



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave

Navn: Camilla Ellingsen, Markus Olsen

Utlevering: 07.01.2019 09.00

Innlevering: 03.06.2019 12.00

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Bouvet ASA

The logo for Bouvet ASA, featuring the word "bouvet" in a white, lowercase, sans-serif font centered on a solid orange rectangular background.

bouvet

BTH 3620 - Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

07.01.2019

Innleveringsdato:

03.06.2019

Studiested:

Handelshøyskolen BI Oslo

Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI. Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket.

SAMMENDRAG

I denne bacheloroppgaven har vi gjennomført en verdsettelse av Bouvet ASA.

Problemstillingen til oppgaven er:

“Hva er den fundamentale verdien av en aksje i selskapet Bouvet ASA per 01.01.2019?”

Med delproblemstillingen:

“Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Bouvet ASA per 01.01.2019 når formålet er å oppnå avkastning i aksjen?”

Digitalisering er et svært aktuelt tema og Bouvet har i sin rolle som IT-konsulentselskap en sentral posisjon i dette. Bransjen har opplevd sterk vekst og presenterte oss med et spennende næringsområde å undersøke nærmere. Dette, i sammenheng med Bouvets sterke profil, gjorde denne oppgaven interessant for oss.

Vi har gjennomført verdsettelsen av Bouvet med et eksternt syn og alle analysene bygger på offentlig tilgjengelig informasjon. Disse analysene innebærer politiske og makroøkonomiske faktorer som påvirker IT-bransjen, intern analyse av Bouvets konkurransefortrinn, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap som et uttrykk for resultatene fra de foregående analysene og sensitivitetsanalyser av verdsettelsen. I tillegg inneholder oppgaven en gjennomgang av det relevante teoretiske grunnlaget, blant annet verdsettelsesmodeller, verdiskapning og relevant risiko.

Den fundamentale verdsettelsen er basert på RI- og FCFF-modellen. Verdsettelsesmodellene gir ulike aksjeverdier. RI-modellen gir en verdi på 315 kr, mens FCFF-modellen gir en verdi på 350 kr. For å angi en endelig verdivurdering har vi benyttet et gjennomsnitt av disse to og anslår en aksjeverdi på 333 kr. Vi vurderer dermed aksjen som underpriset og anbefaler en kjøpsstrategi.

FORORD

Denne oppgaven er en del av avslutningen av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI Nydalen.

Arbeidet med verdivurderingen av Bouvet har vært krevende, og vi har kommet over flere utfordringer over oppgavens forløp. Samtidig har arbeidet med caset ført til god læring. Vi har lært at verdsettelse heller kan ses på som en kunst enn en vitenskap og at verdivurdering nok er et mer passende uttrykk. Vi har fått bruk for det vi har lært i tidligere kurs ved BI og har bygget videre på det fundamentet i arbeidet med denne oppgaven.

Vi vil takke vår veileder, Tor Tangenes, for gode råd og konstruktive tilbakemeldinger i gjennomføringsprosessen av vår oppgave. Vi ønsker også å rette en takk til Robin Øvrebø for gode innspill.

Camilla Ellingsen og Markus Olsen

INNHOLDSFORTEGNELSE

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	7
FORMÅL	7
PRESENTASJON AV PROBLEMSTILLING	7
PROBLEMSTILLINGENS AVGRENSING	7
INTRODUKSJON TIL OPPGAVEN	8
2. PRESENTASJON AV BOUVET OG IT-BRANSJEN	9
2.1 BESKRIVELSE AV BOUVET	9
2.1.1 HISTORIKK	10
2.1.2 BOUVETS VISJON OG ORGANISASJON	10
2.1.3 LEDELSE	11
2.2 DEFINISJON AV IT-BRANSJEN	11
2.2.1 IT-BRANSJEN	12
2.2.2 UTVIKLING I IT-BRANSJEN	12
3. FORSKNINGSMETODE	14
3.1 FORBEREDELSE	14
3.1.1 FORMÅL	14
3.1.2 FRAMGANGSMÅTE	14
3.2 DATAINNSAMLING	15
3.2.1 FORSKNINGSSTRATEGI	15
3.2.2 DATAGRUNNLAGET	15
3.3 DATAANALYSE	16
3.3.1 ANALYSEVERKTØY	16
3.3.2 METODOLOGISKE KVALITETER OG BEGRENSNINGER	16
4. LITTERATUR	17
4.1 ÅRSAKER TIL KONKURRANSEKRAFT	17
4.2 MODERNE PORTEFØLJETEORI OG RELEVANT RISIKO	19
4.3 KAPITALVERDIMODELLENS BEGRENSNINGER	20
4.4 VERDIBEGREPET	21
5. FINANSIELL METODE	22
5.1. VERDSETTINGSMETODER	22
5.1.1 INNTJENINGSBASERT METODE	22

5.1.1.1	DIVIDENDE-MODELLEN	23
5.1.1.2	DISKONTERTE KONTANTSTRØMMER (DCF-MODELL)	23
5.1.1.3	RI-MODELLEN	24
5.1.2	MULTIPPELVERDSETTELSE	25
5.1.2.1	P/E	25
5.1.2.2	EV/SALES	26
5.1.2.2	EV/EBITDA	26
5.1.2	OPSJONSBASERT TILNÆRMING	26
5.2.	TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV	27
5.2.1	EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV	28
5.2.1.1	RISIKOFRI RENTE	28
5.2.1.2	MARKEDETS RISIKOPREMIE	29
5.2.1.3.	LIKVIDITETSPREMIE	31
5.2.1.4.	EGENKAPITALBETA	32
5.2.1.5	BLUMES JUSTERINGSMODELL	35
5.2.1.6.	BEREGNING AV EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV	35
5.2.3.	KONSISTENSBETINGELSER	36
6.	REGNSKAPSANALYSE	36
6.1	REGNSKAPSANALYSENS FORMÅL	37
6.2	PRESENTASJON AV ÅRSREGNSKAPET	37
6.2.1	RESULTATREGNSKAPET	37
6.2.2	BALANSE	38
6.3	REFORMULERING AV RESULTATREGNSKAPET	38
6.4	REFORMULERING AV BALANSEN	39
6.5	ANALYSE AV NØKKELTALL	40
6.5.1	LØNNSOMHETSANALYSE	41
6.5.2	LIKVIDITETSANALYSE	43
6.5.2.1	KORTSIKTIG LIKVIDITETSRISIKO	43
6.5.2.2	LANGSIKTIG LIKVIDITETSRISIKO	44
6.6	ANALYSE AV REGNSKAPSKVALITET	45
7.	STRATEGISK ANALYSE	46
7.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	46
7.2	EKSTERN STRATEGISK ANALYSE	47
7.2.1	PESTEL	47
7.2.2	FEMKRAFTSMODELLEN	52
7.3	INTERN STRATEGISK ANALYSE	58
7.3.1	VRIN	58
7.3	OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN	61
7.3.1	SWOT	61

8. PROGNOTISERING	66
8.1 PROGNOTISERING METODE	66
8.1.1 VALG AV PROGNOSEPERIODE	67
8.1.2 BUDSJETTERING FRA 1 TIL TERMINALPERIODEN	68
8.1.2.1 INNTEKTER	68
8.1.2.2 KOSTNADER	71
8.1.2.3 NETTO DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER	71
8.1.2.4 NETTO ARBEIDSKAPITAL	72
8.1.2.5 AVSKRVNINGER OG AMORTISERINGER	73
8.1.2.6 SKATT	73
8.1.3 KONSTANT VEKST I TERMINALPERIODEN	73
9. VERDSETTELSE	74
9.1 VERDSETTELSE MED RI-MODELLEN	74
9.2 VERDSETTELSE MED FCFF-MODELLEN	75
10. USIKKERHETSBEHANDLINGER	77
10.1. SENSITIVITETSANALYSE	77
10.1.1. CAGR-VEKST OG WACC	77
10.1.2. VEKST I TERMINALPERIODEN OG WACC	79
10.2. SCENARIOANALYSE	80
10.3. MONTE CARLO SIMULERING	81
11. DISKUSJON	83
12. KRITIKK TIL OPPGAVEN	85
13. KONKLUSJON	87
REFERANSELISTE	89

1. INNLEDNING

1.1 FORMÅL

Denne utredningen er skrevet som en del av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI. Formålet med denne oppgaven er å gjennomføre en verdsettelse av aksjen til det børsnoterte selskapet Bouvet ASA på tidspunktet 01.01.2019. Av dette følger det at formålet er å finne Bouvets fundamentale egenkapitalverdi og vi vil bruke denne verdivurderingen for å undersøke om selskapets aksjer, som omsettes på Oslo Børs, er overpriset, underpriset eller riktig priset i forhold til den estimerte verdien som kommer frem i denne oppgaven.

1.2 PRESENTASJON AV PROBLEMSTILLING

Vi har valgt å utrede problemstillinger i to deler, en overordnet hovedproblemstilling og en underliggende delproblemstilling. De er som følger:

Hovedproblemstilling

“Hva er den fundamentale verdien av en aksje i selskapet Bouvet ASA per 01.01.2019?”

Delproblemstilling

“Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Bouvet ASA per 01.01.2019 når formålet er å oppnå avkastning i aksjen?”

1.3 PROBLEMSTILLINGENS AVGRENSING

Jamfør verdipapirhandellovens §3-3 kan ikke kjøp eller salg av finansielle instrumenter foretas av noen som har innsideinformasjon (Lovdata, 2007). Denne oppgaven er dermed begrenset til å kun benytte offentlig tilgjengelig informasjon i det grunnleggende arbeidet med verdivurderingen og stilles altså på lik linje med en vanlig investor. Det viktigste informasjonsgrunnlaget er Bouvets års- og kvartalsrapporter. Disse rapportene er allikevel ikke uttømmende og der notene ikke har lagt frem nok informasjon er det blitt tatt egne forutsetninger.

Oppgaven legger til grunn en analyseperiode på 7 år, fra 2012 til 2018. Den siste tilgjengelige informasjonskilden er kvartalsrapporten fra fjerde kvartal av 2018. Ettersom kvartalsrapporten for det første kvartalet av 2019 gis ut relativt nært innleveringsfristen for oppgaven velger vi å avgrense informasjonen til den fjerde kvartalsrapporten i 2018. Ellers er informasjonen oppdatert så nylig som mulig ut fra praktiske hensyn.

Vi har valgt å verdsette konsernet som helhet heller enn deres underavdelinger, som ideelt sett burde vært verdsatt hver for seg. Vi ser på dette som en mindre begrensning ettersom Bouvet regnskapsfører felles for alle sine underavdelinger.

En annen forutsetning i denne oppgaven er at den fiktive investoren er kjent med moderne porteføljeteori og er veldiversifisert, som gjør at vi kan se bort i fra den usystematiske risikoen i verdsettelsen.

1.4 INTRODUKSJON TIL OPPGAVEN

Oppgaven følger et rammeverk utarbeidet av Tor Tangenes presentert til bruk for bachelorstudenter som skriver oppgave innen verdsettelse.

Kapittel 1 fungerer som en introduksjon til oppgavens formål og problemstilling, samt dens avgrensninger. Kapittel 2 fremstår som en deskriptiv oversikt over selskapet vi har valgt å verdsette og IT-bransjen Bouvet opptrer i, med viktige historiske faktorer og fremtidsutsikter. Kapittel 3 er en utredning av den forskningsbaserte metoden vi har tatt i bruk i arbeidet med oppgaven. Kapittel 4 er et teoretisk kapittel med diverse teorier som legger et grunnlag for resten av oppgaven. Kapittel 5 gir en oversikt over finansiell metode og diverse verdsettelsesmetoder. Disse fem første kapitlene har til felles at de er i store deler beskrivende og baseres på kjente forhold uten særlig analyse.

Kapittel 6 presenterer Bouvets nøkkeltall og regnskapshistorikk samt sammenligninger med komparative selskap. I kapittel 7 fremlegges en strategisk analyse av makroøkonomiske forhold, utsikter for bransjen og Bouvets ressurser. Kapittel 8 legger frem en prognostisering av selskapets fremtidige kontantstrømmer, med estimeringer og forklaringer av variabler ved verdsettelsen. I

kapittel 9 fremkommer selve verdsettelsen. I kapittel 10 blir det lagt frem usikkerhetsberegninger og simuleringer. Disse kapitlene har til felles at de er analytiske og bygger på tilgjengelig informasjon.

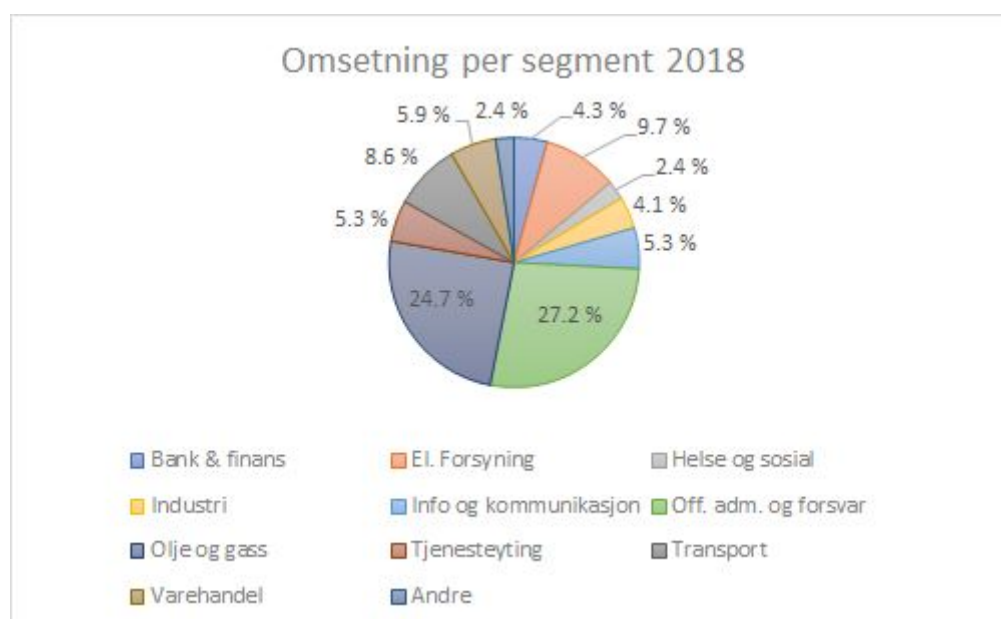
I kapittel 11 er det en diskusjon av oppgaven, i kapittel 12 er det kritikk av oppgaven og i kapittel 13 er det en konklusjon av oppgaven. Disse kapitlene fungerer som en avslutning av oppgaven.

