		50 085	634	50 719	4,6255 %
+ Sale of goods	80 559	148 224	116 388		112 394	-9 800	102 594	-30,7844 %
+ Sale of services	5 761	9 895	7 421		8 234	-554	7 681	-22,3763 %
+ Software licenses	67 031	79 313	56 707		89 637	4 116	93 753	18,2060 %
+ Contract revenue	8 035	9 096	6 775		10 356	432	10 787	18,5954 %
+ Maintainance and services	30 238	34 003	25 606		38 635	1 519	40 154	18,0898 %
+ Other revenue	1 356	5 409	4 688		2 077	-512	1 565	-71,0689 %
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>660 983</b>	<b>792 500</b>	<b>578 628</b>		<b>874 855</b>	<b>53 353</b>	<b>928 208</b>	
- Vare- og trafikkostnader	176 995	203 150	147 393	-	232 753	11 198	243 951	20,0839 %
- Lønnskostnader	200 804	240 584	176 287	-	265 101	8 942	274 044	13,9077 %
- Avskrivninger	31 661	38 798	24 591	-	45 868	4 085	49 953	28,7515 %
- Andre driftskostnader	176 534	217 019	157 177	-	236 376	7 370	243 746	12,3151 %
<b>= Driftsresultat før unormale kostnader</b>	<b>74 989</b>	<b>92 949</b>	<b>73 181</b>	<b>-</b>	<b>94 757</b>	<b>21 758</b>	<b>116 515</b>	
- Andre unormale kostnader	3 200	2 600	1 500	-1 100	3 200	-	3 200	
<b>= Driftsresultat</b>	<b>71 789</b>	<b>90 349</b>	<b>71 681</b>	<b>1 100</b>	<b>91 557</b>	<b>21 758</b>	<b>113 315</b>	
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - normal	-	-	-	-	-	-	-	
+ Nettoresultat tilknyttede selskap - unormal	-	-1 315	-23	883	-409	-	-409	
+ Finansinntekter - normal	2 642	3 798	2 437	-480	3 522	-	3 522	
- Finanskostnader - normal	2 674	4 756	2 317	-1 548	3 565	-	3 565	
+ Unormalt finansresultat	-32 236	8 571	-21 518	-30 090	-32 236	-	-32 236	
<b>= Resultat før skatt</b>	<b>39 521</b>	<b>97 961</b>	<b>50 283</b>	<b>-27 922</b>	<b>59 278</b>	<b>21 758</b>	<b>81 036</b>	
- Normal skatt	28 553	25 032	25 409	2 556	30 731	9 849	40 581	
- Unormal skatt	-2 000	-2 517	-1 889	629	-2 000	-	-2 000	
<b>= Resultat før minoritet</b>	<b>12 968</b>	<b>75 446</b>	<b>26 762</b>	<b>-31 106</b>	<b>30 547</b>	<b>11 908</b>	<b>42 455</b>	
+ Nettoresultat diskontinuerlig virksomhet	-611	-3 221	-2 947	273	-611	-	-611	
- Netto minoritetsresultat	-	-	-	-	-	-	-	
<b>= Årsresultat</b>	<b>12 357</b>	<b>72 226</b>	<b>23 815</b>	<b>-30 833</b>	<b>29 935</b>	<b>11 908</b>	<b>41 844</b>	
+ Andre driftsrelaterte resultatelement	-	-	-	-	-	-	-	
+ Andre finansielle resultatelement	-6 213	-3 745	-2 682	1 063	-6 213	-	-6 213	
<b>= Totalresultat</b>	<b>6 144</b>	<b>68 481</b>	<b>21 133</b>	<b>-29 770</b>	<b>23 722</b>	<b>11 908</b>	<b>35 631</b>	
Foreslått utbytte	-	48 325	-	-	48 325	-9 774	38 551	-20,2258 %

## Vedlegg 8: Omgruppert resultatregnskap - bransje

(i hele tusen)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
<b>Driftsinntekter</b>	<b>429 944</b>	<b>493 246</b>	<b>585 610</b>	<b>673 663</b>	<b>792 500</b>	<b>936 253</b>	<b>928 208</b>
- Vare- og trafikkostnader	69 130	85 086	112 026	159 653	203 150	264 552	243 951
- Lønnskostnader	168 214	172 900	184 870	207 008	240 584	277 055	274 044
- Avskrivninger	22 751	30 201	17 272	26 351	38 798	76 532	49 953
- Andre driftskostnader	147 541	164 223	182 537	190 135	217 019	246 204	243 746
<b>= Driftsresultat før skatt</b>	<b>22 308</b>	<b>40 837</b>	<b>88 906</b>	<b>90 516</b>	<b>92 949</b>	<b>71 911</b>	<b>116 515</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	6 961	12 742	27 741	28 243	29 002	22 438	36 355
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>15 348</b>	<b>28 095</b>	<b>61 165</b>	<b>62 273</b>	<b>63 946</b>	<b>49 473</b>	<b>80 159</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomhet	0	-33	-339	-192	0	0	0
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>15 348</b>	<b>28 062</b>	<b>60 826</b>	<b>62 081</b>	<b>63 946</b>	<b>49 473</b>	<b>80 159</b>
+ Netto finansinntekt	2 359	1 932	2 550	2 459	2 734	3 150	2 571
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>17 706</b>	<b>29 994</b>	<b>63 376</b>	<b>64 540</b>	<b>66 681</b>	<b>52 623</b>	<b>82 730</b>
- Netto finanskostnad	462	159	275	161	3 424	3 502	2 602
- Netto minoritetsresultat	-	-279	-78	-	-	-	-
<b>= Netto resultat til egenkapital</b>	<b>17 245</b>	<b>30 113</b>	<b>63 179</b>	<b>64 379</b>	<b>63 257</b>	<b>49 121</b>	<b>80 128</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	1 992	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
+ Unormalt netto finansresultat	6 666	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>25 903</b>	<b>19 550</b>	<b>58 084</b>	<b>44 721</b>	<b>73 318</b>	<b>-81 223</b>	<b>-16 305</b>
- Netto betalt utbytte	6 621	31 068	-22 400	2 864	-66 743	-139 334	-117 472
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>19 281</b>	<b>-11 518</b>	<b>80 484</b>	<b>41 858</b>	<b>140 060</b>	<b>58 110</b>	<b>101 167</b>
Foreslått utbytte	38 187	14 929	27 325	48 325	35 427	5 200	38 551
Fullstendig nettoresultat	25 903	19 550	58 084	44 721	73 318	-81 223	-16 305
- Unormalt netto driftsresultat	1 992	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
- Unormalt netto finansresultat	6 666	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
<b>= Nettoresultat til EK (Normal)</b>	<b>17 245</b>	<b>30 113</b>	<b>63 179</b>	<b>64 379</b>	<b>63 257</b>	<b>49 121</b>	<b>80 128</b>

## Vedlegg 9: «Trailing» av balanse - Opera Software ASA

## Shareholders equity and liabilities

	Q3 2014	Q4 2014	2014T
<b>Equity</b>			
Paid in capital			
Share capital	400	400	400
+ Share premium reserve	297 100	258 200	297 100
+ Other reserves	24 000	23 500	24 000
= <b>Total paid in capital</b>	<b>321 500</b>	<b>282 100</b>	<b>321 500</b>
Retained earnings			
Other equity	87 700	85 300	87 700
= <b>Total retained earnings</b>	<b>87 700</b>	<b>85 300</b>	<b>87 700</b>
= <b>Total equity</b>	<b>409 200</b>	<b>367 400</b>	<b>409 200</b>
<b>Liabilities</b>			
<b>Non-current liabilities</b>			
Finance lease liabilities	1 700	1 400	1 700
+ Other long-term liabilities	60 100	60 100	60 100
+ Provisions	109 900	140 500	109 900
= <b>Total non-current liabilities</b>	<b>171 700</b>	<b>202 000</b>	<b>171 700</b>
<b>Current liabilities</b>			
Current portion of finance lease liabilities	1 400	1 300	1 400
+ Accounts payable	56 800	46 100	56 800
+ Taxes payable	18 600	11 400	18 600
+ Social security, VAT and other taxation payabl	9 900	9 900	9 900
+ Deferred revenue	16 200	9 000	16 200
+ Option liability	400	300	400
+ Other short-term liabilities	52 200	61 000	52 200
+ Provisions	96 800	99 800	96 800
= <b>Total current liabilities</b>	<b>252 300</b>	<b>238 800</b>	<b>252 300</b>
= <b>Total liabilities</b>	<b>424 000</b>	<b>440 800</b>	<b>424 000</b>
= <b>Total equity and liabilities</b>	<b>833 200</b>	<b>808 200</b>	<b>833 200</b>

## Assets

(i hele tusen)	Q3 2014	Q4 2014	2014T
<b>Non-current assets</b>			
<b>Intangible assets</b>			
Goodwill	348 000	318 400	348 000
+ Other intangible assets	115 900	116 500	115 900
= <b>Total intangible assets</b>	<b>463 900</b>	<b>434 900</b>	<b>463 900</b>
<b>Property, plant and equipment</b>			
Office machinery, equipment etc.	17 100	20 500	17 100
= <b>Total property plant and equipment</b>	<b>17 100</b>	<b>20 500</b>	<b>17 100</b>
<b>Financial assets and deferred tax assets</b>			
Deferred tax assets	21 000	25 900	21 000
+ Investment in other shares			
+ Other investments and deposits	3 200	2 000	3 200
= <b>Total financial assets and deferred tax assets</b>	<b>24 200</b>	<b>27 900</b>	<b>24 200</b>
= <b>Total non-current assets</b>	<b>505 200</b>	<b>483 300</b>	<b>505 200</b>
<b>Current assets</b>			
<b>Trade and other receivables</b>			
Accounts receivable	108 100	150 800	108 100
+ Unbilled revenue	37 100		37 100
+ Other receivables	37 600	35 900	37 600
= <b>Total trade and other receivables</b>	<b>182 800</b>	<b>186 700</b>	<b>182 800</b>
= <b>Cash and cash equivalents</b>	<b>145 300</b>	<b>138 200</b>	<b>145 300</b>
= <b>Total current assets</b>	<b>328 100</b>	<b>324 900</b>	<b>328 100</b>
= <b>Total assets</b>	<b>833 300</b>	<b>808 200</b>	<b>833 300</b>

## Vedlegg 10: Omgruppert konsernbalanse – bransje

(i hele tusen)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsrelaterte anleggsmidler	206 259	200 584	214 818	280 707	428 931	664 986	691 373
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	131 838	148 924	153 433	199 283	265 361	339 220	300 378
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>338 097</b>	<b>349 509</b>	<b>368 251</b>	<b>479 990</b>	<b>694 292</b>	<b>1 004 206</b>	<b>991 751</b>
Finansielle anleggsmidler	675	227	222	449	867	801	772
+ Finansielle omløpsmidler	212 110	204 936	263 205	255 551	319 707	278 412	317 000
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>212 785</b>	<b>205 163</b>	<b>263 428</b>	<b>256 000</b>	<b>320 574</b>	<b>279 214</b>	<b>317 771</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>550 882</b>	<b>554 672</b>	<b>631 679</b>	<b>735 990</b>	<b>1 014 866</b>	<b>1 283 420</b>	<b>1 309 522</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>402 018</b>	<b>390 500</b>	<b>470 984</b>	<b>512 842</b>	<b>652 903</b>	<b>711 013</b>	<b>754 070</b>
Minoritetsinteresser	-	-15	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	11 921	15 300	9 222	37 319	28 205	162 659	226 794
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	123 723	144 095	150 589	171 744	260 637	343 576	262 300
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>135 644</b>	<b>159 395</b>	<b>159 810</b>	<b>209 063</b>	<b>288 843</b>	<b>506 235</b>	<b>489 094</b>
Langsiktig finansiell gjeld	5 303	43	678	11 371	67 015	62 124	62 124
+ Kortsiktig finansiell gjeld	8 003	4 744	204	2 515	6 005	4 047	4 134
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>13 306</b>	<b>4 786</b>	<b>882</b>	<b>13 885</b>	<b>73 019</b>	<b>66 171</b>	<b>66 258</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>550 968</b>	<b>554 681</b>	<b>631 677</b>	<b>735 790</b>	<b>1 014 765</b>	<b>1 283 418</b>	<b>1 309 422</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>							
1) SSK = EK + MI + FG	415 324	395 272	471 867	526 727	725 922	777 183	820 328
2) SSK = SSE = (DE - DG) + FG = NDE + FDE	415 238	395 277	471 868	526 927	726 023	777 184	820 428
3) SSK = TK-DG = E - DG	415 324	395 286	471 867	526 727	725 922	777 183	820 328
<b>Netto driftseiendeler</b>							
NDE = DE - DG	202 453	190 114	208 441	270 928	405 449	497 971	502 657
<b>Netto anleggsmidler</b>							
NAM = DAM - LDG	194 338	185 284	205 596	243 388	400 726	502 326	464 579
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>							
DAK = DOM - KDG	8 115	4 829	2 844	27 539	4 723	-4 356	38 077

### Vedlegg 11: «Trailing» av kontantstrøm – bransje

(i hele tusen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Netto driftsresultat	28 062	60 826	62 081	63 946	49 473	80 159
+ Unormalt netto driftsresultat	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
- Endring i netto driftseiendeler	-12 339	18 327	62 487	134 521	92 522	97 207
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>28 664</b>	<b>41 323</b>	<b>-6 682</b>	<b>-61 235</b>	<b>-98 965</b>	<b>-88 261</b>
+ Netto finansinntekt	1 932	2 550	2 459	2 734	3 150	2 571
+ Unormalt netto finansinntekt	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
- Endring i finansielle eiendeler	-7 622	58 264	-7 428	64 574	-41 360	-2 803
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>39 392</b>	<b>-18 310</b>	<b>-10 177</b>	<b>-122 354</b>	<b>-128 883</b>	<b>-108 107</b>
- Netto finanskostnad	159	275	161	3 424	3 502	2 602
+ Endring i finansiell gjeld	-8 520	-3 904	13 003	59 134	-6 849	-6 761
- Netto minoritetsresultat	-279	-78	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	-15	15	-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>30 977</b>	<b>-22 396</b>	<b>2 665</b>	<b>-66 644</b>	<b>-139 233</b>	<b>-117 471</b>

### Vedlegg 12: Omgruppert kontantstrøm – bransje

(i hele tusen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Netto driftsresultat	28 062	60 826	62 081	63 946	49 473	80 159
+ Unormalt netto driftsresultat	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
- Endring i netto driftseiendeler	-12 339	18 327	62 487	134 521	92 522	97 207
<b>= Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>28 664</b>	<b>41 323</b>	<b>-6 682</b>	<b>-61 235</b>	<b>-98 965</b>	<b>-88 261</b>
- Netto finanskostnad	159	275	161	3 424	3 502	2 602
+ Endring i netto finansiell gjeld	-8 520	-3 904	13 003	59 134	-6 849	-6 761
- Netto minoritetsresultat	-279	-78	-	-	-	-
+ Endring i minoritetsinteresser	-15	15	-	-	-	-
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>	<b>20 249</b>	<b>37 237</b>	<b>6 160</b>	<b>-5 525</b>	<b>-109 316</b>	<b>-97 625</b>
- Netto betalt utbytte	31 068	-22 400	2 864	-66 743	-139 334	-117 472
<b>= Fri kontantstrøm til finansiell investering</b>	<b>-10 819</b>	<b>59 638</b>	<b>3 296</b>	<b>61 218</b>	<b>30 017</b>	<b>19 847</b>
+ Netto finansinntekt	1 932	2 550	2 459	2 734	3 150	2 571
+ Unormalt netto finansresultat	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
<b>= Kontantstrøm til finansiell investering</b>	<b>-7 713</b>	<b>58 268</b>	<b>-7 627</b>	<b>64 673</b>	<b>-41 260</b>	<b>-2 802</b>
+ Inngående finansielle eiendeler	212 785	205 163	263 428	256 000	320 574	320 574
<b>= Utgående finansielle eiendeler</b>	<b>205 072</b>	<b>263 432</b>	<b>255 801</b>	<b>320 673</b>	<b>279 314</b>	<b>317 773</b>

### Vedlegg 13: Virkning av målefeil og justering – Opera Software ASA

(i hele tusen)

	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2014T
Balanseføring av utgifter til FOU	6 204	8 125	41 500	45 900	39 300	56 143	56 179
- Avskrivning FOU-kapital	6 204	6 204	8 236	18 611	25 432	33 706	33 706
+ Balanseføring av utgifter til markedsføring	1 675	2 116	3 100	4 700	7 600	12 193	11 925
- Avskrivning på merkevarekapital	1 675	2 094	1 675	3 398	2 898	4 379	4 379
<b>= Virkning på driftsresultat egen virksomhet</b>	<b>-</b>	<b>1 943</b>	<b>34 689</b>	<b>28 591</b>	<b>18 570</b>	<b>30 250</b>	<b>30 018</b>
- Endring i utsatt skatt p.g.a. balanseføring FOU	-	612	10 594	8 691	4 417	7 146	7 157
- Endring i utsatt skatt p.g.a. balanseføring mark	-	7	454	415	1 498	2 489	2 403
<b>= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenk</b>	<b>-</b>	<b>1 324</b>	<b>23 641</b>	<b>19 486</b>	<b>12 656</b>	<b>20 616</b>	<b>20 458</b>
Virkning på balanseføring av FOU	24 818	26 739	60 003	87 292	101 160	123 596	123 632
+ Virkning på balanseføring av markedsføring	6 701	6 723	8 148	9 450	14 152	21 966	21 697
<b>= Virkning på driftseiendeler</b>	<b>31 518</b>	<b>33 462</b>	<b>68 150</b>	<b>96 742</b>	<b>115 311</b>	<b>145 562</b>	<b>145 329</b>
- Utsatt skatt ved balansef. av utgifter til FOU	7 904	8 516	19 110	27 801	32 217	39 363	39 374
- Utsatt skatt ved balansef. av utgifter til mark	2 134	2 141	2 595	3 009	4 507	6 996	6 910
<b>= Virkning på netto driftseiendeler</b>	<b>21 480</b>	<b>22 805</b>	<b>46 446</b>	<b>65 932</b>	<b>78 587</b>	<b>99 204</b>	<b>99 045</b>
<b>= Virkning på sysselsatte eiendeler</b>	<b>21 480</b>	<b>22 805</b>	<b>46 446</b>	<b>65 932</b>	<b>78 587</b>	<b>99 204</b>	<b>99 045</b>
<b>Virkning på egenkapital</b>	<b>21 480</b>	<b>22 805</b>	<b>46 446</b>	<b>65 932</b>	<b>78 587</b>	<b>99 204</b>	<b>99 045</b>
<b>Virkning på sysselsatt kapital</b>	<b>21 480</b>	<b>22 805</b>	<b>46 446</b>	<b>65 932</b>	<b>78 587</b>	<b>99 204</b>	<b>99 045</b>

## Vedlegg 14: Målefeil og justering - bransje

### Forskning og utvikling

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Utgifter til FOU	54 131	60 442	108 190	110 659	111 401	127 589	126 243
Inngående FOU-Kapital	216 525	216 525	222 836	261 785	276 155	304 200	304 200
+ Balanseføring av utgifter til FOU	54 131	60 442	108 190	110 659	111 401	127 589	126 243
- Avskrivninger	54 131	54 131	69 242	96 289	83 356	97 673	97 673
<b>= Utgående FOU - kapital</b>	<b>216 525</b>	<b>222 836</b>	<b>261 785</b>	<b>276 155</b>	<b>304 200</b>	<b>334 115</b>	<b>332 769</b>
Virkning på driftseiendeler	216 525	222 836	261 785	276 155	304 200	334 115	332 769
- Virkning på utsatt skatt	67 561	69 530	81 683	86 167	94 918	104 252	103 832
<b>= Virkning på EK</b>	<b>148 964</b>	<b>153 306</b>	<b>180 101</b>	<b>189 988</b>	<b>209 282</b>	<b>229 863</b>	<b>228 937</b>
Tilbakeføring av FOU utgifter	54 131	60 442	108 190	110 659	111 401	127 589	126 243
- Avskrivning på FOU-kapital	54 131	54 131	69 242	96 289	83 356	97 673	97 673
- Endring på utsatt skatt	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Virkning på netto driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>6 311</b>	<b>38 948</b>	<b>14 370</b>	<b>28 045</b>	<b>29 915</b>	<b>28 570</b>
+ Virkning på driftsskatt	-	1 969	12 153	4 484	8 751	9 334	8 914
<b>= Virkning på netto driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>4 342</b>	<b>26 795</b>	<b>9 886</b>	<b>19 294</b>	<b>20 581</b>	<b>19 655</b>

### Goodwill

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Utgifter til markedsføring og liknende	7 998	9 185	11 155	13 157	17 074	19 370	19 177
Inngående merkevarekapital	31 991	31 991	31 179	34 336	32 411	39 111	39 111
+ Balanseføring av markedsføring	7 998	9 185	11 155	13 157	17 074	19 370	19 177
- Avskrivninger	7 998	9 997	7 998	15 082	10 374	12 643	12 643
<b>= Utgående merkevarekapital</b>	<b>31 991</b>	<b>31 179</b>	<b>34 336</b>	<b>32 411</b>	<b>39 111</b>	<b>45 838</b>	<b>45 645</b>
<b>= Virkning på driftseiendeler</b>	<b>31 991</b>	<b>31 179</b>	<b>34 336</b>	<b>32 411</b>	<b>39 111</b>	<b>45 838</b>	<b>45 645</b>
- Virkning på utsatt skatt	10 189	9 930	10 935	10 322	12 456	14 598	14 537
<b>= Virkning på egenkapital</b>	<b>21 803</b>	<b>21 249</b>	<b>23 401</b>	<b>22 089</b>	<b>26 655</b>	<b>31 240</b>	<b>31 108</b>
Tilbakeføring av goodwill og liknende	7 998	9 185	11 155	13 157	17 074	19 370	19 177
- Avskrivning på merkevarekapital	7 998	9 997	7 998	15 082	10 374	12 643	12 643
<b>= Virkning på driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>-812</b>	<b>3 157</b>	<b>-1 925</b>	<b>6 700</b>	<b>6 727</b>	<b>6 534</b>
- Virkning på driftsskatt	-	-259	1 005	-613	2 134	2 142	2 081
<b>= Virkning på netto driftsresultat</b>	<b>-</b>	<b>-554</b>	<b>2 151</b>	<b>-1 312</b>	<b>4 566</b>	<b>4 585</b>	<b>4 453</b>