2. PRESENTASJON AV BOUVET OG IT-BRANSJEN

I dette kapitlet fremlegges en oversikt over informasjon som omhandler konsulentselskapet Bouvet og den bransjen selskapet opererer i.

2.1 BESKRIVELSE AV BOUVET

Bouvet er et skandinavisk konsulentselskap som leverer tjenester innenfor informasjonsteknologi, digital kommunikasjon og virksomhetsstyring. Bouvet er notert på Oslo Børs. Ved børsnotering i 2007 hadde Bouvet driftsinntekter på omkring 300 millioner kroner og et driftsresultat på rundt 30 millioner kroner, tilsvarende en driftsmargin på rundt 10% (Dagens Næringsliv, 2007). For regnskapsåret 2018 omsatte Bouvet for 1 847 millioner kroner og fikk et driftsresultat på 191,6 millioner kroner (Bouvet, 2019c). Dette tilsvarer en driftsmargin på 10,4%. Fordelt på sine 13 kontorer i Norge og Sverige, med hovedsete i Oslo, har selskapet 1369 ansatte. Basert på dette hadde Bouvet en omsetning per ansatt på omtrent 1,35 millioner kroner.



Ved utgangen av 2018 kom 49,1% av Bouvets inntekter fra privat sektor, mens 50,9% kom fra offentlig sektor (Bouvet, 2019c). Bouvet har dermed en kundeportefølje med jevn fordeling mellom offentlig og privat sektor. Som det fremgår av kakediagrammet over, kommer 27,2% av driftsinntektene fra offentlig administrasjon, mens 24,7% kommer fra petroleumsindustrien. Utover disse to segmentene er omsetningen fordelt mellom ulike bransjer. På verdsettelsestidspunktet oppgir Bouvet prosjekter i samarbeid med blant andre Avinor, Statens Vegvesen og eSmart.

2.1.1 HISTORIKK

Bouvet ble etablert som et resultat av en videreføring av fusjonen mellom selskapene Mandator AS og Cell Network i 2001. På det tidspunktet tok selskapet navnet Cell Network. Året etter ble den norske delen av Cell Network kjøpt opp av Eidsvold Eiendom, og fikk navnet Bouvet. Cell Network hadde på daværende tidspunkt store utfordringer som følge av dot.com-boblen. Dette var også bakgrunnen for selskapets opprinnelse og hvor de ansatte ønsket å etablere en organisasjon basert på “(..) jordnærhet, langsiktighet og felles forståelse i veggene om å bygge stein på stein i stedet for å basere seg på luftige visjoner og luftslott” (Bouvet, 2019d).

2.1.2 BOUVETS VISJON OG ORGANISASJON

Bouvet har følgende visjon: “*Bouvet skal være det mest troverdige konsulentselskapet med de mest fornøyde medarbeiderne og kundene*”. Bouvet beskriver selskapets organisasjon i deres egen kulturrapport. Bouvet setter sammen team bestående av ansatte med ulik faglig bakgrunn og ønsker mangfold blant de ansatte. Bouvet ønsker en kultur som beskrives som uformell, men som består av høykompetente ansatte som får bruk for fagutddanningene sine. Selskapet legger stor vekt på samarbeid, felles leveranse og at de ansatte lykkes i fellesskap. I motsetning til flere konkurrenter, har ikke Bouvet individuelle, prestasjonsbaserte bonusordninger. Selskapet legger i stedet større vekt på å ha konkurransedyktige betingelser, faglige og inkluderende miljø, samt at de ansatte skal ha en sunn balanse mellom arbeid og fritid. Bouvet ønsker derfor å gi ansatte en god, fast lønn, samt muligheten for å delta i selskapets aksjeprogram. I tillegg praktiserer selskapet flat overskuddsdeling innenfor hver region, i tillegg til gode pensjonsordninger. Dette er fundamentet i selskapet som skal bidra til å bygge oppunder en inkluderende kultur, som vektlegger og bidrar til

å øke fokuset på samarbeid og kunnskapsdeling i organisasjonen. Denne delingskulturen og eierskapet til bedriften kjennetegnes også av at omlag 30% av aksjene i Bouvet eies av de ansatte, som også gjør at de er blant selskapene på Oslo Børs med høyest ansatteeierskap (Bouvet, 2019e). Med bakgrunn i dette ønsker Bouvet å ha et arbeidsmiljø som kjennetegnes av frihet, deling, jordnærhet, troverdighet og entusiasme (Bouvet, 2019d). Samtidig har Bouvet en forretningsmodell som er bygget på regional fleksibilitet. Årsaken til dette er at selskapet ønsker å ha nærhet til kundene og dermed ha muligheter til å tilpasse seg raske endringer i sluttmarkedene som Bouvet opererer i.

2.1.3 LEDELSE

Erik Stubø, har vært selskapets økonomidirektør siden 2002 og har mer enn 30 års erfaring fra konsulentbransjen (Bloomberg, 2019a). Selskapets administrerende direktør, Sverre Hurum, har mer enn 25 års erfaring fra konsulentbransjen og har vært selskapets administrerende direktør siden 2003 (Bloomberg, 2019b). Han var også administrerende direktør i Cell Network i perioden 2001 til 2002. Dette viser at viktige nøkkelpersoner i ledelsen har lang erfaring fra både selskapet og bransjen. De har vært nøkkelpersoner i oppbyggingen av Bouvet og har vært viktige i utformingen av selskapets organisasjon og kultur.

2.2 DEFINISJON AV IT-BRANSJEN

IT-bransjen er en kompleks bransje som befinner seg i stadig utvikling som en følge av at utviklingen i bransjen er tett knyttet opp til teknologisk utvikling. Dette medfører at det er utfordrende å avgrense bransjens virksomhetsområde. Dette skyldes i særlig grad at sluttmarkedene, som illustrert i Bouvets tilfelle, varierer fra transportsektoren, oljesektoren, finansbransjen og offentlig administrasjon. Følgelig er det lite hensiktsmessig å gjøre en klar og tydelig avgrensning av bransjens omfang. Dette understøttes av utredningen til Gartner (2010) på vegne av Fornyingsdepartementet hvor det internasjonale konsulent - og rådgivningsselskapet utredet IKT-trender i perioden 2010 -2020. I denne rapporten fastslår selskapet at at digitaliseringen er på vei inn i en fjerde fase hvor IKT vil innta en posisjon som en av samfunnets aller viktigste infrastrukturer, hvor digitale løsninger er med på å drive viktige samfunnskritiske oppgaver (Gartner, 2010). Dette stemmer godt overens med Bouvets beskrivelse av markedet de opererer i, hvor de tar del i en viktig samfunnsoppgave og har kunder på tvers av bransjer.

2.2.1 IT-BRANSJEN

IT-konsulentbransjen er preget av mange aktører, som opererer i både stor og liten skala og innen ulike deler av verdikjeden. Økende digitaliseringskrav innen norsk næringsliv og offentlig sektor er med på å skape høy etterspørsel etter IT-konsulenter og tverrfaglig kompetanse. Alle bransjer blir i større eller mindre grad berørt av den økende digitaliseringstakten, og påvirker i visse tilfeller store endringer i virksomheters forretningsmodeller og eksisterende verdikjeder. Den viktigste innsatsfaktoren for IT-konsulenter er menneskelig arbeidskraft. En sentral utfordring som bransjen bærer preg av er at det har vært lite vekst i timeprisene for konsulenter over de siste årene (Digi, 2016). Dette illustrerer at det er vanskelig for IT-konsulentselskaper å øke prisene over tid. Samtidig er det stor etterspørsel etter IT-konsulenter, som drives blant annet av omstilling og digitalisering i offentlig sektor, som gir vekst i etterspørselen (Digi.no, 2016). Tross mangel på kvalifisert IT-kompetanse er det tegn på lønnspress i bransjen, som en følge av konkurranse fra blant annet India og bruk av offshoring til lavkostland (Tekna, 2018). Arbeidstakere i Norge møter i dag større grad av konkurranse fra land hvor lønnskostnadene er betydelig lavere, som eksempelvis østeuropeiske land, Kina og India. Samtidig er ansatte i IT-bransjen i mindre grad organisert i fagforeninger som samtidig reduserer forhandlingsstyrken til IT-ansatte som gruppe (Tekna, 2018). I sum, bidrar dette til at lønnsveksten er moderat, på tross av stor etterspørsel etter denne type arbeidskraft. Dette indikerer at det kan være utfordrende for selskapene å øke timeprisen for konsulentbistand utover lønnsveksten til konsulentene, som kan legge noe press på lønnsomheten i bransjen og dermed setter større krav til effektivisering hos konsulentselskapene.

2.2.2 UTVIKLING I IT-BRANSJEN

Gartner har anslått at den globale veksten innen IT vil bli på 3,2% for 2019. Mer spesifikt er IT-servicetjenester anslått til å vokse med 4,7% i 2019. I følge Gartners analyse så er denne veksten drevet av at 1) en forventet nedgang i vekstutsiktene for verdensøkonomien og 2) internt press i organisasjoner for å redusere kostnadene (Gartner 2018). I samme studie blir det også anslått at IT-tjenester og konsolidering av leverandører var blant topp tre mest effektive tiltak for å redusere kostnader (Gartner 2018). Dette er basert på trender i det globale IT-markedet. Bruk av IT-konsulenter anses derfor som nødvendig for at selskaper skal holde seg relevante og oppdatert,

samt for at de skal kunne redusere kostnader og optimere virksomheten. Kort oppsummert kan det anses som nødvendig for at selskapene holder seg konkurransedyktig.

I tillegg kjennetegnes markedet av en økende grad av kompleksitet og outsourcing av IT-relaterte oppgaver hos kundene. Dette gjør at bruk av IT-konsulenter kan betegnes som nødvendig for de aller fleste selskaper innen de fleste sektorer. Dette understøttes av både Deloitte (2018) og KPMG (2018). Outsourcing og bruk av IT-konsulenter kan sies å ha gått fra å være et spørsmål om kostnader til å være en viktig del for å forsvare og utvikle selskapenes konkurranseposisjoner. Selskaper må ta i bruk ny teknologi og inkludere disse i deres eksisterende forretningsmodeller for å holde seg relevante. Dette bidrar til den sterke etterspørselen etter IT-konsulenter.

Norges Bank har gjennomført en spørreundersøkelse om digitalisering blant norske bedrifter. Over 9 av 10 norske virksomheter oppgir at de investerer i digitalisering og de oppgir at de viktigste områdene som driver investeringene er 1) skytjenester, 2) automatisering og 3) netthandel (Haaskjold, 2018a; Haaskjold, 2018b). De viktigste argumentene for at norske bedrifter investerer i digitale løsninger som driver veksten i norske virksomheter er for å redusere kostnadene og gjøre virksomhetenes produkter og tjenester mer brukervennlige (Haaskjold, 2018a; Haaskjold 2018b).

I følge det norske konsulentselskapet Webstep (2017), så antar de at markedet for IT-konsulenttjenester forventes å vokse med omtrent 3% for årene 2019 og 2020. Webstep anslår også at det norske markedet for IT-konsulenter markedet utgjorde 1,5 milliarder EURO i 2016. Nåværende valutakurs, per mai 2019, for EURNOK tilsvarer 9,75 NOK (Norges Bank, 2019b). Basert på dette tilsvarte det norske markedet for IT-konsulenttjenester 14,5 milliarder norske kroner i 2016. Hvis vi legger til grunn veksttakten som Webstep indikerer, betyr dette at det norske markedet for IT-konsulenttjenester utgjør omtrent 16 milliarder kroner i 2019. MarketLine har gjort undersøkelser av det skandinaviske markedet for IT-service og har prognostisert en vekst på 13,8% i perioden 2018-2023 (MarketLine, 2019). Dette er basert på det bredere markedet for IT-service og utgjør mer enn markedet for IT-konsulenter. I tillegg inkluderer det også de andre skandinaviske landene, Sverige og Danmark. Det vil være mer fornuftig å anta at markedet for IT-konsulenttjenester vil vokse et sted mellom disse to ytterpunktene, hvor det er mer naturlig å anta at vekstraten nærmer seg Websteps anslag. Dette er noe vi kommer nærmere inn på under vurderingene som gjøres ved prognostiseringen av driftsinntektene til Bouvet.

3. FORSKNINGSMETODE

Metode handler i følge Johannessen, Christoffersen og Tufte (2011, s. 33) om hvordan gå frem for å skaffe informasjon om et område og hvordan analysere denne informasjonen. Ordet metode kommer fra det greske ordet *methodos* som betyr å følge en vei mot et mål. I dette kapitlet presenteres den forskningsmessige metoden, og begrunnelser for disse, tatt i bruk i løpet av verdivurderingen av Bouvet ASA.

3.1 FORBEREDELSE

Å begi seg ut på et arbeid av en slik omfattende natur som denne oppgaven krevde først og fremst at vi måtte sette oss inn i en rekke etablerte teorier og litteratur for å skaffe en oversikt over det fagområdet vi var på vei inn i. En dypere forståelse for de ulike metodene og teknikkene ved verdsettelse måtte også opparbeides, og tidligere tilegnet kunnskap gjennom år med studier måtte følgelig oppfriskes og suppleres. Databasene som er tilgjengelige ved Handelshøyskolen BI var utgangspunktet for mye av den tidlige letingen etter relevant fagmateriale, i tillegg til det tilhørende biblioteket. All informasjon ble samlet i en mappe og faglitteratur ble sortert i en litteraturliste for oversiktighet og enklest mulig tilgang.

3.1.1 FORMÅL

Formålet med oppgaven er å gjøre en teoretisk verdivurdering av selskapet Bouvet ASA og ved sammenligning av den teoretiske verdien og markedsverdien gi en fiktiv investor en anbefaling hvorvidt den burde selge, holde eller kjøpe aksjen. Oppgaven tar utgangspunkt i å beskrive eksisterende forhold og har dermed et beskrivende formål (Johannessen et al, 2011, s. 60).