### Virkning på resultat og balanse

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Balanseføring av utgifter til FOU	54 131	60 442	108 190	110 659	111 401	127 589	126 243
- Avskrivning FOU-kapital	54 131	54 131	69 242	96 289	83 356	97 673	97 673
+ Balanseføring av utgifter til markedsføring	7 998	9 185	11 155	13 157	17 074	19 370	19 177
- Avskrivning på merkevarekapital	7 998	9 997	7 998	15 082	10 374	12 643	12 643
<b>= Virkning på driftsresultat egen virksomhet</b>	<b>-</b>	<b>5 499</b>	<b>42 105</b>	<b>12 445</b>	<b>34 745</b>	<b>36 643</b>	<b>35 103</b>
- Endring i utsatt skatt pga balanseføring FOU	-	1 969	12 153	4 484	8 751	9 334	8 914
- Endring i utsatt skatt pga balanseføring merke	-	-259	1 005	-613	2 134	2 142	2 081
<b>= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenk</b>	<b>-</b>	<b>3 788</b>	<b>28 947</b>	<b>8 574</b>	<b>23 861</b>	<b>25 166</b>	<b>24 108</b>
Virkning på balanseføring av FOU	216 525	222 836	261 785	276 155	304 200	334 115	332 769
+ Virkning på balanseføring av markedsføring	31 991	31 179	34 336	32 411	39 111	45 838	45 645
<b>= Virkning på driftseiendeler</b>	<b>248 516</b>	<b>254 015</b>	<b>296 120</b>	<b>308 566</b>	<b>343 311</b>	<b>379 953</b>	<b>378 414</b>
- Utsatt skatt ved balansef. av utgifter til FOU	67 561	69 530	81 683	86 167	94 918	104 252	103 832
- Utsatt skatt ved balansef. av utgifter til merke	10 189	9 930	10 935	10 322	12 456	14 598	14 537
<b>= Virkning på netto driftseiendeler</b>	<b>170 767</b>	<b>174 555</b>	<b>203 502</b>	<b>212 076</b>	<b>235 937</b>	<b>261 103</b>	<b>260 045</b>
<b>= Virkning på sysselsatte eiendeler</b>	<b>170 767</b>	<b>174 555</b>	<b>203 502</b>	<b>212 076</b>	<b>235 937</b>	<b>261 103</b>	<b>260 045</b>
<b>Virkning på egenkapital</b>	<b>170 767</b>	<b>174 555</b>	<b>203 502</b>	<b>212 076</b>	<b>235 937</b>	<b>261 103</b>	<b>260 045</b>
<b>Virkning på sysselsatt kapital</b>	<b>170 767</b>	<b>174 555</b>	<b>203 502</b>	<b>212 076</b>	<b>235 937</b>	<b>261 103</b>	<b>260 045</b>

## Vedlegg 15: Justert resultatregnskap bransje

(i hele tusen)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
<b>Driftsinntekter</b>	<b>429 944</b>	<b>493 246</b>	<b>585 610</b>	<b>673 663</b>	<b>792 500</b>	<b>936 253</b>	<b>928 208</b>
- Vare- og trafikkostnader	69 130	85 086	112 026	159 653	203 150	264 552	243 951
- Lønnskostnader	146 010	143 274	119 770	132 308	170 084	195 868	193 739
- Avskrivninger	84 880	94 329	94 512	137 723	132 528	186 848	160 269
- Andre driftskostnader	107 616	124 221	128 292	141 018	159 045	180 433	178 631
<b>= Driftsresultat før skatt</b>	<b>22 308</b>	<b>46 336</b>	<b>131 011</b>	<b>102 961</b>	<b>127 694</b>	<b>108 553</b>	<b>151 618</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	6 961	14 453	40 899	32 114	39 887	33 915	47 351
<b>= Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>15 348</b>	<b>31 883</b>	<b>90 112</b>	<b>70 847</b>	<b>87 807</b>	<b>74 638</b>	<b>104 267</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomhet	0	-33	-339	-192	0	0	0
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>15 348</b>	<b>31 850</b>	<b>89 773</b>	<b>70 655</b>	<b>87 807</b>	<b>74 638</b>	<b>104 267</b>
+ Netto finansinntekt	2 359	1 932	2 550	2 459	2 734	3 150	2 571
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>17 706</b>	<b>33 782</b>	<b>92 323</b>	<b>73 114</b>	<b>90 541</b>	<b>77 789</b>	<b>106 838</b>
- Netto finanskostnad	462	159	275	161	3 424	3 502	2 602
- Netto minoritetsresultat	-	-279	-78	-	-	-	-
<b>= Netto resultat til egenkapital</b>	<b>17 245</b>	<b>33 902</b>	<b>92 126</b>	<b>72 953</b>	<b>87 117</b>	<b>74 287</b>	<b>104 236</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	1 992	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
+ Unormalt netto finansresultat	6 666	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>25 903</b>	<b>23 339</b>	<b>87 031</b>	<b>53 296</b>	<b>97 179</b>	<b>-56 058</b>	<b>7 803</b>
- Netto betalt utbytte	6 621	31 068	-22 400	2 864	-66 743	-139 334	-117 472
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>19 281</b>	<b>-7 730</b>	<b>109 431</b>	<b>50 432</b>	<b>163 921</b>	<b>83 276</b>	<b>125 275</b>
<b>Foreslått utbytte</b>	<b>38 187</b>	<b>14 929</b>	<b>27 325</b>	<b>48 325</b>	<b>35 427</b>	<b>5 200</b>	<b>38 551</b>
Fullstendig nettoresultat	25 903	23 339	87 031	53 296	97 179	-56 058	7 803
- Unormalt netto driftsresultat	1 992	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213
- Unormalt netto finansresultat	6 666	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220
<b>= Nettoresultat til EK (Normal)</b>	<b>17 245</b>	<b>30 113</b>	<b>63 179</b>	<b>64 379</b>	<b>63 257</b>	<b>49 121</b>	<b>80 128</b>

## Vedlegg 16: Justert balanse – bransje

(i hele tusen)							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsrelaterte anleggsmidler	454 776	454 600	510 939	589 273	772 242	1 044 939	1 069 787
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	131 838	148 924	153 433	199 283	265 361	339 220	300 378
<b>= Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>586 614</b>	<b>603 524</b>	<b>664 371</b>	<b>788 556</b>	<b>1 037 603</b>	<b>1 384 159</b>	<b>1 370 165</b>
Finansielle anleggsmidler	675	227	222	449	867	801	772
+ Finansielle omløpsmidler	212 110	204 936	263 205	255 551	319 707	278 412	317 000
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>212 785</b>	<b>205 163</b>	<b>263 428</b>	<b>256 000</b>	<b>320 574</b>	<b>279 214</b>	<b>317 771</b>
<b>Totale eiendeler</b>	<b>799 399</b>	<b>808 687</b>	<b>927 799</b>	<b>1 044 556</b>	<b>1 358 177</b>	<b>1 663 373</b>	<b>1 687 936</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>572 785</b>	<b>565 055</b>	<b>674 486</b>	<b>724 919</b>	<b>888 840</b>	<b>972 116</b>	<b>1 014 115</b>
Minoritetsinteresser	-	-15	-	-	-	-	-
Langsiktig driftsrelatert gjeld	89 671	94 760	101 840	133 808	135 579	281 510	345 163
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	123 723	144 095	150 589	171 744	260 637	343 576	262 300
<b>= Driftsrelatert gjeld</b>	<b>213 394</b>	<b>238 855</b>	<b>252 429</b>	<b>305 552</b>	<b>396 216</b>	<b>625 086</b>	<b>607 463</b>
Langsiktig finansiell gjeld	5 303	43	678	11 371	67 015	62 124	62 124
+ Kortsiktig finansiell gjeld	8 003	4 744	204	2 515	6 005	4 047	4 134
<b>= Finansiell gjeld</b>	<b>13 306</b>	<b>4 786</b>	<b>882</b>	<b>13 885</b>	<b>73 019</b>	<b>66 171</b>	<b>66 258</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>799 485</b>	<b>808 697</b>	<b>927 798</b>	<b>1 044 356</b>	<b>1 358 075</b>	<b>1 663 372</b>	<b>1 687 836</b>

Syssestatt kapital								
1) SSK = EK + MI + FG	586 091	569 827	675 369	738 804	961 859	1 038 286	1 080 373	
2) SSK = SSE = (DE - DG) + FG = NDE + FDE	586 005	569 832	675 370	739 004	961 960	1 038 287	1 080 473	
3) SSK = TK-DG = E - DG	586 091	569 842	675 369	738 804	961 859	1 038 286	1 080 373	
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>NDE = DE - DG</b>	<b>373 220</b>	<b>364 669</b>	<b>411 943</b>	<b>483 004</b>	<b>641 386</b>	<b>759 074</b>	<b>762 702</b>
<b>Netto anleggsmidler</b>	<b>NAM = DAM - LDG</b>	<b>365 105</b>	<b>359 840</b>	<b>409 098</b>	<b>455 465</b>	<b>636 663</b>	<b>763 429</b>	<b>724 624</b>
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>DAK = DOM - KDG</b>	<b>8 115</b>	<b>4 829</b>	<b>2 844</b>	<b>27 539</b>	<b>4 723</b>	<b>-4 356</b>	<b>38 077</b>

## Vedlegg 17: Justert kontantstrøm – bransje

(i hele tusen)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	
Netto driftsresultat	31 850	89 773	70 655	87 807	74 638	104 267	
+ Unormalt netto driftsresultat	-11 737	-1 176	-6 276	9 340	-55 917	-71 213	
- Endring i netto driftseiendeler	-8 551	47 274	71 062	158 382	117 687	121 316	
<b>= Fri kontantstrøm drift</b>	<b>28 664</b>	<b>41 323</b>	<b>-6 682</b>	<b>-61 235</b>	<b>-98 965</b>	<b>-88 261</b>	
+ Netto finansinntekt	1 932	2 550	2 459	2 734	3 150	2 571	
+ Unormal netto finansinntekt	1 174	-3 920	-13 382	721	-74 428	-25 220	
- Endring i finansielle eiendeler	-7 622	58 264	-7 428	64 574	-41 360	-2 803	
<b>= Fri kontantstrøm til syssestatt kapital</b>	<b>39 392</b>	<b>-18 310</b>	<b>-10 177</b>	<b>-122 354</b>	<b>-128 883</b>	<b>-108 107</b>	
- Netto finanskostnad	159	275	161	3 424	3 502	2 602	
+ Endring i finansiell gjeld	-8 520	-3 904	13 003	59 134	-6 849	-6 761	
- Netto minoritetsresultat	-279	-78	-	-	-	-	
+ Endring i minoritetsinteresser	-15	15	-	-	-	-	
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>30 977</b>	<b>-22 396</b>	<b>2 665</b>	<b>-66 644</b>	<b>-139 233</b>	<b>-117 471</b>	



## Vedlegg 18: Risikoanalyse – Likviditet – bransje

### Likviditetsgrad 1 (Kortsiktig gjeldsdekning):

#### Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsrelatert likviditetsgrad 1	1,0656	1,0335	1,0189	1,1604	1,0181	0,9873	1,1452
x Vekt KDG i forhold til KG	0,9392	0,9681	0,9986	0,9856	0,9775	0,9884	0,9845
+ Likviditetsgrad 2	1,6102	1,3769	1,7455	1,4665	1,1990	0,8009	1,1898
= Likviditetsgrad 1	2,6111	2,3775	2,7630	2,6101	2,1942	1,7767	2,3172

Tidsvektet snitt	
Bransje	
Rapportert	Trallet
1,0429	1,0469
0,9821	0,9844
1,2733	1,2523
2,2976	2,2828

### Finansiell gjeldsdekning i balansen:

#### Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Kortsiktig gjeldsdekning	26,5054	43,2035	1287,4682	101,6196	53,2439	68,8016	76,6809
x Vekt KFG i forhold til FG	0,6014	0,9911	0,2317	0,1811	0,0822	0,0612	0,0624
+ Langsiktig gjeldsdekning	0,1272	5,3131	0,3282	0,0395	0,0129	0,0129	0,0124
x Vekt LFG i forhold til FG	0,3986	0,0089	0,7683	0,8189	0,9178	0,9388	0,9376
= Finansiell gjeldsdekningsgrad	15,9919	42,8650	298,5219	18,4367	4,3903	4,2196	4,7960