3.1.2 FRAMGANGSMÅTE

I prosessen for hvordan man tilnærmer seg et forskningsprosjekt står man generelt overfor to valg når det gjelder valgt av metode. Den første vil være en deduktiv metode. Med dette menes det at vi gjennom analysene som fremsettes tar utgangspunkt i etablert teori med det mål å finne svar på våre spørsmål og kunne fremsette en konklusjon når det gjelder disse hypotesene. I tillegg finnes

induktiv metode som ikke vil ta utgangspunkt i teori men heller gjennomføre eksperiment for å så kunne fremstille en mening basert på resultatene av disse.

Det kan argumenteres for at noe av det som presenteres i denne oppgaven er et resultat av den induktive metoden for forskning da verdsettelsen baseres i noen grad på med grunnlag i undersøkt data. Dette gjelder i særlig grad i situasjoner hvor det er informasjon tilgjengelig der tolkningen av denne dataen ikke er entydig og vurderes skjønnsmessig i det enkelte tilfellet, gjerne i tilfeller som vektlegging av nøkkeltall fra regnskapsanalysen eller fremheving av faktorer i den strategiske analysen.

Selv om det kan argumenteres for tilstedeværelsen av induktiv metode i dette prosjektet må det likevel anerkjennes at oppgaven grunnes i etablert teori og det er i stor grad den deduktive metoden som blir tatt i bruk.

3.2 DATAINNSAMLING

3.2.1 FORSKNINGSSTRATEGI

Oppgaven er utformet som et kasusstudie, med det børsnoterte selskapet Bouvet ASA som case. Dette innebærer innsamling av informasjon over en spesifisert periode. I dette caset har innsamlingen av informasjon vært fokusert på forskningsområdet økonomi. Et kasusstudie kan enten utformes som et enkelt case studie eller et multippelt case studie. Et kasusstudie kan ha en eller flere analyseenheter, hvilket betyr at man samler informasjon fra en eller flere individ, institusjoner, konsept eller program (Johannessen et al, 2011, s. 92). Denne oppgaven bør anses som et enkelt case studie med analyse basert på flere analyseenheter.

3.2.2 DATAGRUNNLAGET

Data som er blitt tatt i bruk i arbeidet har i all hovedsak vært sekundærdata. Særegent ved studiet av et selskap hvor dets aksjer omsettes på det frie markedet er tilgangen på informasjon. Det dikteres at for å oppnå likhet i markedet vil alle potensielle investorer ha tilgang på samme informasjon. Dette betyr at all tilgjengelig informasjon er sekundær og er kun tilgjengelig gjennom de kanaler selskapet bruker for å kommunisere kurssensitiv informasjon, som kvartalsrapporter og årsrapporter.

Under disse rammebetingelsene er det derfor vanskelig og dessuten ulovlig å tilegne seg primærinformasjon slik vi kjenner den fra litteraturen og datagrunnlaget omfatter dermed sekundærinformasjon presentert i rapporter og fagartikler. Risikoen for feilinformasjon, som er tilstede ved bruk av sekundærinformasjon, har vi vært oppmerksomme på og har i de tilfellene det har vært mulig tilstrebet å samle informasjon som bekreftes fra flere kilder, for å underbygge troverdigheten ved dataene.

For å gjennomføre en verdsettelse av et selskap kreves det datamateriale fra både kvantitative og kvalitative kilder. Kvantitative kilder kjennetegnes ved at de finnes som tall og det enkleste eksempelet på en kvantitativ kilde er regnskapstallene som blir presentert i årsrapporter. Kvalitative kilder er informasjon som samles på en annen måte, dette kan være gjennom for eksempel intervju gjengitt i nyhetsartikler.

3.3 DATAANALYSE

3.3.1 ANALYSEVERKTØY

I tillegg til verdsettelsesmetodene som blir utdypet i kapittel 5 blir det tatt i bruk flere verktøy for å analysere forhold som påvirker verddivurderingen. Rammeverk som PESTEL, SWOT, VRIN og femkraftsmodellen blir brukt i den strategiske analysen, i tillegg har vi tatt i bruk Bloomberg terminalen for historiske nøkkeltall og komparative konkurrent- og bransjeanalyser. I tillegg ble Excel brukt i stor grad til oppgaver som systematisering av regnskap, regresjonsberegning av beta og Monte Carlo simulering - i tillegg til selve verdsettelsen.

3.3.2 METODOLOGISKE KVALITETER OG BEGRENSNINGER

Her følger en beskrivelse og vurdering av prosjektets reliabilitet, validitet og generaliserbarhet.

Reliabilitet beskrives av Johannessen, Christoffersen og Tufte (2011, s. 44) som pålitelighet og omhandler data gjennom deres natur, innsamling, bearbeiding og nøyaktighet. Reliabiliteten ved det forskningsarbeidet vi gjennomfører påvirkes av reliabiliteten til den informasjonen vi bruker. For å sikre høy grad av reliabilitet har vi hatt fokus på å bruke informasjonskilder som gir relevant data og underbygges med troverdighet. Der det har vært mulig har vi tatt i bruk flere kilder med lignende utfall for å dra nytte av en "interreliabilitets-effekt" (Johannessen et al, 2011, s.44). Dette

avsetter noe av risikoen ved at det er lite førstehåndsinformasjon som er brukt i prosjektet. Et måleverktøy for reliabiliteten er sammenligning med resultater av andres arbeid. Et eksempel på dette er i arbeidet med beta-målet på risiko, der vi gjennomførte en regresjon av data fra Oslo Børs, sammenlignet med betaverdien i Bloomberg-terminalen og en komparativ analyse av betaverdier for lignende selskaper. Dette for å identifisere en betaverdi som var representativ og ikke ble påvirket av faktorer som en illikvid aksje.

Validitet er et annet ord for gyldighet (Johannessen et al, 2011, s.73), og brukes i denne sammenhengen for å avgjøre hvor sikker verdivurderingen vil vise seg å være. Målet på validitet vil gjerne være en sammenligning med andre verdivurderinger. I dette tilfellet vil det hovedsakelig være to slike sammenlignbare aktører, der den ene er markedet, altså markedsprisen på verdsettelsestidspunktet, og den andre er analyse fra meglerhus. For å sikre at prosjektet er valid har vi tatt i bruk kilder som er troverdige og transparente i tillegg til å bruke teori som er publisert i fagfelleverderte journaler.

Generaliserbarhet handler om hvorvidt forskningen som gjøres i et prosjekt kan overføres til andre forskningsprosjekt (Johannessen et al, 2011, s.45). Enkelte deler av prosjektet kan generaliseres, slik som den makroøkonomiske oversiktsanalysen og analysen av lønnsomheten i IT-bransjen. Dette er også overførbart til analyser av andre IT-selskaper. Mye av teorien som brukes i oppgaven er også generell teori for verdsettelse og finans og kan brukes av andre prosjekter. I motsetning til disse analysene, er eksempelvis ressursanalysen og regnskapsanalysen, samt nøkkeltall spesifikke for Bouvet. Dette er mindre relevant for andre analyser. Som en konsekvens er det ikke mulig å generalisere dette prosjektet og overføre til andre verdsettelser.

4. LITTERATUR

4.1 ÅRSAKER TIL KONKURRANSEKRAFT

Spørsmålet om hva som er årsaker til konkurransekraft er et teoretikere har undersøkt i flere tiår. Resultatet av forskningen til blant andre Porter, Barney, Day og Rumelt har blitt til det som kan avgrenses til to syn på hva som skaper konkurransekraft. Et eksternt syn sier at konkurransekraften dikteres av faktorer som finnes rundt virksomheten og kalles posisjoneringsskolen. Det interne

synet kjennetegnes ved at konkurransekraften betinges av faktorer som finnes i virksomheten og kalles det ressursbaserte synet. Det bør understrekes at selv om de utgjør to forskjellige syn vil det ikke nødvendigvis være slik at den ene ekskluderer den andre. De kan begge brukes i kombinasjon for et helhetlig bilde av den strategiske situasjonen en virksomhet befinner seg i.

POSIJONERINGSSKOLEN

Posisjoneringskolen baseres i å undersøke konkurransefortrinn ut i fra hvordan bedriften er posisjonert i forhold til de virksomhetsmessige omgivelsene og kan sies å ha et utenfra-og-inn syn på konkurransekraft. Ut i fra sin markedsposisjon kan en virksomhet utvikle og beskytte sitt konkurransefortrinn. De to verktøyene som er sentrale i analyser under denne skolen er SCP-rammeverket og Porters fem markedskrefter (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 308-309).

SCP fremhever bransjestruktur og strategiske valg som komponentene bak virksomhetens prestasjoner, der strukturen påvirker de strategiske valgene en bedrift kan ta. I Porters femkraftsmodell hevdes det at det finnes fem markedskrefter som definerer lønnsomheten i en bransje. Disse er bedriftens forhandlingsstyrke hos kunder, bedriftens forhandlingsstyrke hos leverandørenes, trussel fra substitutter, trussel fra nyetablerere og bransjens interne rivalisering. Når disse markedskreftene stiger faller lønnsomheten i bransjen (Gjønnes & Tangenes, 2016).

I Gjønnes og Tangenes (2016) legges det til grunn at mulighetene for å sikre en god markedsposisjon defineres av tilstedeværelsen av inngangsbarrierer, produktdifferensiering og konsentrasjon i bransjen. I følge Michael Porter (1979) finnes det en rekke inngangsbarrierer (fritt oversatt): stordriftsfordeler, høye investeringskostnader, driftsfordeler som læring og erfaring, tilgang til omsetningskanaler og statlige innvirkninger. I tillegg vil den forventede reaksjonen til aktører som allerede har en markedsposisjon påvirke villigheten til å gå inn i en bransje. Dersom de eksisterende bransjeaktørene historisk har vist seg å reagere aggressivt mot nye etablerere vil dette også fungere som en inngangsbarriere.

DET RESSURSBASERTE SYNET

Det ressursbaserte synet (RBV) fremlegger at konkurransefortrinn kommer fra ressurser virksomheten besitter og kan sies å ha et innenfra-og-ut syn på konkurransekraft. I RBV-litteraturen defineres virksomhetens ressurser som alle virksomhetens eiendeler, egenskaper,

organisasjonelle prosesser, informasjon og kunnskap som kontrolleres av virksomheten (Barney, 1991, s.101). Gjennom slike ressurser kan det avgjøres hvorvidt virksomheten står i en posisjon hvor de har et konkurransefortrinn eller har etablert et varig konkurransefortrinn. Barney (s. 102) beskriver et konkurransefortrinn som en tilstand der virksomheten gjennomfører en verdiskapende strategi som ikke besittes av nåværende eller potensielt konkurrerende virksomheter. Videre definerer Barney et varig konkurransefortrinn ikke som noe som beholdes over et lengre kalenderbestemt periode, men heller ressursens egenskap til å ikke kunne bli implementert av konkurrerende virksomheter og at fortrinnet beholdes etter forsøk på integrasjon av ressursen blant konkurrenter. Altså er en ressurs' utløpsdato den datoen konkurrenter vil ha muligheten til å replikere det strategiske mulighetsområdet ressursen gir.

VRIN-rammeverket bygger på forutsetninger om at de eneste essensielle egenskapene ved ressurser som skal gi grunnlag for et varig konkurransefortrinn er deres heterogenitet og immobilitet. Et argument mot dette har blitt lagt frem i form av fortrinn skapt gjennom å være en såkalt pioner, men blir avvist og omdirigert av Barney (s. 104), som mener enhver fordel oppnådd som et resultat av å være en pioner heller tillegges besittelsen av en unik informasjonsressurs.

Svakheter ved RBV har blitt lagt frem som at rammeverket er for statisk og ikke tar hensyn til endring i organisasjonen gjennom medier som læring og utvikling (Gjønnes & Tangenes, 2016, s. 311) og har dessuten blitt kritisert for å mangle grunnlag for å kunne testes empirisk.

4.2 MODERNE PORTEFØLJETEORI OG RELEVANT RISIKO

Moderne porteføljeteori (MPT), introdusert av Harry Markowitz i på 1950-tallet, eksisterer i dag som et konseptuelt rammeverk. I følge MPT er en investors største utfordring å finne en balanse mellom risikoen som tas ved å investere i et selskap (Vollmer, 2015). Vi har to typer risiko; den ene omtales som systematisk og er markedsspesifikk, og den andre omtales som usystematisk og er bedriftsspesifikk. I følge MPT vil den bedriftsspesifikke risikoen bli lavere jo flere bedrifter som inkluderes i porteføljen. Dersom en portefølje består av flere bedrifter som opererer i forskjellige industrier anses investoren som veldiversifisert. Tanken bak en portefølje bygget opp av bedrifter som opererer i forskjellige industrier er at hvis verdien av en aksje faller, vil verdien av en annen aksje stige.

Den forventede avkastningen av en portefølje er et veid gjennomsnitt av forventet avkastning på to aksjer (Bøhren et al, 2017, s. 57). Ved å inkludere flere aksjer i porteføljen avtar variansen til porteføljeavkastningen (s. 68). Slik fungerer diversifisering som en måte for å redusere risikoen ved en porteføljeinvestering. En slik investering fungerer imidlertid kun hvis selskapene vektet likt, ved at det investeres like mye i hvert selskap, og selskapene er spredt mellom forskjellige industrier.

En del av prosessen ved å kjøpe en aksje er å gjennomføre en verdivurdering. Det bør understrekes at en verdivurdering er nettopp dette, en *vurdering*. Det gjøres en subjektiv vurdering av hva som er en rimelig pris for et verdipapir basert på ulike faktorer, hver av disse blir igjen tilsatt en subjektiv forklaringskraft. I en verdivurdering vil investoren legge forskjellig vekt på forskjellig informasjon. Dyrnes (2011) mener det vil være nærmere en verdiopfatning enn en verdsettelse.

4.3 KAPITALVERDIMODELLENS BEGRENSNINGER

Kapitalverdimodellen (KVM) ble utviklet av William Sharpe og John Lintner på 1960-tallet og bygger på Harry Markowitz' MPT. Modellen anses som en grunnleggende del av finansiell teori og brukes blant annet til å beregne kapitalkostnad. KVM må sees i kombinasjon med MPT og forutsetter at investoren er veldiversifisert, modellen tar derfor kun hensyn til systematisk risiko. Attraktiviteten til KVM er på grunn av dens prediksjoner av forholdet mellom forventet avkastning og risiko, i tillegg til risikomåling - men modellen er ikke ufeilbarlig og har begrensninger (Fama & French, 2004).