Tidsvektet snitt	
Bransje	
Rapportert	Trallet
249,6011	252,1099
0,2360	0,2090
0,6013	0,5955
0,7640	0,7910
59,3646	53,1735

### Finansiell gjeldsdekning i resultatet:

#### Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Finansiell gjeldsdekningsgrad	38,3621	211,9603	336,2053	453,9906	26,4418	22,2129	41,0541

Tidsvektet snitt	
Bransje	
Rapportert	Trallet
176,5067	181,2170

### Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm:

#### Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Gjeldsdekningsgrad FKS		4,5387	-4,3821	0,7925	2,1963	-12,4514	-11,5452

Tidsvektet snitt	
Bransje	
Rapportert	Trallet
-3,2313	-2,9594

## Vedlegg 19: Risikoanalyse – Soliditet – Opore Software ASA og bransje

### Egenkapitalprosent:

#### Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
= Egenkapitalprosent (ekp)	0,7164	0,6987	0,7270	0,6941	0,6545	0,5844	0,6008

Tidsvektet snitt	
Bransje	
Rapportert	Trallet
0,6633	0,6674

## Netto driftsrentabilitet:

Bransje

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
								Bransje	
								Rapportert	Trallet
= Netto driftsrentabilitet (ndr)		0,0902	0,2616	0,1714	0,1609	0,1126	0,1714	0,1509	0,1656

## Finansieringsmatrise:

Opera Software ASA

2014

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	466 604	-	162 258	-	-	-	628 862
FAM	-	-	-	-	-	-	-
DOM	-	-	26 000	60 100	100 600	-	186 700
FOM	-	-	-	-	138 200	-	138 200
TK	466 604	-	188 258	60 100	238 800	-	953 762

2014T

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	508 245	-	142 284	-	-	-	650 529
FAM	-	-	-	-	-	-	-
DOM	-	-	112 400	60 100	10 300	-	182 800
FOM	-	-	-	-	145 300	-	145 300
TK	508 245	-	254 684	60 100	155 600	-	978 629

Bransje

2014

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	972 116	-	72 823	-	-	-	1 044 939
FAM	-	-	801	-	-	-	801
DOM	-	-	207 885	62 124	69 211	-	339 220
FOM	-	-	-	-	274 364	4 047	278 411
TK	972 116	-	281 510	62 124	343 576	4 047	1 663 372

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	0,9303	-	0,0697	-	-	-	0,6282
FAM	-	-	-	-	-	-	0,0005
DOM	-	-	0,6128	0,1831	0,2040	-	0,2039
FOM	-	-	-	-	0,9855	0,0145	0,1674
TK	0,5844	-	0,1692	0,0373	0,2066	0,0024	1,0000

2014T

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	1 014 115	-	55 672	-	-	-	1 069 787
FAM	-	-	772	-	-	-	772
DOM	-	-	288 719	11 658	-	-	300 378
FOM	-	-	-	50 465	262 300	4 134	316 900
TK	1 014 115	-	345 163	62 124	262 300	4 134	1 687 836

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	Totalt
DAM	0,9480	-	0,0520	-	-	-	0,6338
FAM	-	-	-	-	-	-	0,0005
DOM	-	-	0,9612	0,0388	-	-	0,1780
FOM	-	-	-	0,1592	0,8277	0,0130	0,1878
TK	0,6008	-	0,2045	0,0368	0,1554	0,0024	1,0000

## Sammenlikning

2014

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM						
FAM						
DOM						
FOM						

2014T

Tall	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM						
FAM						
DOM						
FOM						

Opera:		Bransje:		Overlapp:	
--------	--	----------	--	-----------	--

## Vedlegg 20: Syntetisk rating Opera Software ASA og bransje

## Rating-tabell

	lg1	rdg	ekp	ndr
AAA	11,6000	16,9000	0,9400	0,3500
	8,9000	11,6000	0,8950	0,3080
AA	6,2000	6,3000	0,8500	0,2660
	4,6000	4,8250	0,7550	0,2160
A	3,0000	3,3500	0,6600	0,1660
	2,3500	2,7550	0,5500	0,1310
BBB	1,7000	2,1600	0,4400	0,0960
	1,4500	1,6900	0,3800	0,0820
BB	1,2000	1,2200	0,3200	0,0680
	1,0500	1,0600	0,2700	0,0540
B	0,9000	0,9000	0,2200	0,0400
	0,7500	0,4850	0,1750	0,0260
CCC	0,6000	0,0700	0,1300	0,0120
	0,5500	-0,3450	0,1050	-0,0020
CC	0,5000	-0,7600	0,0800	-0,0160
	0,4500	-1,1700	0,0300	-0,0300
C	0,4000	-1,5800	-0,0200	-0,0440
	0,3500	-1,9950	-0,1000	-0,0580
D	0,3000	-2,4100	-0,1800	-0,0720

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trailing
lg1	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	A
rdg	AAA	AAA	AAA	A	A	A	AAA	AAA
ekp	A	A	A	A	A	A	A	A
ndr	BBB	AA	A	A	BBB	A	A	A
Gjennomsnittsrating	A	A	A	BBB	BBB	BBB	A	A

## Vedlegg 21: Regresjonsresultat egenkapitalbeta

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,349881447
R-kvadrat	0,122417027
Justert R-kvadrat	0,107286286
Standardfeil	0,088234966
Observasjoner	60

### Variansanalyse

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,062988763	0,062988763	8,090616824	0,006137233
Residualer	58	0,451553733	0,007785409		
Totalt	59	0,514542496			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,020393402	0,011590119	1,759550658	0,083757517	-0,002806742	0,043593547	-0,002806742	0,043593547
Avkastning	0,720963666	0,253467664	2,84440096	0,006137233	0,213593012	1,228334321	0,213593012	1,228334321

## Vedlegg 22: Markedsrisikopremie

År	Avkastning			Glidende snitt	
	OSEBX	ST10	MRP	1983-2014	1995-2014
2014	0,058	0,03	0,032	0,043	0,041
2013	0,185	0,03	0,159	0,043	0,042
2012	0,154	0,02	0,133	0,040	0,035
2011	-0,129	0,03	-0,160	0,036	0,029
2010	0,153	0,04	0,118	0,043	0,041
2009	0,463	0,04	0,423	0,041	0,036
2008	-0,720	0,04	-0,764	0,026	0,009
2007	0,096	0,05	0,048	0,057	0,068
2006	0,281	0,04	0,241	0,058	0,070
2005	0,347	0,04	0,310	0,050	0,054
2004	0,317	0,04	0,273	0,038	0,028
2003	0,390	0,05	0,339	0,027	0,001
2002	-0,353	0,06	-0,417	0,011	-0,041
2001	-0,199	0,06	-0,261	0,034	0,013
2000	-0,012	0,06	-0,075	0,050	0,058
1999	0,349	0,06	0,294	0,057	0,085
1998	-0,289	0,05	-0,343	0,043	0,033
1997	0,298	0,06	0,239	0,068	0,158
1996	0,260	0,07	0,192	0,056	0,118
1995	0,118	0,07	0,044	0,046	0,044
1994	0,067	0,07	-0,008	0,046	
1993	0,488	0,07	0,419	0,051	
1992	-0,099	0,10	-0,195	0,014	
1991	-0,074	0,10	-0,174	0,037	
1990	-0,180	0,11	-0,287	0,064	
1989	0,454	0,11	0,346	0,114	
1988	0,315	0,13	0,186	0,075	
1987	-0,127	0,13	-0,260	0,053	
1986	-0,084	0,13	-0,217	0,131	
1985	0,255	0,13	0,126	0,247	
1984	0,212	0,13	0,086	0,308	
1983	0,661	0,13	0,529	0,529	

Kilde: (Yahoo finance: OSEBX.OL; Norges Bank: Bond markets and bond yields in Norway; Norges Bank: Rentestatistikk)

	2010	2011	2012	2013	2014
Risikofri rente	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025
- MRP					
1983 - 2014	0,043	0,036	0,040	0,043	0,043
1995 - 2014	0,041	0,029	0,035	0,042	0,041

Dato	År	Kurs	Avkastning	Glidende		Geome. Snt.	Diff.
				aritm. snt.			
02.01.2015	2014	579,36	0,0576	0,114		0,117	0,003
02.01.2014	2013	546,93	0,1851	0,116			
02.01.2013	2012	454,50	0,1544	0,114			
02.01.2012	2011	389,48	-0,1292	0,112			
03.01.2011	2010	443,21	0,1535	0,121			
04.01.2010	2009	380,15	0,4631	0,120			
02.01.2009	2008	239,24	-0,7196	0,107			
02.01.2008	2007	491,29	0,0957	0,140			
02.01.2007	2006	446,46	0,2814	0,141			
05.01.2006	2005	336,96	0,3473	0,135			
03.01.2005	2004	238,10	0,3167	0,126			
02.01.2004	2003	173,46	0,3897	0,117			
02.01.2003	2002	117,48	-0,3528	0,103			
01.01.2002	2001	167,18	-0,1990	0,127			
02.01.2001	2000	203,98	-0,0124	0,145			
03.01.2000	1999	206,52	0,3487	0,154			
04.01.1999	1998	145,72	-0,2895	0,142			
02.01.1998	1997	194,64	0,2981	0,171			
02.01.1997	1996	144,46	0,2598	0,162			
02.01.1996	1995	111,41	0,1181	0,154			
02.01.1995	1994	99,00	0,0666	0,157			
03.01.1994	1993	92,62	0,4877	0,166			
04.01.1993	1992	56,87	-0,0992	0,133			
02.01.1992	1991	62,80	-0,0739	0,159			
02.01.1991	1990	67,62	-0,1798	0,188			
02.01.1990	1989	80,94	0,4545	0,241			
02.01.1989	1988	51,38	0,3149	0,205			
04.01.1988	1987	37,50	-0,1270	0,183			
02.01.1987	1986	42,58	-0,0840	0,261			
02.01.1986	1985	46,31	0,2555	0,376			
02.01.1985	1984	35,87	0,2119	0,436			
02.01.1984	1983	29,02	0,6606	0,661			
03.01.1983		14,99					

### Vedlegg 23: NOK/USD årlig kurs

År	NOK/USD	For perioden	1983-2014	1995-2014
2014	6,30200	6,670	6,86959	6,75485
2013	5,87700			
2012	5,82100			
2011	5,60700			
2010	6,04500			
2009	6,28200			
2008	5,63600			
2007	5,86000			
2006	6,41800			
2005	6,44500			
2004	6,73700			
2003	7,08200			
2002	7,97000			
2001	8,98800			
2000	8,80600			
1999	7,80500			
1998	7,54600			
1997	7,07900			
1996	6,45400			
1995	6,33700			
1994	7,05200			
1993	7,10600			
1992	6,20600			
1991	6,48900			
1990	6,25400			
1989	6,90800			
1988	6,52600			
1987	6,73500			
1986	7,39700			
1985	8,58600			
1984	8,16900			
1983	7,30200			
1982	6,47300			
1981	5,74600			
1980	4,93900			
1979	5,06400			
1978	5,24200			
1977	5,32300			
1976	5,45600			
1975	5,22800			
1974	5,52600			
1973	5,75200			
1972	6,58900			
1971	7,01800			
1970	7,14300			
1969	7,15300			
1968	7,15000			
1967	7,15700			
1966	7,15300			
1965	7,15700			
1964	7,16100			
1963	7,15400			
1962	7,14000			
1961	7,14500			
1960	7,13600			

## Vedlegg 24: Tradisjonell rentabilitetsanalyse: bransje

### Bransje

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,4484	1,3524	0,5980	0,2464	0,1534	0,2335	0,4750	0,4990
+ Virkning av NFG	-0,1583	-0,5397	-0,2230	-0,0711	-0,0400	-0,0679	-0,1712	-0,1795
+ Virkning av MI	0,0000	-0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
= Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,2901	0,8126	0,3751	0,1753	0,1134	0,1656	0,3038	0,3194