I KVM har Sharpe og Lintner to forutsetninger: fullstendig enighet blant aktører om sannsynlighetsfordelingen for en eiendels fremtidige pris og at det er mulighet til å låne til en risikofri rente. Slike forenklete forutsetninger fører til at modellens empiriske resultater blir svake (Fama & French, 2004). Fama og French foreslår videre at disse empiriske svakhetene kan skyldes at modellen har teoretiske feil som et resultat av forenklete forutsetninger eller vanskeligheter ved å gjennomføre valide tester av modellen (2004, s. 25).

Et resultat av de empiriske testene viser at den usystematiske risikoen ikke har noen effekt på aksjekursen. Med dette kan man forstå at usystematisk risiko ikke er relevant for risikokompensasjonen. Altså har investorer tatt på seg risiko uten å få noe igjen for det. Det betyr også at særlig i store selskap med mye usystematisk risiko vil det være gunstig å ha mange forskjellige investorer (Bøhren et al, 2017, s. 144). En annen svakhet ved modellen nevnt at Bøhren, Michalsen og Nordli er at den kun er en-periodisk, mens i virkeligheten vil prosjekter ofte vare i minst to perioder. KVM er altså ikke en perfekt modell for å beregne avkastningskrav for usikre prosjekter (s. 146).

4.4 VERDIBEGREPET

Verdi er et begrep som må forstås som noe subjektivt, i motsetning til et objektivt begrep som pris. Dyrnes (2011) opererer med tre forskjellige verdibegreper, nettopp fordi det ville være unøyaktig å påstå at et objekt har kun én riktig verdi. I følge Dyrnes (2011) kan disse verdibegrepene defineres som:

Åpen markedsverdi - en sannsynlig pris som ville blitt betalt i et fritt og åpent marked. Dette må ikke tas som et entydig begrep, for eksempel finnes det ulike markeder med ulike premisser som gjør at verdioppfatningen kan være annerledes. Det blir dermed viktig i sammenheng med en slik transaksjon å beskrive markedet den foregår i.

Lukket transaksjonsverdi - en sannsynlig pris i et marked hvor kun et begrenset antall aktører er med. Denne skiller seg fra en åpen markedsverdi på grunn av at det ofte er spesielle hensyn som må tas inn i vurderingen av verdi. Eksempelvis kan verdien i en slik transaksjon påvirkes av finansielle restriksjoner hos en av partene eller eventuelle synergier mellom de.

Eierverdi - en sannsynlig verdi det har for en aktør å ha eiendomsretten på et objekt. Med dette menes den verdien en eiendel skaper gjennom fremtidige kontantstrømmer diskontert for nåverdien.

Kaldestad og Møller (2012) deler verdibegrepet i to, bruksverdi og salgsverdi. Her er bruksverdi nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer som opptjenes ved hjelp av eiendelen, mens salgsverdi er den verdien som kan oppnås ved et salg av eiendelen.

5. FINANSIELL METODE

5.1. VERDSETTINGSMETODER

Verdsettelse kan utføres med utgangspunkt i flere ulike tilnærminger. I de påfølgende delkapitlene vil vi presentere de mest sentrale verdsettelsesmetodene for vår verdsettelse, som innebærer inntjeningsbaserte metoder, markedsbaserte tilnærminger og opsjonsbasert tilnærming. I følge Kaldestad og Møller(2017) kan verdsettelse også gjennomføres ved en balansebasert tilnærming hvor selskapets verdi tilsvarer selskapets eiendeler fratrukket gjeld og kostbasert tilnærming, hvor selskapsverdien fastsettes ut fra kostnaden ved å anskaffe eiendeler.

5.1.1 INNTJENINGSBASERT METODE

Verdivurdering ved inntjeningsbaserte verdsettelsesmodeller baserer seg på diskontering av fremtidige inntektsstrømmer, som eksempelvis dividendeutbetalinger, fri kontantstrøm eller meravkastning (Petersen et al, 2017, s. 297). Inntjeningsbaserte verdsettelsesmetoder forutsetter at selskapets egenkapitalverdi fastsettes ved å beregne nåverdien av fremtidig forventet kontantstrøm diskontert basert på en diskonteringsfaktor som reflekterer den underliggende risikoen i kontantstrømmene (Damodaran, 2012, s.323). Slike metoder kan enten estimeres med utgangspunkt i en-periode eller to-periodemodell. I en-periodemodellen forutsetter man at selskapet er i en stabil vekstfase, og at selskapets kontantstrøm enten er konstant eller vokser i takt med vekstfaktoren. En slik modell tar ofte utgangspunkt i Gordons vekstformel, som er gitt ved:

$$V_o = \frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstfaktor}}$$

To-periode modellen forutsetter at selskapet først opplever en langsiktig vekst under en eksplisitt prognoseperiode, og deretter går inn i en fase med konstant vekst, kalt terminalperiode.

Terminalperioden tar ofte utgangspunkt i Gordons vekstformel. Formlene som blir presentert under de påfølgende avsnittene tar utgangspunkt i to-periodemodellen.

Det er flere argumenter som taler for at inntjeningsbaserte modeller bør anvendes ved en verdsettelse. Et sentralt argument er at selskaper har ofte underliggende verdier som ikke vil

materialiseres før mange år frem i tid. Ved framskriving av kontantstrømmer kan små endringer i kritiske variabler som budsjett drivere og avkastningskrav gi svært varierende resultater i verdiestimatet. Denne sensitiviteten impliserer at slike verdsettelsesmodeller har god relevans og anvendelse ved verdivurdering av selskaper. Samtidig medfører en slik sensitivitet mot endringer i nøkkelvariabler at verdivurdering av selskaper er en vanskelig øvelse i praksis (Kaldestad & Møller, 2017, s. 34-35).

5.1.1.1 DIVIDENDE-MODELLEN

Dividendemodellen baserer verdiestimatet på nåverdien av fremtidige utbytter med egenkapitalkostnaden som diskonteringsfaktor. Modellens forutsetninger bygger på at en investor som eier en aksje kan oppdrive kontantstrøm både i form av utbytter og ved fremtidig aksjepris som blir drevet av forventningene om fremtidige utbytter. Modellen forutsetter videre en estimering av fremtidig vekstrate i inntjening og utbetalingsforholdet av dividende (Damodaran, 2012, s.323). I følge Damodaran (2012) vil metoden kunne føre til en undervurdering av selskapsverdien dersom ikke all kontantoverskudd utbetales i utbytte. Modellen tar heller ikke hensyn til at selskaper kan returnere overskudd til aksjonærene ved tilbakekjøp av aksjer, i stedet for, eller i tillegg til, dividendeutbetalinger (Damodaran, 2012, s.333).

Formelen for dividendemodellen er definert ved:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Dividende}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{\text{Dividende}_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.1.1.2 DISKONTERTE KONTANTSTRØMMER (DCF-MODELL)

Diskontering av fri kontantstrøm (DCF-modell) er den mest utbredte metoden innenfor nåverdiberegninger i praksis. Diskonterte fri kontantstrømmer kan estimeres både på grunnlag av selskapsverdi (FCFF-modellen) og egenkapitalverdi (FCFE-modellen). Fri kontantstrøm til firmaet og egenkapital kan beregnes med utgangspunkt i formelen:

$$\text{NOPAT} + \text{Avskrivninger og Amortiseringer} \mp \Delta \text{ Netto arbeidskapital} - \text{Netto investeringer} = \text{Fri kontantstrøm til firmaet} \mp \Delta \text{ Netto rentebærende gjeld} \mp \text{Netto finanskostnader etter skatt} = \text{Fri kontantstrøm til egenkapital}$$

(Petersen et al, 2017, s.255).

Formelen tar utgangspunkt i nøkkeltallet NOPAT (net operating profit after tax) og tar deretter

hensyn til endringer i kapital som er bundet opp i arbeidskapital, investeringer og gjeldsforpliktelser. Metoden fremstiller kontantstrømmen på en god måte fordi den fokuserer på nøkkeltall som gjenspeiler den underliggende inntjeningen til selskapet. En sentral svakhet ved metoden er at den ikke fanger opp i hvilken grad selskapet evner å generere verdi for eierne (Kaldestad & Møller, 2017, s.40).

Selskapsverditilnærming (FCFF-modellen)

Selskapsverdimodellen (FCFF-modellen) fastsetter markedsverdien av egenkapitalen indirekte gjennom to trinn. I det første trinnet beregnes totalverdien av selskapet ved diskontert fri kontantstrøm til drift med totalkapitalens avkastningskrav som diskonteringsfaktor. Deretter trekkes markedsverdien av selskapets netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien (Plenborg et al, 2017, s.304-305). Fordelen ved FCFF-modellen fremfor FCFE-modellen er at metoden ikke tar hensyn til fremtidige gjeldsfordringer, som ofte kan være svært volatile og vanskelig å fremskrive (Damodaran, 2012, s.386).

Formelen for selskapsverdimodellen er definert som:

$$\text{Markedsverdi av selskapsverdi}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Egenkapitalverditilnærming (FCFE-modellen)

FCFE-metoden fastsetter nåverdien av selskapets egenkapital direkte ved å diskontere fri kontantstrøm til egenkapital med egenkapitalkostnaden som diskonteringsfaktor. Fri kontantstrøm til egenkapital defineres som den kontantstrømmen som er igjen til eierne etter at alle finansielle forpliktelser har blitt møtt (Petersen et al., 2017, s.306).

Egenkapitalverdimodellen er gitt ved:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.1.1.3 RI-MODELLEN

Residualinntekt-modellen (RI), også kalt superprofittmodellen, legger selskapets egenkapital til grunn for verdivurderingen. Modellen vektlegger tre elementer i estimeringen: 1) bokført verdi av

egenkapital ved fjorårets slutt, 2) nåverdien av residualinntekten i prognoseperioden og 3) nåverdien av residualinntekten i den operative perioden. RI modellen forutsetter at markedsverdien av egenkapitalen kun er høyere enn bokført verdi av egenkapital når fremtidig residualinntekten overstiger kapitalkostnaden til selskapet (Petersen et al, 2017, s. 311-312). Modellen er sterkt knyttet opp mot finansiell teori og tar utgangspunkt i de faktiske verdidriverne i et selskap som differansen mellom rentabilitet og kapitalkostnad, vekst i kapitalbase og lengde på periode med superprofitt (Kaldestad & Møller, 2017, s. 44).

RI-modellen er gitt ved:

$$\text{Markedsverdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^n \text{Bokført verdi av egenkapital}_0 + \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{(r_e-g)} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.1.2 MULTIPPELVERDSETTELSE

Verdsettelse gjennom multipler utføres med utgangspunkt i den relative prisingen til sammenlignbare selskaper. Metoden tar utgangspunkt i et nøkkeltall fra resultatet eller balansen som multipliseres med en faktor. Verdsettelse ved bruk av multipler er en relativt enkel og lite tidkrevende metode. Samtidig er metoden markedsdrevet og gir en selskapsverdi med utgangspunkt i hva markedet er villig til å betale for sammenlignbare selskaper i dag. For at denne metoden skal gi en nåverdi som gjenspeiler markedsverdien av selskapet som verdsettes, må de sammenlignbare selskapene oppfylle samme forutsetninger om størrelse, vekst, lønnsomhet og risiko. Det kan ofte være vanskelig å finne selskaper som oppfyller disse kravene i praksis (Kaldestad og Møller, 2017, s. 221-223).

5.1.2.1 P/E

P/E er definert ved formelen:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E-tilnærmingen er den mest brukte multippelen i praksis. Multippelen viser markedsverdien av egenkapitalen i forhold til resultat etter skatt. Fordelen ved metoden er at den er enkel å anvende og kan gi enkle betraktninger rundt kostnaden på kapital for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. P/E-tilnærmingen bør imidlertid brukes som et supplement til annen multippelanalyse. Det kommer av at multippelen blir påvirket av selskapets finansieringsgrad, som fører til at

selskaper som i større grad finansieres gjennom egenkapital, vil få en høyere verdi selv om de komparative selskapene tilsynelatende er identiske (Kaldestad & Møller, 2017, s. 228-229).

5.1.2.2 EV/SALES

EV/Sales er definert ved formelen:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Salg}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

EV/Sales viser forholdet mellom summen av markedsverdien av egenkapitalen og netto rentebærende gjeld og driftsinntekter. Multippelen gir grove betraktninger rundt effektiviteten i selskapets drift og kan benyttes til å vurdere selskaper med negativt resultat. I likhet med P/E multippelen bør EV/Sales benyttes som en sekundær multippel. For at multippelen skal reflektere markedsverdien til selskapet som vurderes forutsettes det at de sammenlignbare selskapene opererer med samme fortjeneste (Kaldestad & Møller, 2017, s. 231).

5.1.2.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA er definert ved formelen:

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

EV/EBITDA-multippelen viser markedsverdien av egenkapital og netto rentebærende gjeld i forhold til driftsresultat før avskrivninger. Ved å anvende denne multippelen utelater man forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill. Ulemper ved bruk av EV/EBITDA er at den ser bort i fra forskjeller i risiko og fremtidige investeringsbehov og den fanger dermed ikke opp underliggende forskjeller i to selskap med samme driftsresultat, som i realiteten burde gjøre at de prises annerledes (s. 231-232).

5.1.2 OPSJONSBASERT TILNÆRMING

En opsjonsbasert tilnærming baserer verdsettelsen på nåverdien ved tradisjonell kontantstrømbasert metode i et statisk scenario, men tillegger verdien av en realopsjon. En realopsjon tar utgangspunkt i tradisjonell opsjonsprising av finansielle instrumenter og kombinerer dette med investeringer i realaktiva (Kaldestad & Møller, 2017, s. 258). I likhet med en finansiell opsjon vil en realopsjon gi en rett, men ikke plikt til å gjennomføre et prosjekt. Denne formen for fleksibilitet kan være

verdifull, men har en tendens til å bli undervurdert i en DCF-analyse. Dette skyldes at beregning av fremtidige kontantstrømmer opererer med en forventet pris, uten å ta høyde for endringer i investeringsbeløp og produksjonsvolum (Bøhren et al, 2017). En realopsjon vil typisk deles inn i følgende handlingsalternativer: 1) muligheten til å utsette et prosjekt, 2) muligheten til å utvide et prosjekt, eller ekspandere eller 3) muligheten til å anvende eller relativt raskt avvikle et prosjekt. Metoden vil ofte være krevende å utføre i praksis. Det kommer av at det er stor usikkerhet tilknyttet flere av komponentene som inngår i estimatet av en realopsjon. Eksempelvis prises ikke underliggende eiendeler ved et likvid marked, som i tilfellet med finansielle opsjoner. Derav vil opsjonsverdien bestemmes av verdiestimatet på den underliggende eiendelen, som det i utgangspunktet er knyttet betydelig usikkerhet til (Kaldestad & Møller, 2017, s. 263-264).