## Vedlegg 25: Marginfordel Opera Software ASA og bransje

### “Common Size”-analyse

#### Opera

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt			
							Opera		Differanse	
							Rapportert	Traillet	Rapportert	Traillet
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000	0,0000
- Vare- og trafikkostnader	0,0004	0,0219	0,1153	0,1940	0,2866	0,2712	0,1609	0,1562	-0,0813	-0,0800
- Lønnskostnader	0,5265	0,2384	0,2260	0,2307	0,2056	0,2072	0,2530	0,2535	0,0376	0,0382
- Avskrivninger	0,1032	0,1008	0,1469	0,1638	0,2163	0,1507	0,1606	0,1410	-0,0253	-0,0369
- Andre driftskostnader	0,2028	0,1827	0,1468	0,1440	0,1441	0,1420	0,1563	0,1557	-0,0516	-0,0522
= Driftsresultat før skatt	0,1670	0,4561	0,3649	0,2676	0,1474	0,2289	0,2692	0,2937	0,1206	0,1309
- Driftsrelatert skattekostnad	0,0532	0,1453	0,1162	0,0852	0,0469	0,0729	0,0857	0,0935	0,0393	0,0427
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,1138	0,3109	0,2487	0,1824	0,1004	0,1560	0,1835	0,2001	0,0813	0,0882
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-	-	-	-	-	-	0,0000	0,0000	0,0002	0,0002
= Netto driftsresultat	0,1138	0,3109	0,2487	0,1824	0,1004	0,1560	0,1835	0,2001	0,0814	0,0883

#### Bransje

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
- Vare- og trafikkostnader	0,1725	0,1913	0,2370	0,2563	0,2826	0,2628	0,2422	0,2363
- Lønnskostnader	0,2905	0,2045	0,1964	0,2146	0,2092	0,2087	0,2154	0,2153
- Avskrivninger	0,1912	0,1614	0,2044	0,1672	0,1996	0,1727	0,1859	0,1778
- Andre driftskostnader	0,2518	0,2191	0,2093	0,2007	0,1927	0,1924	0,2079	0,2078
= Driftsresultat før skatt	0,0939	0,2237	0,1528	0,1611	0,1159	0,1633	0,1486	0,1628
- Driftsrelatert skattekostnad	0,0293	0,0698	0,0477	0,0503	0,0362	0,0510	0,0464	0,0508
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,0646	0,1539	0,1052	0,1108	0,0797	0,1123	0,1022	0,1120
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-0,0001	-0,0006	-0,0003	-	-	-	-0,0002	-0,0002
= Netto driftsresultat	0,0646	0,1533	0,1049	0,1108	0,0797	0,1123	0,1020	0,1118

## Vedlegg 26: Egenkapitalvekst

#### Opera Software ASA

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Egenkapitalrentabilitet	0,123	0,419	0,343	0,194	0,116	0,178	0,227	0,246
x Tilbakeholdsgrad	0,511	0,604	0,803	1,001	3,071	3,672	1,474	1,654
= Egenkapitalvekst	0,063	0,253	0,275	0,194	0,358	0,655	0,255	0,344
Egenkapitalrentabilitet	0,123	0,419	0,343	0,194	0,116	0,178	0,227	0,246
x Median tilbakeholdsgrad	0,803	0,803	0,803	0,803	0,803	0,803	0,803	0,803
= Egenkapitalvekst	0,099	0,336	0,275	0,156	0,094	0,143	0,182	0,197

#### Bransje

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Egenkapitalrentabilitet	0,061	0,161	0,110	0,114	0,083	0,122	0,106	0,117
x Tilbakeholdsgrad	0,084	1,243	0,961	1,766	2,876	2,127	1,691	1,467
= Egenkapitalvekst	0,005	0,200	0,106	0,202	0,239	0,258	0,174	0,180
Egenkapitalrentabilitet	0,061	0,161	0,110	0,114	0,083	0,122	0,106	0,117
x Median tilbakeholdsgrad	1,505	1,505	1,505	1,505	1,505	1,505	1,505	1,505
= Egenkapitalvekst	0,092	0,242	0,166	0,172	0,125	0,183	0,159	0,176

## Rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Egenkapital	544 110	603 297	666 270	732 885		1 869 971	1 932 135	2 028 741	2 130 178
Endring i EK	77 506	59 187	62 973	66 614		60 624	62 163	96 607	101 437

### «Trailing»

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Egenkapital	636 279	741 805	859 026	988 044		3 446 890	3 557 230	3 735 091	3 921 846
Endring i EK	127 934	105 526	117 221	129 018		107 897	110 340	177 861	186 755

## Vedlegg 27: Driftsinntektsvekst

### Driftsinntektsvekst Opera

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsinntekter	106 116	118 332	159 800	215 900	300 000	480 800	477 325
Driftsinntektsvekst	-	11,51 %	35,04 %	35,11 %	38,95 %	60,27 %	59,11 %

### Driftsinntektsvekst Bransjen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T
Driftsinntekter	429 944	493 246	585 610	673 663	792 500	936 253	928 208
Driftsinntektsvekst	-	14,72 %	18,73 %	15,04 %	17,64 %	18,14 %	17,12 %

## Rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Driftsinntekter t-1	480 800	543 905	612 967	688 176		2 449 677	2 582 636	2 711 768	2 847 356
div	13 %	12,7 %	12,3 %	11,8 %		5,4 %	5,0 %	5,0 %	0,0 %
x 1 + divt	1,13	1,13	1,12	1,12		1,05	1,05	1,05	1,05
= Driftsinntekter t	543 905	612 967	688 176	769 671		2 582 636	2 711 768	2 847 356	2 989 724

### «Trailing»

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
							2034	2035	2036
Driftsinntekter t-1	477 325	571 246	679 235	802 392		4 334 818	4 585 044	4 814 296	5 055 011
div	20 %	18,9 %	18,1 %	17,4 %		5,8 %	5,0 %	5,0 %	0,0 %
x 1 + divt	1,20	1,19	1,18	1,17		1,06	1,05	1,05	1,05
= Driftsinntekter t	571 246	679 235	802 392	941 681		4 585 044	4 814 296	5 055 011	5 307 761



## Vedlegg 28: Omløpet til netto driftseiendeler

### Rapporterte tall

#### Opera

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	2015
DI t	106 116	118 332	159 800	215 900	300 000	480 800	477 325	543 905
/ NDE t-1		30 037	36 731	89 790	221 995	314 702	314 702	388 504
= Onde t		3,940	4,351	2,405	1,351	1,528	1,517	1,400

#### Bransje

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	2015
DI t	429 944	493 246	585 610	673 663	792 500	936 253	928 208	
/ NDE t-1		353 133	343 208	412 130	545 858	662 651	608 461	759 074
= Onde t		1,397	1,706	1,635	1,452	1,413	1,525	

Onde i steady state	1,4000									
Årlig endring	0,0000									
	Steady state									
	T									
	T + 1									
	T + 2									
	2015	2016	2017	2018	...	2033	2034	2035	2036	
DI t+1	612 967	688 176	769 671	857 524		2 711 768	2 847 356	2 989 724	3 139 210	
/ onde t+1	1,400	1,40	1,40	1,40		1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
= NDE t	437 833	491 554	549 765	612 517		1 936 977	2 033 826	2 135 517	2 242 293	

### «Trailing»

#### Opera

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	2015
DI t	106116	118332	159800	215900	300000	480800	477325	571246
/ NDE t-1		30037	36731	89790	221995	314702	318939	423145
= Onde t		3,940	4,351	2,405	1,351	1,528	1,497	1,350

#### Bransje

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	2015
DI t	429944	493246	585610	673663	792500	936253	928208	
/ NDE t-1		353133	343208	412130	545858	662651	608461	762702
= Onde t		1,397	1,706	1,635	1,452	1,413	1,525	

Onde i steady state	1,3500									
Årlig endring	0,0000									
	Steady state									
	T									
	T + 1									
	T + 2									
	2015	2016	2017	2018	...	2033	2034	2035	2036	
DI t+1	679 235	802 392	941 681	1 097 875		4 814 296	5 055 011	5 307 761	5 573 149	
/ onde t+1	1,350	1,35	1,35	1,35		1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
= NDE t	503 137	594 364	697 541	813 241		3 566 145	3 744 452	3 931 675	4 128 259	

## Vedlegg 29: Netto driftsresultat

### Rapporterte tall

Gjennomsnittlig tidsvekta strategisk fordel drift	15,93 %
Varig strategisk fordel	3,00 %
Netto driftskrav i periode T	11,06 %
Netto driftsrentabilitet i periode T	14,06 %
Netto driftsmargin i periode T	10,04 %
Årlig endring i netto driftsmargin	-0,001

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Driftsinntekter i periode T	543 905	612 967	688 176	769 671		2 582 636	2 711 768	2 847 356	2 989 724
x Netto driftsmargin i periode T	0,1200	0,1190	0,1179	0,1169		0,1015	0,1004	0,1004	0,1004
<b>= Netto driftsresultat i periode T</b>	<b>65 269</b>	<b>72 925</b>	<b>81 163</b>	<b>89 982</b>		<b>262 031</b>	<b>272 339</b>	<b>285 956</b>	<b>300 254</b>

### «Trailing»

Gjennomsnittlig tidsvekta strategisk fordel drift	17,80 %
Varig strategisk fordel	3,00 %
Netto driftskrav i periode T	11,06 %
Netto driftsrentabilitet i periode T	14,06 %
Netto driftsmargin i periode T	10,41 %
Årlig endring i netto driftsmargin	-0,002

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Driftsinntekter i periode T	571 246	679 235	802 392	941 681		4 585 044	4 814 296	5 055 011	5 307 761
x Netto driftsmargin i periode T	0,1400	0,1381	0,1362	0,1343		0,1060	0,1041	0,1041	0,1041
<b>= Netto driftsresultat i periode T</b>	<b>79 974</b>	<b>93 811</b>	<b>109 307</b>	<b>126 505</b>		<b>486 176</b>	<b>501 400</b>	<b>526 470</b>	<b>552 794</b>

## Vedlegg 30: Finansiell gjeld – Opera Software ASA og bransje

### Rapporterte tall

#### Opera

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Finansiell gjeld	-	-	-	57 076	58 528	58 977	31 827	31 962
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	30 037	36 731	89 790	221 995	314 702	314 702	176 381	176 381
<b>= Finansiell gjeldsdel</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>0,00 %</b>	<b>25,71 %</b>	<b>18,60 %</b>	<b>18,74 %</b>	<b>12,01 %</b>	<b>12,05 %</b>

#### Bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Traillet
Finansiell gjeld	8 966	2 697	7 303	69 595	67 844	68 337	40 514	40 662
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	353 133	343 208	412 130	545 858	662 651	608 461	504 480	488 223
<b>= Finansiell gjeldsdel</b>	<b>2,54 %</b>	<b>0,79 %</b>	<b>1,77 %</b>	<b>12,75 %</b>	<b>10,24 %</b>	<b>11,23 %</b>	<b>6,99 %</b>	<b>7,28 %</b>

Årlig endring	0,6 %
Normal finansiell gjeldsdel	25 %

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansiell gjeldsdel	13,7 %	14,3 %	14,9 %	15,5 %		24,4 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %

## «Trailing»

## Opera

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansiell gjeld	-	-	-	57 076	58 528	58 977	31 827	31 962
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	30 037	36 731	89 790	221 995	314 702	318 939	176 381	177 652
= Finansiell gjeldsdel	0,00 %	0,00 %	0,00 %	25,71 %	18,60 %	18,49 %	12,01 %	11,98 %

## Bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansiell gjeld	8 966	2 697	7 303	69 595	67 844	68 337	40 514	40 662
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	353 133	343 208	412 130	545 858	662 651	608 461	504 480	488 223
= Finansiell gjeldsdel	2,54 %	0,79 %	1,77 %	12,75 %	10,24 %	11,23 %	6,99 %	7,22 %

Årlig endring	0,7 %
Normal finansiell gjeldsdel	25 %

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansiell gjeldsdel	11,5 %	12,2 %	13,0 %	13,7 %		24,3 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %

## Vedlegg 31: Finansielle eiendeler

## Rapporterte tall

## Opera

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansielle eiendeler	89 997	84 368	69 682	109 544	149 739	153 568	107 899	109 048
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	30 037	36 731	89 790	221 995	314 702	318 889	176 381	177 637
= Finansiell eiendelsdel	299,62 %	229,69 %	77,61 %	49,35 %	47,58 %	48,16 %	106,55 %	106,72 %

## Bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansielle eiendeler	207 795	233 329	258 439	287 057	298 527	317 597	268 789	274 510
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	353 133	343 208	412 130	545 858	662 651	608 461	504 480	488 223
= Finansiell eiendelsdel	58,84 %	67,98 %	62,71 %	52,59 %	45,05 %	52,20 %	55,29 %	57,43 %

Årlig endring	-0,9 %
Normal finansiell eiendelsdel	20 %

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansiell eiendelsdel	38,0 %	37,1 %	36,1 %	35,2 %		20,9 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %

## «Trailing»

## Opera

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansielle eiendeler	89 997	84 368	69 682	109 544	149 739	153 568	107 899	109 048
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	30 037	36 731	89 790	221 995	314 702	318 939	176 381	177 652
= Finansiell eiendelsdel	299,62 %	229,69 %	77,61 %	49,35 %	47,58 %	48,15 %	106,55 %	106,72 %

## Bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2014T	Tidsvektet snitt	
							Rapportert	Trallet
Finansielle eiendeler	207 795	233 329	258 439	287 057	298 527	317 597	268 789	274 510
/ Netto driftsrelaterte eiendeler	353 133	343 208	412 130	545 858	662 651	608 461	504 480	488 223
= Finansiell eiendelsdel	58,84 %	67,98 %	62,71 %	52,59 %	45,05 %	52,20 %	55,29 %	57,43 %

Årlig endring	-0,9 %
Normal finansiell eiendelsdel	20 %

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansiell eiendelsdel	38,0 %	37,1 %	36,1 %	35,2 %		20,9 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %

## Vedlegg 32: Netto finansiell gjeld

### Rapporterte tall

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2015	2016	2017	2018	...	2033	2034	2035	2036
Netto driftseiendeler	437 833	491 554	549 765	612 517	...	1 936 977	2 033 826	2 135 517	2 242 293
x Finansiell gjeldsdel	13,73 %	14,32 %	14,91 %	15,51 %	...	24,41 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %
= Finansiell gjeld	60 100	70 391	81 988	94 981	...	472 752	508 456	533 879	560 573
Netto driftseiendeler	437 833	491 554	549 765	612 517	...	1 936 977	2 033 826	2 135 517	2 242 293
x Finansiell eiendelsdel	38,00 %	37,05 %	36,11 %	35,16 %	...	20,95 %	20,00 %	20,00 %	20,00 %
= Finansielle eiendeler	166 377	182 134	198 494	215 348	...	405 746	406 765	427 103	448 459
Netto finansiell gjeld	-106 277	-111 743	-116 506	-120 367	...	67 006	101 691	106 776	112 115

### «Trailing»

	2015	2016	2017	2018	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2015	2016	2017	2018	...	2033	2034	2035	2036
Netto driftseiendeler	503 137	594 364	697 541	813 241	...	3 566 145	3 744 452	3 931 675	4 128 259
x Finansiell gjeldsdel	11,54 %	12,25 %	12,95 %	13,66 %	...	24,29 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %
= Finansiell gjeld	58 050	72 787	90 364	111 115	...	866 268	936 113	982 919	1 032 065
Netto driftseiendeler	503 137	594 364	697 541	813 241	...	3 566 145	3 744 452	3 931 675	4 128 259
x Finansiell eiendelsdel	38,00 %	37,05 %	36,11 %	35,16 %	...	20,95 %	20,00 %	20,00 %	20,00 %
= Finansielle eiendeler	191 192	220 228	251 849	285 918	...	747 014	748 890	786 335	825 652
Netto finansiell gjeld	-133 142	-147 441	-161 485	-174 803	...	119 255	187 223	196 584	206 413

## Vedlegg 33: Fremtidig netto driftskrav

### Rapporterte tall

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Egenkapitalkrav	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
x Egenkapital/netto driftskapital	1,29	1,201	1,243	1,227	...	0,981	0,965	0,950	0,950
+ Minoritetskrav	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
x Minoritetsinteresser/Netto driftskapital	0,00	0,000	0,000	0,000	...	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Netto finansielt gjeldskrav	-0,15 %	0,48 %	0,84 %	0,95 %	...	8,57 %	6,19 %	5,47 %	5,47 %
x Netto finansielle gjeld/Netto driftskapital	-0,29	-0,201	-0,243	-0,227	...	0,019	0,035	0,050	0,050
= Netto driftskrav	10,49 %	9,40 %	9,46 %	9,54 %	...	10,96 %	11,05 %	11,06 %	11,06 %

### «Trailing»

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014T	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Egenkapitalkrav	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
x Egenkapital/netto driftskapital	1,30	1,201	1,265	1,248	...	0,983	0,967	0,950	0,950
+ Minoritetskrav	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
x Minoritetsinteresser/Netto driftskapital	0,00	0,000	0,000	0,000	...	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,96 %	0,55 %	0,96 %	1,06 %	...	9,19 %	6,26 %	5,47 %	5,47 %
x Netto finansielle gjeld/Netto driftskapital	-0,30	-0,201	-0,265	-0,248	...	0,017	0,033	0,050	0,050
= Netto driftskrav	10,18 %	9,39 %	9,44 %	9,52 %	...	10,96 %	11,05 %	11,06 %	11,06 %

## Vedlegg 34: Fremtidig egenkapitalkrav

### Rapporterte tall

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Markedspremie år T									
Årlig endring									
Risikofri rente	1,84 %	1,16 %	1,24 %	1,32 %	...	2,60 %	2,68 %	2,68 %	2,68 %
+ Egenkapitalbeta	1,470	1,583	1,534	1,556	...	1,974	2,006	2,036	2,036
x Markedspremie	4,26 %	4,26 %	4,26 %	4,26 %	...	4,26 %	4,26 %	4,26 %	4,26 %
+ Illikviditetspremie	0,000	0	0	0	...	0	0	0	0
= Egenkapitalkrav før skatt	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
/ (1 - Effektiv utbytteskatt)	1	1	1	1	...	1	1	1	1
= Egenkapitalkrav etter skatt	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
+ Likviditetspremie minoritet	0	0	0	0	...	0	0	0	0
= Minoritetskrav	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %

### «Trailing»

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Markedspremie år T									
Årlig endring									
Risikofri rente	1,84 %	1,16 %	1,24 %	1,32 %	...	2,60 %	2,68 %	2,68 %	2,68 %
+ Egenkapitalbeta	1,463	1,583	1,508	1,531	...	1,970	2,004	2,036	2,036
- Markedspremie	4,26 %	4,26 %	4,26 %	4,26 %	...	4,26 %	4,26 %	4 %	4 %
+ Illikviditetspremie	0,000	0	0	0	...	0	0	0	0
= Egenkapitalkrav før skatt	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
/ (1 - Effektiv utbytteskatt)	1	1	1	1	...	1	1	1	1
= Egenkapitalkrav etter skatt	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
+ Likviditetspremie minoritet	0	0	0	0	...	0	0	0	0
= Minoritetskrav	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %

## Vedlegg 35: Fremtidig krav til netto finansiell gjeld

### Rapporterte tall

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansielt gjeldskrav	4,94 %	2,16 %	2,24 %	2,32 %	...	4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
x FG/NFG	-0,6417	-0,7695	-0,5655	-0,6299	...	12,4118	7,0554	5,0000	5,0000
- Finansielt eiendelskrav	1,84 %	1,21 %	1,35 %	1,48 %	...	3,60 %	3,73 %	3,73 %	3,73 %
x FE/NFG	-1,64	-1,77	-1,57	-1,63	...	11,41	6,06	4,00	4,00
= nfgk	-0,15 %	0,48 %	0,84 %	0,95 %	...	8,57 %	6,19 %	5,47 %	5,47 %

### «Trailing»

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
Finansielt gjeldskrav	3,24 %	2,16 %	2,24 %	2,32 %	...	4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
x FG/NFG	-0,6235	-0,7054	-0,4360	-0,4937	...	13,9695	7,2640	5,0000	5,0000
- Finansielt eiendelskrav	1,84 %	1,21 %	1,35 %	1,48 %	...	3,60 %	3,73 %	3,73 %	3,73 %
x FE/NFG	-1,62	-1,71	-1,44	-1,49	...	12,97	6,26	4,00	4,00
= nfgk	0,96 %	0,55 %	0,96 %	1,06 %	...	9,19 %	6,26 %	5,47 %	5,47 %

## Vedlegg 36: Fremtidig krav til sysselsattkapital

### Rapporterte tall

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Krav til egenkapital	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
x Egenkapital/sysselsatt kapital	0,87	0,886	0,901	0,896	...	0,805	0,798	0,792	0,792
+ Krav til minoritet	8,10 %	7,91 %	7,77 %	7,95 %	...	11,01 %	11,22 %	11,35 %	11,35 %
x Minoritetsinteresser/Sysselsatt kapital	0,00	0	0	0	...	0	0	0	0
+ Krav til finansiell gjeld	3,24 %	2,16 %	2,24 %	2,32 %	...	4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
x Finansiell gjeld/sysselsatt kapital	0,13	0,114	0,099	0,104	...	0,195	0,202	0,208	0,208
<b>= Krav til sysselsatt kapital</b>	<b>7,48 %</b>	<b>7,25 %</b>	<b>7,22 %</b>	<b>7,36 %</b>	...	<b>9,64 %</b>	<b>9,78 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,84 %</b>

### «Trailing»

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state		
							T	T + 1	T + 2
	2014T	2015	2016	2017	...	2033	2034	2035	2036
Krav til egenkapital	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
x Egenkapital/sysselsatt kapital	0,88	0,894	0,916	0,911	...	0,807	0,799	0,792	0,792
+ Krav til minoritet	8,07 %	7,90 %	7,66 %	7,84 %	...	10,99 %	11,21 %	11,35 %	11,35 %
x Minoritetsinteresser/Sysselsatt kapital	0,00	0	0	0	...	0	0	0	0
+ Krav til finansiell gjeld	2,84 %	2,16 %	2,24 %	2,32 %	...	4,00 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %
x Finansiell gjeld/sysselsatt kapital	0,12	0,106	0,084	0,089	...	0,193	0,201	0,208	0,208
<b>= Krav til sysselsatt kapital</b>	<b>7,42 %</b>	<b>7,30 %</b>	<b>7,21 %</b>	<b>7,35 %</b>	...	<b>9,64 %</b>	<b>9,78 %</b>	<b>9,84 %</b>	<b>9,84 %</b>















## Vedlegg 39: Fundamentalverdi vurdering – Selskaps-metoden: NDK-metode

### NBUD-modellen

#### Rapportert

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state					
							T	T + 1	T + 2			
		2034	2035	2036								
NBUD		15 939	19 204	22 953		169 794	175 490	184 265	193 478			
/ Diskonteringsfaktor		1,0940	1,1974	1,3117		6,2767	6,9701	7,7409	8,5968			
<b>= Nåverdi fra 2015 til 2035</b>	<b>505 654</b>	<b>14 570</b>	<b>16 037</b>	<b>17 499</b>		<b>27 052</b>	<b>25 177</b>	<b>23 804</b>	<b>22 506</b>			
+ Nåverdi horisontverdi	412 611								412 611			
= Verdi av NDK	918 265											
- Netto finansiell gjeld	-78 100											
- Minoritetsinteresse	-											
<b>= Verdi av EK</b>	<b>996 365</b>											
Antall utstedte aksjer	145 636											
Verdiestimat	6,8415											
Aksjekurs NOK	53,06											

#### «Trailing»

	2014T	2015	2016	2017	...	2033	Steady state					
							T	T + 1	T + 2			
		2034	2035	2036								
NBUD		-17	2 584	6 130		316 359	323 093	339 247	356 210			
/ Diskonteringsfaktor		1,0939	1,1971	1,3111		6,2518	6,9425	7,7102	8,5627			
<b>= Nåverdi fra 2015 til 2035</b>	<b>617 911</b>	<b>-16</b>	<b>2 159</b>	<b>4 675</b>		<b>50 603</b>	<b>46 539</b>	<b>44 000</b>	<b>41 600</b>			
+ Nåverdi horisontverdi	762 643								762 643			
= Verdi av NDK	1 380 554											
- Netto finansiell gjeld	-85 200											
- Minoritetsinteresse	-											
<b>= Verdi av EK</b>	<b>1 465 754</b>											
Antall utstedte aksjer	145 636											
Verdiestimat	10,0645											
Aksjekurs NOK	74,81											

### FKD-modellen

#### Rapportert

	2014	2015	2016	2017	...	2033	Steady state					
							T	T + 1	T + 2			
		2034	2035	2036								
FKD		15 939	19 204	22 953		169 794	175 490	184 265	193 478			
/ Diskonteringsfaktor		1,0940	1,1974	1,3117		6,2767	6,9701	7,7409	8,5968			
<b>= Nåverdi fra 2015 til 2035</b>	<b>505 654</b>	<b>14 570</b>	<b>16 037</b>	<b>17 499</b>		<b>27 052</b>	<b>25 177</b>	<b>23 804</b>	<b>22 506</b>			
+ Nåverdi horisontverdi	412 611								412 611			
= Verdi av NDK	918 265											
- Netto finansiell gjeld	-78 100											
- Minoritetsinteresse	-											
<b>= Verdi av EK</b>	<b>996 365</b>											
Antall utstedte aksjer	145 636											
Verdiestimat	6,8415											
Aksjekurs NOK	53,06											













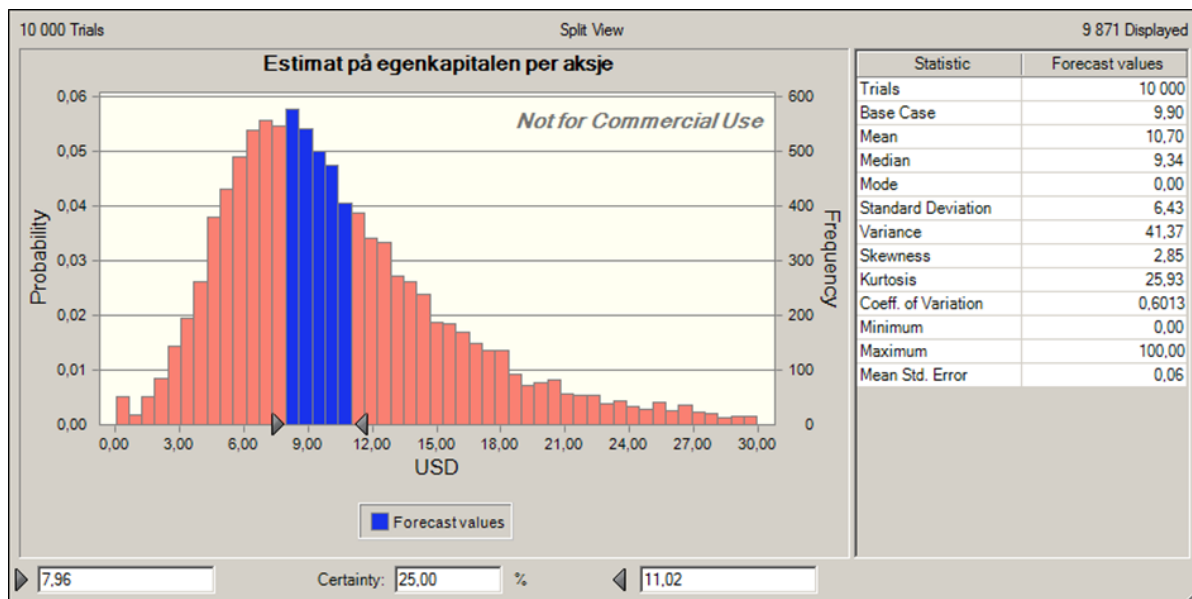
## Vedlegg 41: Forutsetninger for sensitivitetsanalyse

<b>☐ Rapportert</b>			
<b>☐ Beta</b>			
☐ Normal			
Beta Opera	0,72	0,10	
<b>☐ Driftsinntektsvekst</b>			
☐ Normal			
Driftsinntektsvekst 2020	11,0 %	1,8 %	
Driftsinntektsvekst 2025	8,8 %	1,8 %	
Driftsinntektsvekst 2030	6,7 %	1,8 %	
☐ Uniform			
Driftsinntektsvekst steady state		5,5 %	4,0 %
<b>☐ Finansiell eiendelsdel</b>			
☐ Normal			
Finansiell eiendelsdel "steady state"	0,2	0,089	
<b>☐ Finansiell gjeldsdel</b>			
☐ Normal			
Finansiell gjeldsdel "steady state"	0,25	0,055	
<b>☐ Markedspremie</b>			
☐ Uniform			
Markedspremie "steady state"		5,3 %	3,3 %
<b>☐ Netto driftsmargin</b>			
☐ Normal			
Netto driftsmargin 2020	11,5 %	3,4 %	
Netto driftsmargin 2025	11,0 %	3,4 %	
Netto driftsmargin 2030	10,5 %	3,4 %	
Netto driftsmargin i 2015	12,0 %	3,4 %	
Netto driftsmargin i periode T	10,0 %	3,4 %	
<b>☐ Omløpet til netto driftseiendeler</b>			
☐ Normal			
Onde 2020	1,4	0,14	
Onde 2025	1,4	0,14	
Onde 2030	1,4	0,14	
Onde i 2015	1,40	0,14	
Onde i steady state	1,40	0,14	
<b>☐ Risikofri rente</b>			
☐ Uniform			
Gj. Mnd. statsobligasjoner 94-2014		5,7 %	3,7 %

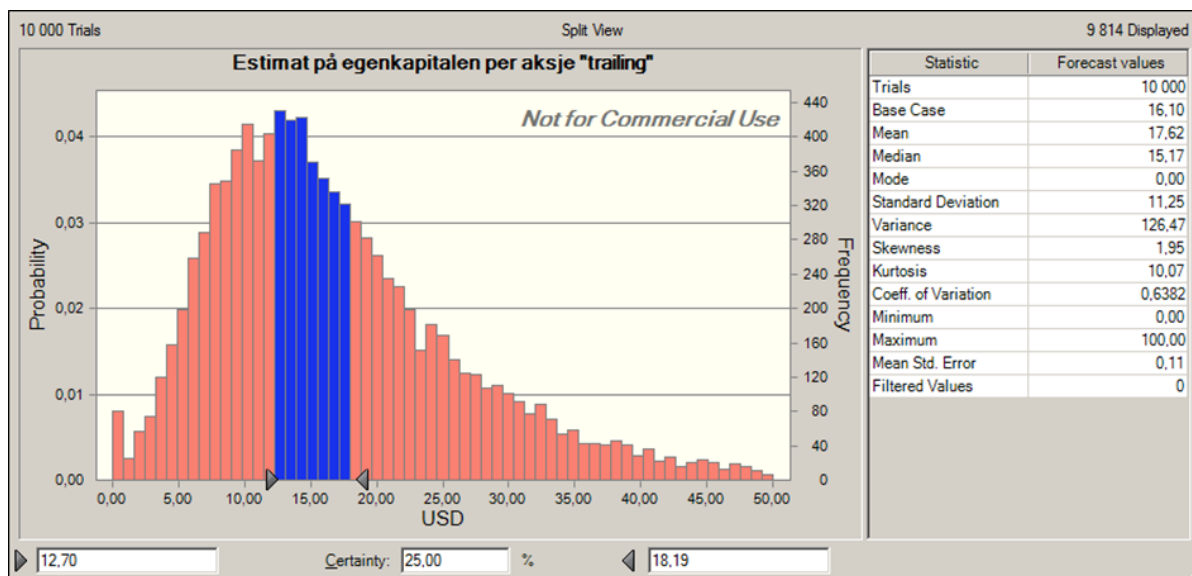
"Trailing"			
<b>Beta</b>			
Normal			
Beta Opera	0,721	0,1	
<b>Driftsinntektsvekst</b>			
Normal			
Driftsinntektsvekst 2020			
Driftsinntektsvekst 2025			
Driftsinntektsvekst 2030			
Uniform			
Driftsinntektsvekst steady state		6,0 %	4,0 %
<b>Finansiell eiendelsdel</b>			
Normal			
Finansiell eiendelsdel "steady state"	0,2	0,07	
<b>Finansiell gjeldsdel</b>			
Normal			
Finansiell gjeldsdel "steady state"	0,25	0,06	
<b>Markedspremie</b>			
Uniform			
Markedspremie "steady state"		5,3 %	3,3 %
<b>Netto driftsmargin</b>			
Normal			
Netto driftsmargin 2020	13,06 %	3,15 %	
Netto driftsmargin 2025	12,11 %	3,15 %	
Netto driftsmargin 2030	11,17 %	3,15 %	
Netto driftsmargin i 2015	14,00 %	3,15 %	
Netto driftsmargin i periode T	10,41 %	3,15 %	
<b>Omløpet til netto driftseiendeler</b>			
Normal			
Onde 2020	1,35	0,13	
Onde 2025	1,35	0,13	
Onde 2030	1,35	0,13	
Onde i 2015	1,35	0,13	
Onde i steady state	1,35	0,13	
<b>Risikofri rente</b>			
Uniform			
Gj. Mnd. statsobligasjoner 94-2014		5,7 %	3,7 %