5.2. TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV

Totalkapitalens avkastningskrav (WACC) er et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnaden til et selskap. WACC vektlegger selskapets kapitalstruktur og tar hensyn til at et selskap kan finansieres gjennom ulike kilder til kapital som forutsetter ulik type risiko. Dette gir videre et grunnlag for å estimere det avkastningskravet en investor bør kreve sett opp mot den underliggende risikoen til selskapet (Kaldestad & Møller, 2017, s. 53).

Formelen for totalkapitalens avkastningskrav er definert ved:

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

Hvor:

E = markedsverdi av egenkapital D = markedsverdi av gjeld

r_e = selskapets egenkapitalkostnad r_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

Bouvet har ingen langsiktig rentebærende gjeld på nåværende tidspunkt, og markedsverdien av gjeld er derfor lik 0. Det innebærer at gjeldsledet i totalkapitalens avkastningskrav faller bort. Det er ikke opplyst i Bouvets årsrapporter at selskapet forventer endringer i kapitalstruktur i fremtiden.

Med utgangspunkt i at selskapet har en svært kapitallett forretningsmodell, vurderer vi det som lite sannsynlig at selskapet kommer til å ta opp gjeld under prognoseperioden. Derfor vil avkastningskravet utelukkende basere seg på selskapets egenkapitalkrav.

5.2.1 EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV

Egenkapitalens avkastningskrav er den avkastningen en investor krever på sin investerte kapital i et selskap som en kompensasjon for den underliggende risikoen (Damodaran, 2012, s. 183). Vi velger å benytte kapitalverdimodellen for å beregne egenkapitalens avkastningskrav.

Kapitalverdimodellen er den mest brukte metoden for å beregne egenkapitalkostnad i praksis. En grunnleggende forutsetning for modellen er at en investor med en veldiversifisert portefølje, kun vil betale for den risikoen som ikke kan diversifiseres bort (Petersen et al, 2017, s.345).

Formelen for egenkapitalens avkastningskrav gitt ved kapitalverdimodellen er definert som:

$$r_e = r_f + \beta [r_m - r_f]$$

Hvor:

$$r_f = \text{risikofri rente} \quad \beta = \text{selskapets egenkapitalbeta}$$

$$r_m = \text{avkastning på en markedsportefølje eller indeks}$$

$$[r_m - r_f] = \text{markedets risikopremie}$$

5.2.1.1 RISIKOFRI RENTE

Risikofri rente er den avkastningen en investor kan forvente uten å eksponere seg for risiko. Fra et teoretisk perspektiv er den beste måten å fastsette risikofri rente gjennom forventet avkastning på en null- β portefølje. Det har imidlertid vist seg at denne metoden fungerer dårlig i praksis på grunn av kompleksiteten knyttet til oppbyggingen av en slik portefølje. Den vanligste måten å beregne risikofri rente er gjennom avkastningen på statsobligasjoner, fordi statsobligasjoner regnes for å være risikofrie. I de fleste tilfeller vil dette være mest hensiktsmessig, men man skal allikevel være oppmerksom på at det finnes tilfeller hvor statsobligasjoner har medført risiko (Petersen et al, 2017, s. 346). Petersen, Plenborg og Kinserdal (2017) anbefaler å basere risikofri rente på 10-årig statsobligasjoner, fordi statsobligasjoner målt på 10-års basis gir den renten som er mest forenlig med den underliggende kontantstrømmen som skal diskonteres. Følgelig forutsettes det at man

benytter statsobligasjoner i samme valuta som kontantstrømmene til selskapet man verdsetter. I vårt tilfelle vil det derfor være aktuelt å bruke norske 10-års statsobligasjoner som utgangspunkt. Gjennomsnittrenten på norske 10-års statsobligasjoner lå i 2018 på 1.88% (Norges Bank, 2018), og vil være størrelsen vi benytter som risikofri rente i vårt estimat.

5.2.1.2 MARKEDETS RISIKOPREMIE

Markedets risikopremie defineres som differansen mellom forventet meravkastning i aksjemarkedet og risikofri rente. Det finnes primært tre tilnærminger for å beregne markedets risikopremie:

- Estimering av historisk risikopremie
- Estimering av en implisitt markedspremie basert på nåværende børskurs
- Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere

Estimering av historisk risikopremie er den mest utbredte metoden i praksis.

Metoden baserer seg på snittet av den historiske avkastningen til en markedsindeks justert for gjennomsnittlig historisk avkastning på statsobligasjoner (Kaldestad & Møller, 2017, s. 166).

Resonnementet bak metoden er at markedets historiske risikopremie er en god indikator på hvilken risikopremie man kan forvente i fremtiden (Petersen et al ,2017, s. 361).

Estimering av markedets risikopremie basert på nåværende børskurs er en markedsdrevet metode som fastsetter risikopremien med utgangspunkt i en vekstmodell. Modellen har som formål å beregne den risikopremien som er forenlig med dagens børsverdi. I motsetning til metoden som baserer seg på historiske data, vil denne metoden gi en risikopremie som bygger på fremtidsforventninger. Det er mye usikkerhet knyttet opp mot en slik tilnærming, fordi små endringer i fremtidsutsiktene vil gi en risikopremie med store variasjoner (Kaldestad & Møller, 2017, s.168-169).

Spørreundersøkelse blant investorer og akademikere legger relevante markedsaktørers prognoser til grunn for fastsettelse av markedets risikopremie. Relevansen for en slik metode forutsetter at aktørene er representative for markedet (Kaldestad & Møller, 2017, s.169).

Vi har valgt å gjøre en egen beregning av markedets risikopremie basert på historiske data. Estimatet vårt tar utgangspunkt i avkastningen til S&P 500 og 10-årig US T-bonds i perioden 1928 til 2018. Vi velger å beregne risikopremien på basis av S&P 500 fremfor OSEBX, på grunn av at det ikke er tilgjengelig tilstrekkelig historisk data for den norske indeksen. Det amerikanske aksjemarkedet er stort og veldiversifisert med lang historikk. Det er derfor ansett som et godt estimeringsgrunnlag for andre land og betegnes som et modent marked (Damodaran, 2012, s.166). I følge Damodaran kan risikopremien for ulike land beregnes med utgangspunkt i formelen:

$$\text{Markedets risikopremie} = \text{Basispremie for et modent marked} + \text{Tilleggspremie basert på land}$$

Tilleggspremien reflekterer den ytterligere risikoen tilknyttet det enkelte lands aksjemarked. Fastsettelse av en slik tilleggspremie kan eksempelvis gjøres ved å se på kredittrangeringen til det aktuelle landets statsobligasjoner. En slik kredittrangering måler risikoen for misligholdelse av statsgjeld. Moody's Investor Service gir norske statsobligasjoner en kredittrangering på Aaa, som samsvarer med et modent marked (Moody's, 2018). Dermed vil vårt estimat kun basere seg på basispremien.

I følge Koller et al (2015) vil estimatet bli mer presist desto lenger historikk som brukes. Dette støttes av Damodaran, som viser til at standardavviket til beregningen av risikopremie reduseres med lengre historikk. Vi velger derfor å bruke en måleperiode på 90 år. Videre påpeker Koller et al (2015) at en riktig prognose ligger et sted mellom det geometriske- og aritmetiske snittet. I vårt estimat har vi derfor valgt å regne risikopremien som et gjennomsnitt av de to overnevnte. Estimatet er presentert i tabell 5A.

Risikopremie: S&P500 - 10 årig T-bond					
Periode: 1928-2018					
Geometrisk gjennomsnitt			Aritmetisk gjennomsnitt		
S&P500	10 årig T-bond	Risikopremie	S&P500	10 årig T-bond	Risikopremie
9.49 %	4.83 %	4.66 %	11.36 %	5.10 %	6.26 %
Risikopremie basert på gjennomsnittet av geometrisk- og aritmetisksnitt: 5.46 %					

Tabell 5A - Markedets risikopremie

Som det fremkommer av tabellen, har vi målt markedets risikopremie til 5,46%. Et slikt estimat kan inneholde støy og vi mener derfor det er hensiktsmessig å sammenligne resultatet opp mot

andre representative anslag for å kvalitetssikre estimatet. Som sammenligningsgrunnlag velger vi å basere oss på en spørreundersøkelse publisert av revisjons- og rådgivningsfirmaet PwC, samt beregninger gjennomført av Aswath Damodaran, finansprofessor ved Stern Business School. PwC gjennomfører i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening årlige undersøkelser blant et utvalg respondenter innenfor finansmiljøet for å fastsette en årlig risikopremie. I deres undersøkelse for 2018 vurderer de markedets risikopremie per 2018 til å ligge på 5%. Damodaran publiserer årlig egne estimater på markedets risikopremier for ulike land. Damodaran gir Norge en risikopremie på 5,96% for 2018. Basert på disse to vurderingene vil risikopremien ligge et sted mellom 5% og 5,96%. Vår beregning ligger omtrentlig midt i dette intervallet og synes på grunnlag av dette å være fornuftig. En risikopremie på 5,46% vil derfor være den størrelsen vi velger å bruke i estimeringen av egenkapitalkostnaden.

5.2.1.3. LIKVIDITETSPREMIE

Likviditetspremie er en tilleggssats rettet mot selskaper med lav likviditet. Likviditetspremien fungerer som en kompensasjon for risikoen ved å binde kapital i et verdipapir som er lite omsatt. Det er i hovedsak to årsaker til at det er vanlig å medregne en likviditetspremie i selskaper med lav likviditet. Det første momentet innebærer økte transaksjonskostnader, som vil si differansen mellom kjøps- og salgskurs ved tidspunktet for den aktuelle transaksjonen. Det andre momentet er at et illikvid selskap har risiko knyttet opp mot at en investor risikerer å bli låst inne i det aktuelle verdipapiret ved et bredere markedsfall (Kaldestad & Møller, 2017, s.171).

De 20 største aksjonærene eier totalt 64% av Bouvets aksjebeholdning, som gir en relativt høy konsentrasjon av eierinteresser hos et fåtall investorer. Bouvet har en annualisert omsetningshastighet på 24,47%, sammenlignet med Oslo Børs hvor den gjennomsnittlige annualiserte omsetningshastigheten for 2018 lå på anslagsvis 47,6%. Dette indikerer at aksjen er forholdsvis lite omsatt og medfører en viss grad av innlåsningsrisiko. Samtidig vil en handel av Bouvet sine aksjer medføre transaksjonskostnader. Vi kan se av selskapets ordrebok at det er en relativt stor spread mellom kjøp- og salgsordre (Oslo Børs, 2019). Spreaden mellom kjøp og salg for Bouvet ligger på om lag 2 %. Teoretisk vil en investor ha lavere betalingsvillighet for en aksje som medfører transaksjonskostnader, som tilsier at en aksje med transaksjonskostnader krever en likviditetspremie som kompensasjon (Kaldestad og Møller, 2017, s. 283). På bakgrunn av at aksjen er lite omsatt ved Oslo Børs og medfører transaksjonskostnader legger vi til grunn at Bouvet

kvalifiserer for en likviditetspremie. Størrelsen på likviditetspremien fastsettes basert på skjønnsmessige vurderinger. I vår vurdering vektlegger vi transaksjonskostnadene som tilfaller aksjen, og tillegger Bouvet en likviditetspremie på 2%.

5.2.1.4. EGENKAPITALBETA

Beta måler den relative risikoen til en investering i forhold til markedsporteføljen. Selskapets beta tallfestes med utgangspunkt i aksjekursens volatilitet overfor avkastningen i markedet. Matematisk blir beta definert ved å dividere kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2017, s.161).

Det finnes i hovedsak tre måter å beregne beta på (Damodaran, 2012):

- Regresjon basert på historiske aksjekurser målt mot en indeks.
- Estimering av beta basert på komparative selskaper
- Beta basert på regnskapsført inntjening

En regresjonsanalyse basert på historiske aksjekurser tallfester betaen basert på selskapets avkastning målt opp mot avkastningen til en markedsindeks. Helningen til regresjonen representerer selskapets beta og måler i hvilken grad selskapet korrelerer med markedsindeksen i den eksplisitte måleperioden hvor regresjonen gjennomføres. I tillegg vil resultatet definere regresjonens forklaringsvariabel, kalt R^2 , som uttrykker i hvilken grad selskapet blir drevet av bedriftsspesifikk- og markedsspesifikk risiko. Standardavviket til regresjonen viser hvor mye usikkerhet det er i estimatet og kan benyttes til å beregne et konfidensintervall for betaverdien (Damodaran, 2012, s. 183-184).

Formelen for selskapets beta (R_j) relativt til markedsindeksen (R_m) er gitt ved:

$$R_j = a + b R_m$$

Hvor:

a = Skjæringspunktet til regresjonen

b = helningen til regresjonen, gitt ved kovariansen $(R_j, R_m)/\sigma_m^2$

Estimering av beta basert på komparative selskaper baserer betaestimatet på et gjennomsnitt av forretningsbetaen til bransjen, også kalt unlevered beta.

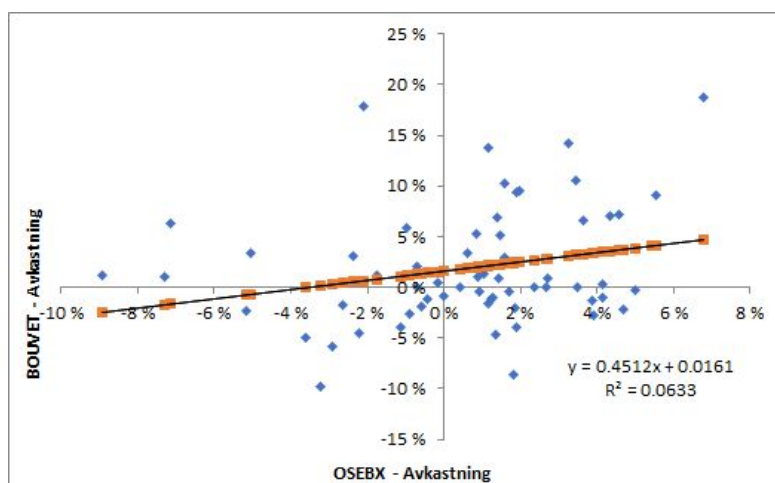
Formelen for unlevered beta er gitt ved:

$$\text{Unlevered } \beta_{\text{bransje}} = \beta_{\text{komparativt selskap}} / \left[1 + (1 - t) \left(\text{Gjeld/Egenkapital}_{\text{komparativt selskap}} \right) \right]$$

Som det kommer av formelen forutsetter metoden en estimering av egenkapitalbeta for hvert av de komparative selskapene, som deretter justeres for ulikheter i kapitalstruktur. Beregningen av egenkapitalbetaen for de komparative selskapene utføres ved en regresjonsanalyse. Estimert av bransjen “unlevered” beta vil bli mer presist desto flere selskaper som inkluderes, ettersom at det vil redusere standardavviket (Damodaran, 2012, s. 197-198).