## Vedlegg 42: Usikkerhet

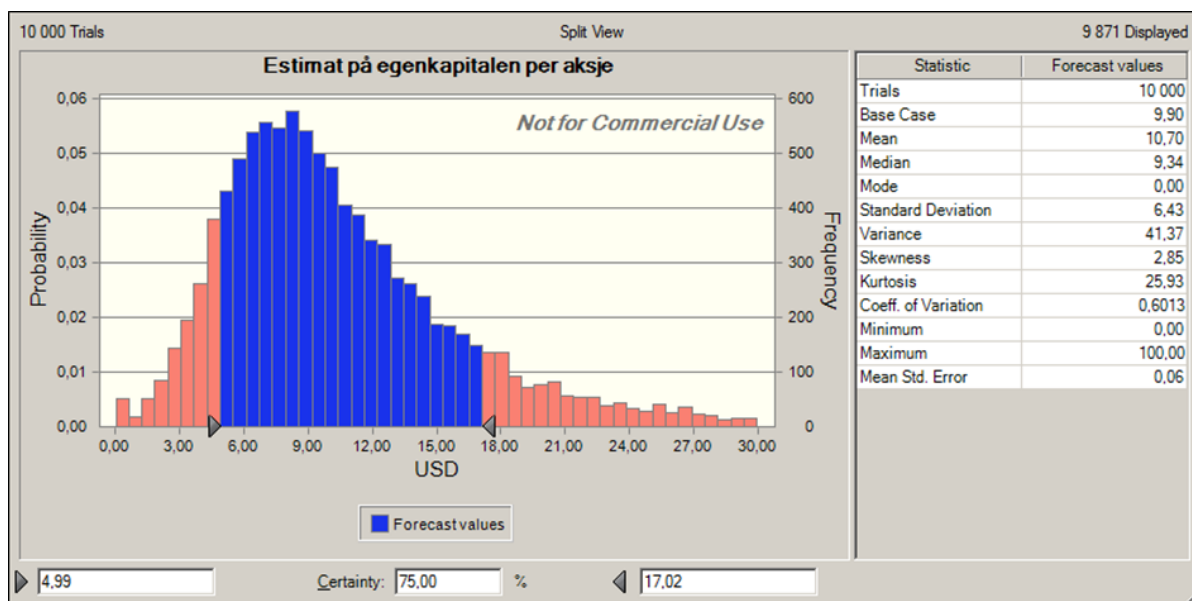
## 25 % rapportert



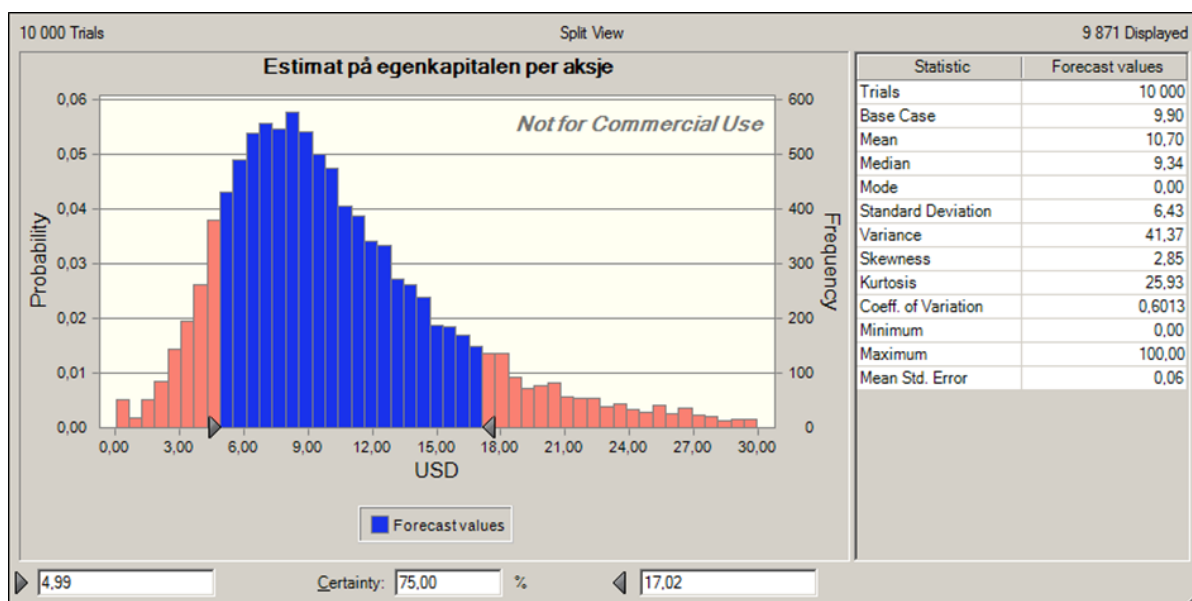
## 25 % «trailing»



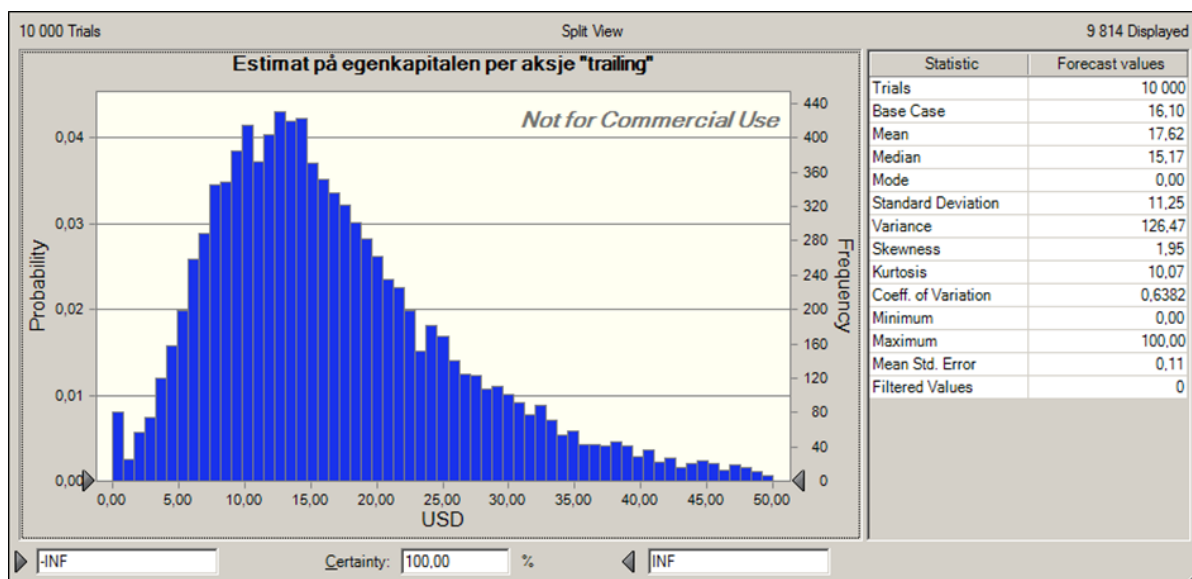
## 75 % rapportert



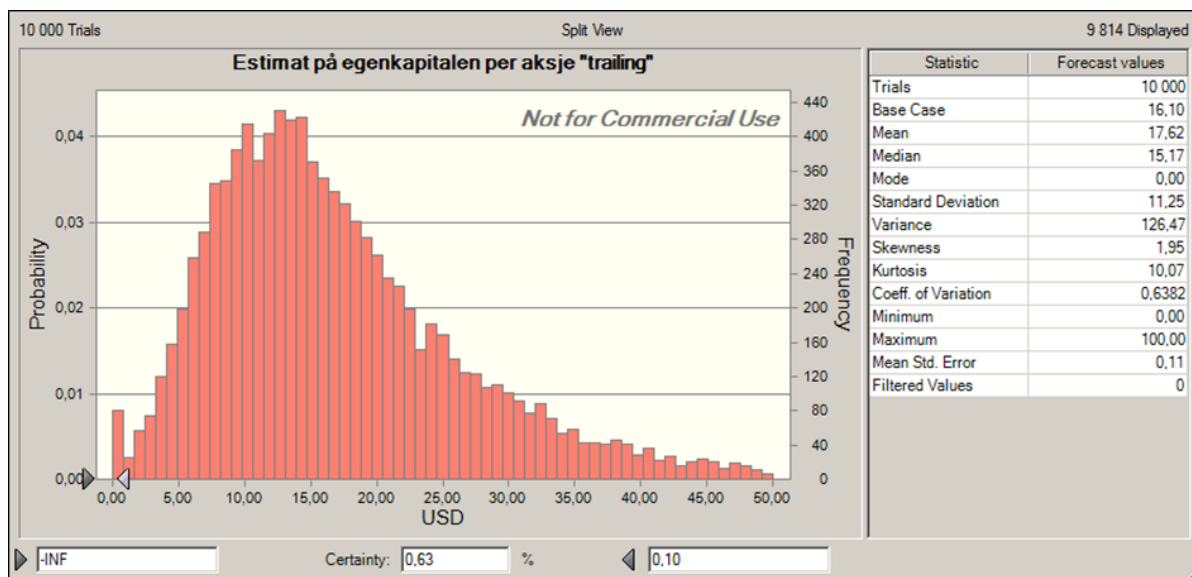
## 75 % «trailing»



## 100 % «trailing»

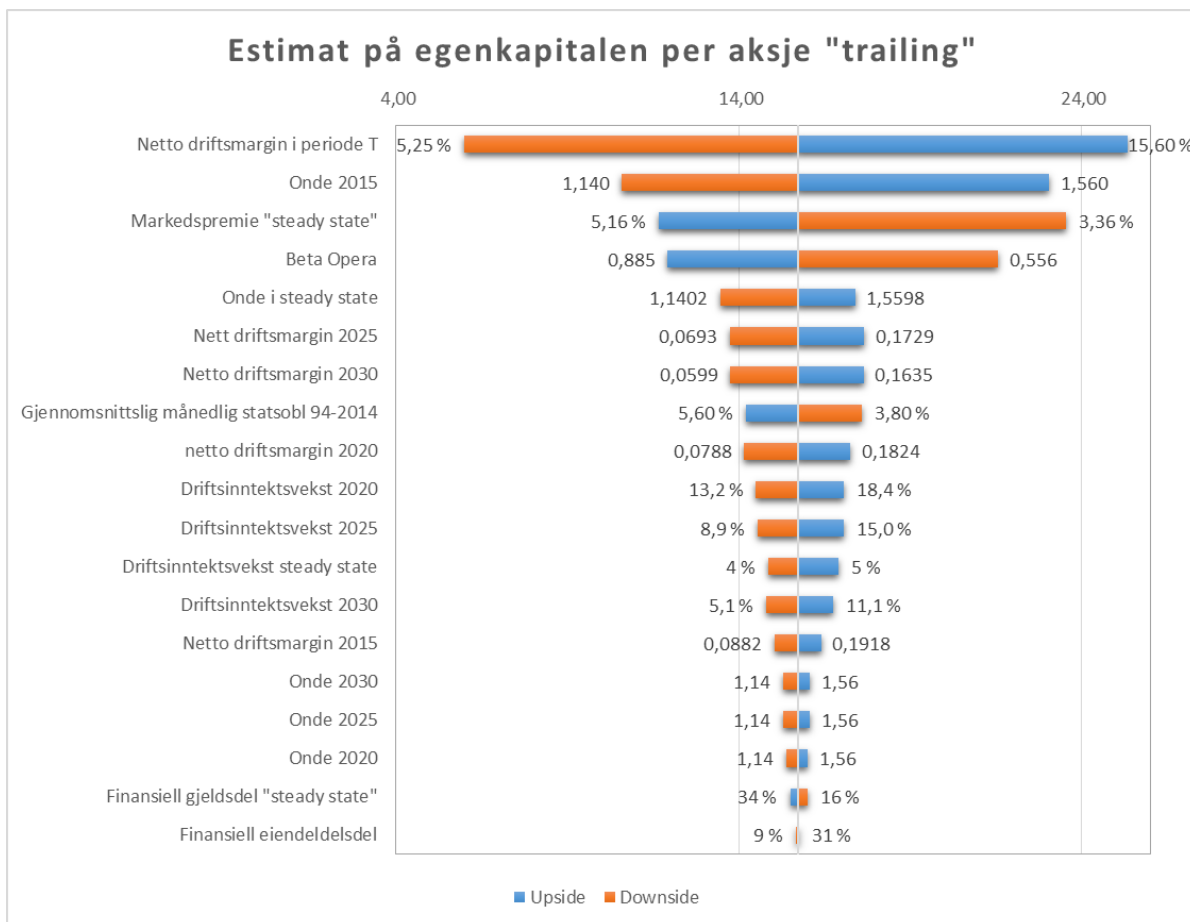


## Vedlegg 43: Konkursrisiko



## Vedlegg 44: Sensitivitetsanalyse

### Tornado-diagram – «trailing»



### Stjerne-diagram – «trailing»