Beregning av beta basert på regnskapsført inntjening, legger selskapets bruttoresultatet til grunn for å måle selskapets relative risiko målt opp mot markedet. Ved denne tilnærmingen utfører man en regresjonsanalyse av selskapets endring i bruttoresultat mot tilsvarende endring i indeks, og på den måten finner selskapets beta. Ulempen med en slik tilnærming er at betaen vil typisk gå mot 1 for alle typer selskaper. Dette skyldes at resultatført inntjening har en tendens til å bli utjevnet i forhold til de underliggende verdiene i et selskap. På bakgrunn av få måleperioder, man vil kun måle på kvartals- eller årsbasis, vil regresjonens forklaringsvariabel normalt bli lav og ha svak forklaringskraft (Damodaran, 2012, s. 205). Vi velger derfor å utelukke denne tilnærmingen ved beregning av selskapets egenkapitalbeta.

Vi har valgt å utføre en regresjon for å tallfeste Bouvets egenkapitalbeta. Regresjonen er målt over en 5 års periode med månedlig avkastning.



Tabell 5B - Regresjon av Bouvets egenkapitalbeta

Regresjonsanalysen gir en estimert egenkapitalbeta på 0,45. Regresjonen har en forklaringskraft på

6,33%. Det vil si at 6,33% av Bouvets avkastning kan forklares av markedsspesifikke forhold (systematisk risiko), og 93,67% av avkastningen er relatert til bransjespesifikke forhold (usystematisk risiko). Dette indikerer at aksjens avkastning i stor grad blir drevet av bransjespesifikke forhold, som, i motsetning til markedsrisikoen, kan diversifiseres bort (Damodaran, 2012, s.71).

Når man verdsetter et selskap er målet å estimere den fremtidige betaen. På bakgrunn av dette vil ikke en ren teknisk tilnærming være tilstrekkelig. Dette skyldes at selskapets beta kan på hvilket som helst tidspunkt i analyseperioden bli påvirket av engangshendelser (Koller et al, 2015,s.297). Det er også viktig å merke seg at mangel på likviditet i en aksje kan påvirke resultatet til regresjonen. En illikvid aksje vil automatisk få en lav beta, som ikke nødvendigvis gjenspeiler den underliggende risikoen i selskapet (Petersen et al, 2017, s.349). Som vi har nevnt under delkapittelet 5.2.1.3, er Bouvets aksje å regne som lite likvid. Det kan ha gitt utslag i regresjonsanalysen og resultert i at vi har estimert en lavere beta enn det som er reelt for selskapet. Vi ønsker derfor å kvalitetssikre betaestimatet ved å beregne den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen til komparative selskaper i bransjen. Ved å estimere egenkapitalbetaen basert på et bransjegjennomsnitt vil effektene av eventuelle enkelthendelser (Koller et al, 2015, s.300) og mangel på likviditet kunne bli redusert (Petersen et al, 2017,s.351). For å sikre at de komparative selskapene er tilstrekkelig likvide velger vi å inkludere selskaper notert ved OMX Stockholm, OMX Copenhagen 20 og France CAC 40, i tillegg til OSEBX. Betaverdiene for de komparative selskapene er hentet fra Bloomberg-terminalen. Resultatet av bransjebetaen fremgår av tabellen under.

<i>Komparativ beta</i>			
	Beta	ND/E	Unlevered beta
ATEA	0.351	0.00	0.349
EVRY	0.31	1.05	0.152
Capgemini	1.272	0.12	1.135
Know it	1.307	0.00	1.307
Netcompany	0.766	0.46	0.524
CRAYON	0.414	0.09	0.380
Itera	0.251	0.00	0.251
Gjennomsnitt	0.67		0.586

Tabell 5C - Komparativ beta

For å overholde konsistens i verdivurderingen har vi estimert unlevered beta med utgangspunkt i netto gjeld/egenkapital. Estimert gir bransjen en “unlevered” beta på 0,586. Bouvet har en netto rentebærende gjeld på 0, og dermed ligger egenkapitalbetaen til Bouvet på samme størrelse som bransjens “unlevered” beta. Estimaterne basert på regresjonsanalysen og bransjebetaen har gitt Bouvet en egenkapitalbeta på henholdsvis 0,45 og 0,586. Vi mener at mangel på likviditet i Bouvets aksje kan ha ført til en underestimert av egenkapitalbetaen ved regresjonsanalysen og vi velger derfor å basere oss på egenkapitalbetaen til bransjen. Betaen vi velger å bruke i kapitalverdimodellen vil dermed være 0,586.

5.2.1.5 BLUMES JUSTERINGSMODELL

Blumes justeringsmodell går ut på å justere egenkapitalbetaen ved hjelp av to justeringsfaktorer som er konstant for alle selskaper. Justeringsmodellen har til hensikt å drive betaen mot 1. Resonnementet bak modellen grunner i antagelsen om at egenkapitalbetaen for de fleste selskaper vil gå mot 1 over tid (Damodaran, 2012, s.187).

Formelen for Blumes justeringsmodell er gitt ved:

$$\text{Justert } \beta_e = \beta_e (0.67) + 1.00 (0.33)$$

Basert på Blumes justeringsmodell har vi estimert Bouvets egenkapitalbeta til 0,72.

$$\text{Justert } \beta_e = 0.586 (0.67) + 1.00 (0.33) = 0.72$$

5.2.1.6. BEREGNING AV EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV

I de foregående delkapitlene har vi estimert de ulike komponenter som danner grunnlaget for beregning av egenkapitalens avkastningskrav. Modellen under viser estimatet av egenkapitalens avkastningskrav basert på kapitalverdimodellen.

Egenkapitalens avkastningskrav	
Risikofri rente	1.88 %
Markedets risikopremie	5.46 %
Egenkapitalbeta	0.72
Likviditetspremie	2.00 %
Egenkapitalens avkastningskrav	7.81 %

Tabell 5D - Egenkapitalens avkastningskrav

Vi velger imidlertid å kun ha én desimal i egenkapitalkravet, og vårt avkastningskrav blir derav 7,8%.

5.2.3.KONSISTENSBETINGELSER

Når man verdsetter et selskap er det avgjørende å ta hensyn til at alle størrelser som benyttes under verdivurdering er konsistente. Dersom man fraviker fra konsistensbetingelsene vil det føre til et upresist verdiesimat. Sentrale elementer som inngår i vår verdsettelse gjelder:

- 1) Alle beregninger fremlegges i samme valuta. I vår verdsettelse gjelder det at alle tallstørrelser er i norske kroner.
- 2) Både avkastningskravet og verdiene som diskonteres er i nominelle størrelser.
- 3) Alle verdier som inngår i verdiesimatet er basert på netto størrelser, som eksempelvis at bransjens “unlevered” beta er basert på netto gjeld, i stedet for total gjeld.
- 4) Både avkastningskravet og kontantstrømmene er målt etter skatt. Som vi argumenterte for i avsnitt 5.2. har ikke Bouvet netto rentebærende forpliktelser ved verdsettelsestidspunktet, hvilket medfører at selskapets avkastningskrav baserer seg på egenkapitalkostnaden. Selv om ikke avkastningskravet er justert for skatt vil verdsettelsens vil fortsatt være konsistent, da selskapet ikke har en skattefordel relatert til gjeld.

6. REGNSKAPSANALYSE

Regnskapet til Bouvet er rapportert i samsvar med International Financial Reporting Standard (IFRS). Regnskapsoppstillingen til Bouvet legger til grunn “...prinsippene etter historisk kost, med unntak for forpliktelser knyttet til betinget vederlag i oppkjøp som er målt til virkelig verdi.” (Bouvet, 2019). Det innebærer at driftsrelaterte poster er vurdert til historisk kost og vil være

utgangspunktet for verddivurderingen av Bouvet. I følge Kaldestad og Møller (2017) vil virkelig verdi tilknyttet finansielle forpliktelser og omsettelige eiendeler redusere behovet for eventuelle justeringer i regnskapsoppstillingen. Vi vurderer derfor regnskapsoppstillingen, slik det er presentert i selskapets årsrapporter, til å reflektere selskapets faktiske finansielle stilling. På bakgrunn av dette mener vi at det ikke er nødvendig å gjøre justeringer i selskapets poster.

Konsernregnskapets presentasjonsvaluta fremmleges i norske kroner (NOK). Balanseposter i datterselskaper som opererer med annen valuta er korrigert til NOK ved balansedagens kurs, mens tilhørende resultatposter blir omregnet til gjennomsnittskursen (Bouvet, 2019).

Vi velger å presentere en analyseperiode på 7 år. Ved å se på historiske tall over en lengre tidsperiode vil man kunne avdekke om bransjen preges av sykler og identifisere om dagens lønnsomhetsnivå er realistisk med hensyn til det selskapet har prestert historisk (Kaldestad & Møller, 2017, s. 92). Årsregnskapet er hentet fra Bouvets årsrapporter i perioden 2012-2018.

6.1 REGNSKAPSANALYSENS FORMÅL

Regnskapsoppstillingen er en fremstilling av den underliggende økonomiske verdiskapningen i selskapet. Formålet med en regnskapsanalyse er derfor å kunne avdekke og forstå hvordan selskapet skaper verdi i praksis. Videre vil en analyse av selskapets historiske prestasjoner kunne gi en indikasjon på hva man kan forvente at selskapet vil prestere i fremtiden (Kaldestad & Møller, 2017, s. 60).

6.2 PRESENTASJON AV ÅRSREGNSKAPET

6.2.1 RESULTATREGNSKAPET

Resultatregnskap (TNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	1 030 349	1 112 774	1 132 598	1 232 486	1 330 811	1 607 353	1 846 711
Sum driftskostnader	-952 113	-1 017 681	-1 053 436	-133 132	-1 224 513	-1 463 216	-1 655 149
Driftsresultat	78 236	95 093	79 162	99 354	106 298	144 137	191 562
Netto finansposter	1 943	2 045	2 415	2 416	-249	1 799	13
Ordinært resultat før skatt	80 179	97 138	81 577	101 770	106 049	145 936	191 575
Skattekostnad	-23 622	-27 297	-24 596	-27 032	-26 164	-33 914	-41 078
Årets resultat	56 557	69 841	56 981	74 738	79 885	112 022	150 497

Tabell 6A Resultatregnskap

Resultatregnskapet til Bouvet viser en stabil vekst i driftsinntekter og årsresultat i tidsperioden 2015 til 2018. 2014 bærer preg av en svakere utvikling i omsetning og negativ vekst i årsresultatet. Den svake utviklingen i omsetning kan i hovedsak relateres til kostnadskutt i oljesektoren, som førte til en reduksjon i omsetning fra Bouvets største kunde, Equinor (tidligere Statoil). Dette ga ringvirkninger for selskapets faktureringsgrad, som ble redusert med 3,5%, og resulterte i nedgang i årsresultatet (Bouvet, 2015).

6.2.2 BALANSE

Balanse (TNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Anleggsmidler	46 639	47 630	70 712	67 330	90 346	101 502	120 166
Omløpsmidler	363 656	397 807	376 349	418 884	445 570	542 586	636 391
Sum eiendeler	410 295	445 437	447 061	486 214	535 916	644 088	756 557
Egenkapital	142 341	159 829	153 532	174 618	176 158	220 408	276 993
Langsiktig gjeld	1 723	0	669	285	1 578	218	574
Kortsiktig gjeld	266 231	285 608	292 860	311 311	358 180	423 462	478 990
Sum egenkapital og gjeld	410 295	445 437	447 061	486 241	535 916	644 088	756 557

Tabell 6B Balanseoppstilling

Som det fremgår av tabell 6B utgjør anleggsmidler en liten andel av selskapets totale eiendeler. Dette kjennetegner tjenesteytende virksomheter, hvor immaterielle eiendeler som ikke inngår i balanseoppstillingen utgjør virksomhetens viktigste eiendeler. For Bouvet dreier det seg om strukturkapital og opparbeidede relasjoner til kunder. Balanseoppstillingen viser også at selskapet har svært få langsiktige forpliktelser under analyseperioden. Hovedvekten av langsiktig gjeld kommer fra posten "utsatt skatt", som ikke er en rentebærende forpliktelse. Dette understøtter at Bouvet har en kapitallett forretningsmodell.

6.3 REFORMULERING AV RESULTATREGNSKAPET

Operasjonelle aktiviteter er primærdriverne for verdiskapningen i et selskap. Fra et analytisk perspektiv er det mest interessant å se på selskapets fortjeneste uavhengig av finansiering. Hensikten med en reformulering av resultatregnskapet er derfor å isolere selskapets driftsrelaterte aktiviteter fra de finansielle. Resultatregnskapet, presentert ved den reformulerte oppstillingen, vil videre gi en bedre oversikt over ulike kilder til verdiskapning enn det som fremgår av det ordinære regnskapet (Petersen et al, 2017, s. 111-112). En reformulering av resultatregnskapet gir sentrale

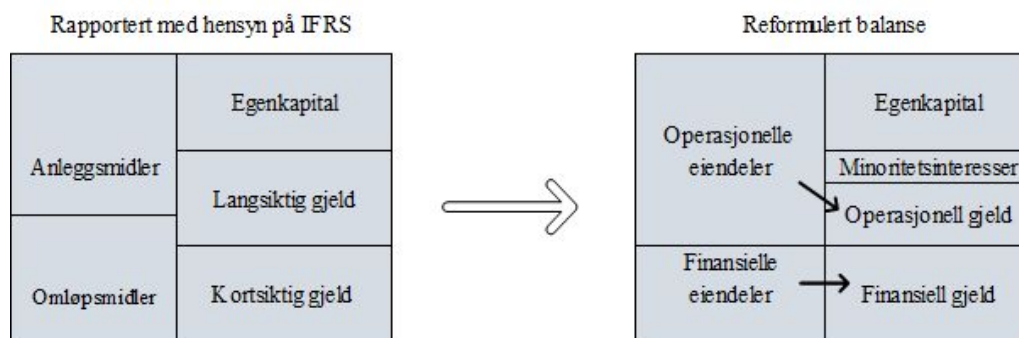
nøkkeltall som EBIT (earnings before interest and taxes) og NOPAT (net operating profit after tax), som er utgangspunktet for beregning av fri kontantstrøm til selskapet.

Fremstillingen av Bouvets reformulerte resultatregnskap er presentert i vedlegg 15.

6.4 REFORMULERING AV BALANSEN

Etter nåværende regnskapsprinsipper er balanseoppstillingen best egnet for kreditorenes formål ettersom den fokuserer på likviditeten til eiendeler og forfallstiden på gjeld (Kaldestad & Møller, 2017, s. 37). Hensikten med en reformulering av balansen er å separere operasjonelle- og finansielle eiendeler, og på den måten få en fremstilling av selskapets underliggende verdiskapningsevne uavhengig av finansiering.

Figuren under illustrerer overgangen fra ordinær balanseoppstilling rapportert etter IFRS til en reformulert balanseoppstilling.



Figur 6C Reformulering av balanse (etter Petersen et al, 2017, s. 114)

I balanseoppstillingen vil enkelte poster kunne inneholde både operasjonelle- og finansielle elementer, som det vil være nødvendig å separere. Dette gjelder blant annet selskapets kontantbeholdning. Kontanter og kontantekvivalenter oppført i balansen er primært overskuddskontanter og vil etter prinsippene for reformulering av balansen kategoriseres som en finansiell eiendel. Samtidig vil en viss andel av selskapets kontantbeholdning anvendes i selskapets daglige drift (Petersen et al, 2017, s. 118). Bouvet har en stor andel balanseførte kontanter. Siden det ikke skilles mellom kontanter til drift og overskuddskontanter under balanseoppstillingens noter, er det vanskelig å identifisere hvor stor andel av kontantbeholdningen som inngår til selskapets drift. I slike tilfeller anbefaler Petersen et al (2017) å klassifisere kontanter og kontantekvivalenter som en finansiell eiendel. Vi vurderer på bakgrunn av dette Bouvets

kontantbeholdning til å være en finansiell eiendel.

Balanse - Reformulert (TNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsrelaterte anleggsmidl	46 628	47 619	70 545	67 319	87 955	99 159	117 646
Netto arbeidskapital	-40 420	-57 023	-35 079	-66 727	-74 329	-86 247	-120 987
Sum investert kapital	6 208	-9 404	35 466	592	13 626	12 912	-3 341
Finansielle eiendeler	137 856	169 233	118 579	174 311	162 589	207 496	280 334
Sum sysselsatt kapital	144 064	159 829	154 045	174 903	176 215	220 408	276 993
Egenkapital	140 005	157 100	150 358	171 217	172 529	217 389	276 993
Minoritetsinteresser	2 336	2 729	3 174	3 401	3 629	3 019	0
Finansiell gjeld	1 723	0	513	285	57	0	0
Sum sysselsatt kapital	144 064	159 829	154 045	174 903	176 215	220 408	276 993

Tabell 6D Reformulert balanse

Som det kommer av tabellen over opererer Bouvet med negativ netto arbeidskapital. Det vil si at selskapet bruker kundenes innbetalinger som en kilde til kapital. Dette er i utgangspunktet en kostnadseffektiv måte å finansiere vekst på, men det forutsetter at kostnaden ved å utsette betalinger er lavere enn alternative finansieringskilder (Damodaran, 2012, s. 268). Negativ arbeidskapital vil i Bouvet sitt tilfelle være en være kostnadseffektiv finansieringskilde. Det kommer av at hovedvekten av selskapets kortsiktige gjeld er relatert til skyldig lønn til ansatte og skyldige offentlige avgifter, som ikke genererer ytterligere kostnad for selskapet. Videre kan vi se av tabellen at selskapet har lav investert kapital og at den i årene 2013 og 2018 er negativ. Dette vil ha påvirkning på tolkningen av enkelte nøkkeltall senere i analysen, som vi vil komme tilbake til.

6.5 ANALYSE AV NØKKELTALL

Formålet med analyse av nøkkeltall er å kunne avdekke den økonomiske situasjonen til selskapet og måle den underliggende verdiskapingssevnen. Ved å se på nøkkeltall over en lengre tidsperiode, vil man kunne identifisere graden av lønnsomhet, vekst og risiko i selskapet og trenden i disse faktorene (Petersen et al, 2017, s. 101).

For å vurdere nøkkeltallenes kvalitet har vi valgt å sammenligne nøkkeltallene med et utvalg av Bouvets konkurrenter. I valget av komparative selskaper har vi tatt hensyn til at regnskapet er utarbeidet etter samme prinsipper, størrelse og at selskapene opererer innenfor samme bransje. Nøkkeltallene for de komparative selskapene er hentet fra Bloomberg-terminalen.

6.5.1 LØNNSOMHETSANALYSE

Lønnsomhetsanalyse er en viktig del av den finansielle analysen fordi det måler selskapets evne til å skape meravkastning for eierne. God lønnsomhet impliserer en solid økonomisk posisjon. Samtidig vil en analysere den historiske lønnsomheten gi et grunnlag for å forstå hva som driver verdiskapningen i selskapet (Petersen et al, 2017, s. 139). For å beregne lønnsomheten til Bouvet har vi valgt å benytte oss av nøkkeltallene avkastning på investert kapital (ROIC), EBIT-margin, EVA/Omsetning og avkastning på egenkapitalen (ROE). Videre vil vi gjøre en vurdering av bransjespesifikke nøkkeltall ved å se på driftsinntekter per ansatt og driftsinntekter per lønnskroner.

ROIC

Avkastning på investert kapital (ROIC) er et finansielt nøkkeltall som måler lønnsomheten til selskaper (Plenborg, 2012, s. 142). Differansen mellom avkastning på investert kapital og kapitalkostnaden er sentralt for å drive avkastningen for aksjonærene. Avkastning på investert kapital utover kapitalkostnaden vil være verdigenererende og kan beskrives som superprofitt. Motsatt vil en avkastning på investert kapital under kapitalkostnaden være verdidestruerende.

EBIT-MARGIN

EBIT-margin måler forholdet mellom omsetning og kostnader basert på nøkkeltallet EBIT (earnings before interests and taxes). EBIT-margin kan defineres som fortjenesten per omsatt krone med utgangspunkt i selskapets driftsresultat før skatt som en prosentandel av omsetning (Kaldestad og Møller, 2017, s. 90).

EVA

Economic value added (EVA) utgjør differansen mellom ROIC og kapitalkostnaden multiplisert med investert kapital. EVA kan betegnes som superprofitt og måler hvor stor fortjeneste selskapet evner å skape utover avkastningskravet (Petersen et al, 2017, s. 140).

EVA/Omsetning

EVA som en prosentandel av omsetning måler selskapets verdiskapningsevne uavhengig av selskapets nivå av investert kapital. Nøkkeltallet er et alternativt mål på selskapets lønnsomhet, med den fordel at tilnærmingen ikke tar hensyn til kapitalstruktur på samme måte som ROIC. I

selskaper som opererer med enten lav eller negativ investert kapital, vil målet på ROIC kunne bli svært høyt og volatilt. For slike selskaper vil ikke ROIC være et relevant mål på lønnsomhet. EVA/Omsetning blir derimot ikke påvirket av denne faktoren og er derfor et bedre grunnlag til å vurdere om et selskap er lønnsomt målt opp mot en bransjestandrad (Dodd & Rehm, 2005).

ROE

Avkastning på egenkapital (ROE) måler lønnsomheten i selskapet med hensyn til både operasjonelle og finansielle midler. Mer presist kan avkastning på egenkapital forklares som den avkastningen eierne oppnår på sin investering basert på regnskapsførte verdier. (Plenborg et al, 2017, s. 168).

Lønnsomhetsanalyse	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ROIC							
Bouvet	889 %	-727 %	156 %	12325 %	588 %	857 %	-4504 %
Bransje	14 %	15 %	13 %	16 %	15 %	20 %	17 %
EVA/Omsetning							
Bouvet	5.31 %	6.21 %	4.65 %	5.92 %	5.94 %	6.82 %	8.16 %
Bransje	-0.23 %	-0.15 %	-0.82 %	1.08 %	1.94 %	0.61 %	0.42 %
EBIT-margin							
Bouvet	7.59 %	8.55 %	6.99 %	8.06 %	7.99 %	8.97 %	10.37 %
Bransje	3.25 %	4.13 %	2.61 %	7.56 %	5.27 %	7.06 %	6.78 %
ROE							
Bouvet	40 %	44 %	37 %	43 %	45 %	51 %	54 %
Bransje	8 %	9 %	3 %	6 %	17 %	13 %	21 %

Tabell 6E - Lønnsomhetsanalyse

Bouvet har en svært volatil og høy ROIC. Dette skyldes at selskapets forretningsmodell krever lite investert kapital i form av få eiendeler og en negativ arbeidskapital. Derfor vil det ikke ha noen hensikt å sammenligne ROIC med komparative selskaper. For å kunne danne et riktig bilde av Bouvets verdiskapningsevne, velger vi derfor å se på EVA som en prosentandel av omsetning. Nøkkeltallet viser at lønnsomheten i selskapet har økt betraktelig de siste årene og at nøkkeltallet ligger langt over bransjestandarden. Lønnsomheten til Bouvet kan tilskrives en sterk vekst i omsetning som følge av den økende digitaliseringstakten, samt en svak utvikling i selskapets lønnskostnader, som er Bouvets viktigste kostnadsdriver. Dette kommer også frem i selskapets EBIT-margin, som det siste året har hatt en markant økning. Sammenlignet med bransjen har

Bouvet historisk vært mer lønnsomt. EBIT-margin for bransjen har vært volatil, mens Bouvet har overholdt et relativt stabilt nivå. Det impliserer at Bouvet jevnt over analyseperioden har klart å opprettholde effektiv operasjonell virksomhet. Bouvet har hatt en jevnt økende ROE, med unntak av 2014, og ligget langt høyere enn bransjesnittet over hele analyseperioden. Det viser at selskapet har opplevd en god rentabilitet på egenkapitalen, som er et positivt signal for selskapets aksjonærer. Videre kan vi se av tabellen at alle lønnsomhetsparameterene et fall i 2014. Som vi nevnte i delkapittelet 6.2.1. skyldes det kostnadskutt i oljesektoren. Dette tyder på at selskapet er sårbar for konjunkturer i andre bransjer, som kan anses på som et faresignal i fremtiden.

6.5.2 LIKVIDITETSANALYSE

Likviditetsanalysen er sentral for å kunne avdekke selskapets betalingsevne, på både kort og lang sikt. Likviditeten i et selskap er sterkt knyttet opp mot verdiskapningsevne, fordi et selskapet med god likviditet har mulighet til å reinvestere overskuddskapital i lønnsomme prosjekter. Likviditeten i et selskap bestemmes av selskapets evne til å generere positive kontantstrømmer (Petersen et al, 2017, s. 212).

6.5.2.1 KORTSIKTIG LIKVIDITETSRISIKO

Kortsiktig likviditetsrisiko måler i hvilken grad selskapet evner å betale sine kortsiktige forpliktelser. I analysen av kortsiktig likviditetsrisiko er det vanlig å inkludere forholdstallene likviditetsgrad 1 og 2. Vi vil imidlertid kun benytte oss av likviditetsgrad 1 i vår analyse. Det skyldes at omløpsmidlene til konsulentselskaper regnes som svært likvide og forholdstallet vil derfor bli det samme ved bruk av både likviditetsgrad 1 og 2.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 utgjør forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En vanlig tommelfingerregler ved bruk av likviditetsgrad 1 sier at et forholdstall på 2 eller høyere signaliserer lav likviditetsrisiko. På grunn av bransjemessige variasjoner i henhold til kapitalstruktur vil det være mer hensiktsmessig å bruke et bransjegjennomsnitt som utgangspunkt for vurdering av dette nøkkeltallet (Petersen et al, 2017, s. 231).

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bouvet	1.37	1.39	1.29	1.35	1.24	1.28	1.33
Bransje	1.22	1.21	1.14	1.23	1.12	1.19	1.25

Tabell 6F Likviditetsgrad 1

For konsultentselskaper vil likviditetsgrad 1 naturlig ligge under 2 uten at det impliserer dårlig likviditet. Størrelsen på omløpsmidler for disse selskapene vil ofte være lav, fordi slike selskaper ikke har varelager. Bouvet har en likviditetsgrad 1 som jevnt over analyseperioden ligger høyere enn bransjesnittet. Dette tyder på at Bouvet har god betalingsevne på kort sikt og at det ikke foreligger kortsiktig likviditetsrisiko.

6.5.2.2 LANGSIKTIG LIKVIDITETSRISIKO

Langsiktig likviditetsanalyse, også kalt soliditetsanalyse, måler underliggende risiko relatert til misligholdelse av langsiktige forpliktelser for et selskap. Vi velger å se på egenkapitalandel for å vurdere selskapets soliditet. Vanligvis vil en soliditetsanalyse også inkludere nøkkeltall som avdekker selskapets evne til å betale gjeldsfordringer, samt selskapets gjeldsgrad. På bakgrunn av at Bouvet ikke har noen langsiktige rentebærende forpliktelser på nåværende tidspunkt vil det ikke, etter vår vurdering, være nødvendig med noen ytterligere analyse av nøkkeltall knyttet opp mot langsiktig likviditetsanalyse.

Egenkapitalandel

Egenkapitalandel måler forholdet mellom egenkapitalen og totale eiendeler. Nøkkeltallet anvendes til å avgjøre om selskapet har en holdbar kapitalstruktur på sikt, og for å avdekke om selskapet har tilstrekkelig kapital til å dekke uforutsette hendelser. Et lavt forholdstall er et tegn på høy langsiktig likviditetsrisiko (Petersen et al, 2017, s.217). Nøkkeltallet bør vurderes opp mot et bransjesnitt, fordi kapitalstruktur varierer avhengig av bransje (Visma, 2018).

Egenkapitalandel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Bouvet	0.35	0.36	0.34	0.36	0.33	0.34	0.37
Bransje	0.44	0.42	0.34	0.34	0.29	0.34	0.35

Tabell 6G Egenkapitalandel

Bouvet sin egenkapitalandel er relativt stabil over analyseperioden. Egenkapitalandelen til Bouvet har ligget på linje med eller over bransjesnittet, med unntak av 2012 og 2013. Det kommer av at bransjestandarden har blitt redusert etter 2013. Vi anser selskapets egenkapitalandel til å være god. Tatt i betraktning at selskapet ikke har langsiktige forpliktelser mener vi at Bouvet har en sunn kapitalstruktur på sikt og at det ikke foreligger risiko tilknyttet selskapets langsiktige likviditetsposisjon.

6.6 ANALYSE AV REGNSKAPSKVALITET

Ved en verdivurdering av et selskap er regnskapstallene den viktigste dataen man baserer seg på. Regnskapet er i stor grad utarbeidet etter subjektive vurderinger og bruk av estimater. Derav foreligger det en risiko for at regnskapet er pyntet på etter hva som er til fordel for selskapets ledelse. Incentivene for å manipulere regnskap vil primært være for å påvirke aksjekurser, oppnå personlig økonomisk gevinst knyttet til bonuser, redusere skatt eller mislede offentlig tilsynsorgan eller interessenter (Kaldestad & Møller, 2017, s. 85-86).

For å kunne vurdere regnskapskvaliteten velger vi å se på Bouvets "cash conversion". "Cash conversion" måles som et forholdstall med fri kontantstrøm over EBITDA. Ved å se på forholdet mellom EBITDA og fri kontantstrøm vil man kunne avdekke i hvilken grad regnskapsmessige resultater konverteres til kontanter. Dersom det over tid er store avvik mellom EBITDA og fri kontantstrøm vil dette anses som et tegn på mulig regnskapsmanipulasjon. Det kommer av at utgifter som skulle vært kostnadsført, balanseføres og avskrives over flere år (Kaldestad & Møller, 2017, s.87).

Cash Conversion (TNOK)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	88 327	105 800	92 501	112 891	120 887	165 280	216 364
Fri kontantstrøm	72 233	83 983	10 424	107 838	67 039	111 355	166 740
Cash Conversion	0.82	0.79	0.11	0.96	0.55	0.67	0.77

Tabell 6H Cash conversion

Som det kommer av tabellen har selskapet i stor grad konvertert regnskapsførte resultater til kontanter. Unntaket er 2014 hvor cash conversion viser et stort avvik. Dette kan i hovedsak relateres til to faktorer. Dette året ble selskapets faktureringsgrad betraktelig redusert, som

resulterte i at selskapet bandt opp mye kapital i omløpsmiddel-posten “igangværende arbeid”. Dette ga en markant økning i selskapets arbeidskapital som videre ga utslag i selskapet kontantstrøm. I tillegg krevde regnskapsåret 2014 store investeringer relatert til oppkjøpet av Capgemini Trondheim (Bouvet, 2015). Ut ifra analysen av “cash conversion” ser vi ingen faresignaler som kan tyde regnskapsmanipulasjon.

Videre er det verdt å nevne at selskapet har under hele sin tid som børsnotert selskap blitt revidert av samme revisjonsfirma, Ernst & Young. Samtidig har selskapet hatt samme ledelse siden oppstarten av selskapet. Dette styrker troverdigheten i regnskapskvaliteten for Bouvet, og vi vurderer det som lite sannsynlig at regnskapet er pyntet på til fordel for ledelsen i selskapet.

7. STRATEGISK ANALYSE

I dette kapitlet analyseres den strategiske posisjonen Bouvet befinner seg i. Gjennom flere analyser av eksterne og interne forhold i selskapet vil det bli forsøkt å isolere faktorer som kan påvirke fremtidige kontantstrømmer og å gi en vurdering av hvordan Bouvet er stilt med hensyn til å skape vekst de neste årene. Den kvalitative analysen vil tilstrebe å avgjøre hvorvidt Bouvet kan skaffe seg eller allerede har en strategisk fordel, altså en evne til å skape høyere verdi enn sine konkurrenter (Barney, 1991).

Hvis grunnlaget for verdien av et selskap er alle dets fremtidige kontantstrømmer diskontert for nåverdien, må man analysere og deretter kunne si noe om det miljøet disse kontantstrømmene forventes å inntjenes i. Analysene i dette kapitlet kan anses som et verktøy til anvendelse for å estimere et selskap sin evne til å skape vekst gjennom sine prosjekter.

7.1 RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE

Overordnet kan den strategiske analysen inndeles i to hovedbolker, der den ene gjennomføres med hensyn på selskapets eksterne faktorer og den andre på selskapets interne faktorer. Analysene følger flere skoler innenfor årsaksforklaringer for verdiskapning, slik de ble definert i delkapittel 4.1, både posisjoneringsskolen til Michael Porter og det ressursbaserte synet til Jay Barney blir tatt

i bruk gjennom henholdsvis femkraftsmodellen og VRIN-rammeverket. I tillegg benyttes PESTEL-verktøyet for å analysere makroøkonomiske forhold.

7.2 EKSTERN STRATEGISK ANALYSE

Den eksterne strategiske analysen består av en analyse av makroøkonomiske nøkkeltall, en PESTEL-analyse og Michael Porters femkraftsmodell.

7.2.1 PESTEL

I PESTEL-analysen blir det gjort en analyse av det makroøkonomiske miljøet gjennom faktorer definert som politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske og lovmessige.

POLITISKE FAKTORER

Selskapsskatt

I 2013 ble selskap beskattet med en prosentrate på 28%. Siden da har denne skatten vært jevnt fallende og i statsbudsjettet for 2019 ble det lagt fram at selskap skulle skattlegges med 22%.

Denne reduksjonen er blitt begrunnet med å skulle insentivere investeringer i virksomheter.

Virksomhet på fastland skal forberede seg på digitalisering og de investeringene den endringen vil føre med seg. For konsulentselskaper innen IT kan dette beskrives som en vinn-vinn situasjon. Det frigjøres midler for investeringer for andre bedrifter som kan bidra til å øke deres kontantstrømmer samtidig som selskapene selv skatter en lavere andel av sine inntekter.

Fordeling av studieplasser

Bedrifter med virksomhet som krever form for IT-kompetanse etterlyser flere med utdanning innen IKT. Regjeringen legger til rette for en del studieplasser med fokus på IKT, men økningen i tilbudet er lav når den sammenstilles med økningen i andel i arbeid og antall søkere. Det er en viss risiko for at det oppstår en mangel på kompetanse i bransjen da det ikke utdannes nok mennesker til å fylle rollene i norske virksomheter. Regjeringen får kritikk av IT-bransjen for at deler bevilgningene fortsatt legges til tradisjonelle studier fremfor å prioritere mer moderne utdanning som etterspørres i arbeidsmarkedet.

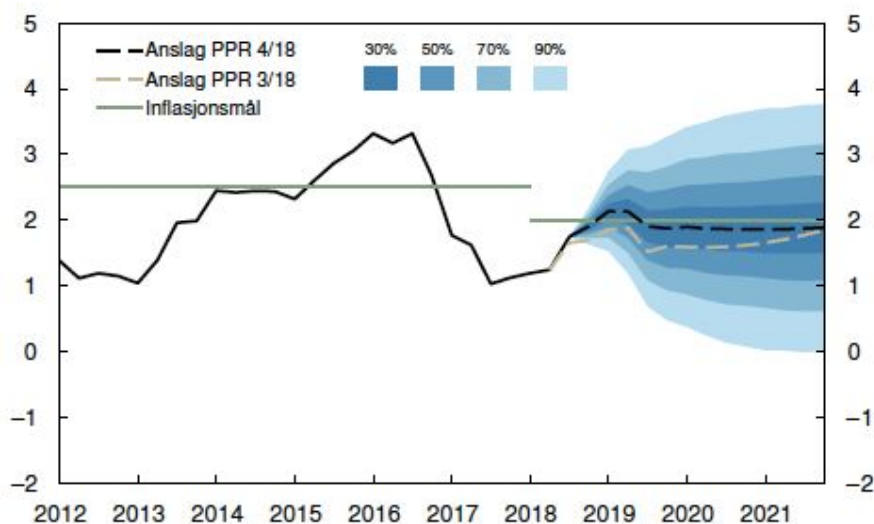
Konsulentbruk i statlige institusjoner

I 2015 bestilte Regjeringen en rapport fra Riksrevisjonen vedrørende statlig bruk av konsulenttjenester. Av denne rapporten fremkommer det at i 2015 ble det brukt 12 mrd NOK på konsultasjonstjenester og om lag halvparten av disse midlene gikk til utvikling og drift av IKT-systemer (Riksrevisjonen, 2017). Videre undersøker Riksrevisjonen resultatene av bruken av konsulenttjenester og kommer her med kritikk av effektiviteten. Forslagene til forbedring innebærer høyere grad av oppfølging, evaluering og forarbeid og dette kan anses som veiledende for hvordan statlige departement vil behandle konsultasjon-oppdrag framover. Mange konsulentselskap har store deler av omsetningen sin fra offentlige oppdrag og må være forberedt på at det kan stilles høyere krav til effektiviteten og resultatene av deres tjenester.

ØKONOMISKE FAKTORER

Inflasjon

I pengepolitisk rapport fra desember 2018 konstaterte Norges Bank en økning i veksten av konsumprisindeksen (KPI), men forklarer videre at denne i stor grad kan forklares av variable forhold. Det er framsatt et mål om en inflasjon på 2 prosent, og målet forventes nådd gjennom en økning i kapasitetsutnyttelse som vil bidra til å øke inflasjonen mens en styrket valutakurs for den norske kronen (NOK) ventes å holde igjen inflasjonen (Norges Bank, 2018).



Figur 7A (Norges Bank, 2018, s .9).

Figuren er hentet fra Norges Banks pengepolitiske rapport fra desember 2018 og skildrer utviklingen i KPI og konsumprisindeksen justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) de siste årene. I tillegg inkluderes sentralbankens prognose frem mot mars i 2019, som beveger seg mot målet om en inflasjon på 2%.

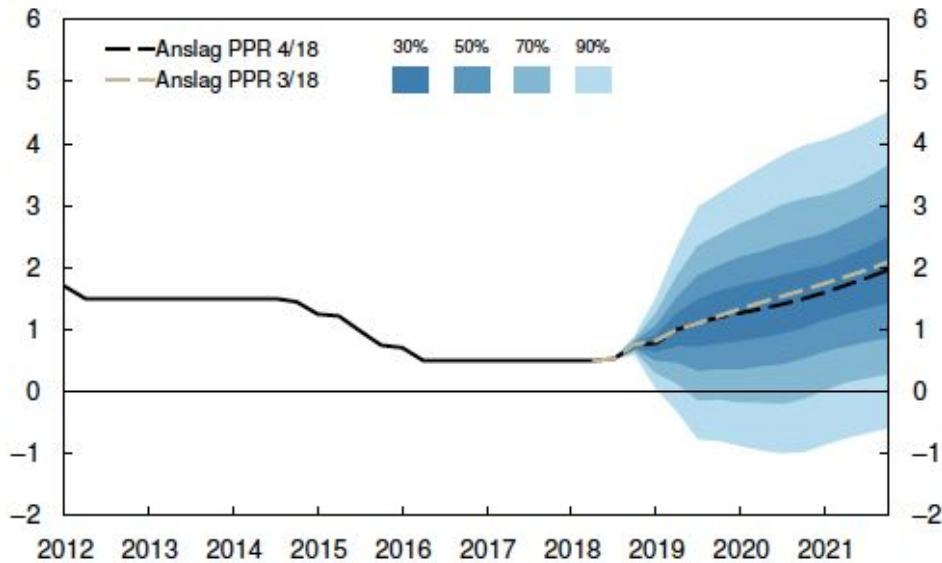
Fra figuren kan vi se at inflasjonen har vært relativt volatil over de siste årene. Økningen i 2018 kan i stor grad forklares av økt pris på elektrisitet og svakere enn tidligere antatt NOK. Dette ser vi tydelig ved å sammenligne med den justerte konsumprisindeksen som ligger betydelig nærmere den målsatte verdien og gir et mer realistisk inntrykk av prisstigningen i Norge.

Lønnsvekst

Ifølge en rapport fra Beregningsutvalget hadde Norge i 2018 en lønnsvekst på 2,8% (2019a). Rapporten viser videre til at utviklingen har vært fallende over de siste årene. På grunn av trusler for konkurranseutsetting er lønningene i IT-bransjen relativt lave på tross av at det er sterk etterspørsel blant arbeidsgivere etter denne form for kompetanse (Tekna, 2018).

Rentenivå

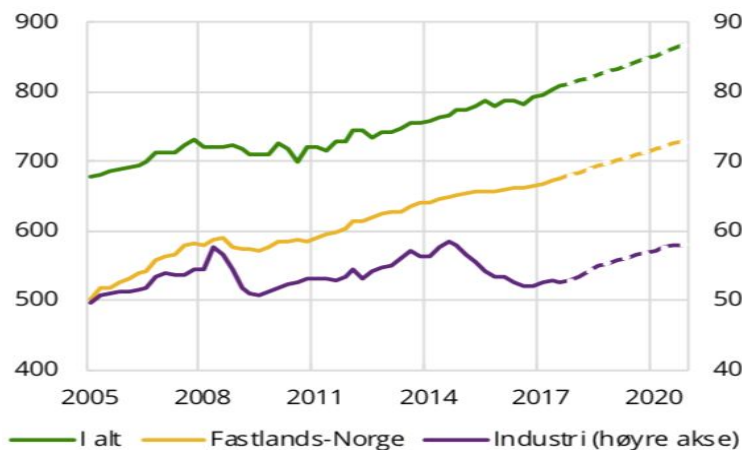
Etter sentralbankens rentemøte i september 2018 ble styringsrenten besluttet hevet fra 0,50 prosent til 0,75 prosent og med den kom en prognose om ny heving av renten i første kvartal av 2019. I tillegg ble det prognostisert om en økning i styringsrenten mot 2 prosent.



Figur 7B (Norges Bank, 2018, s. 7).

Bruttonasjonalprodukt

En jevn vekst i BNP tilsier at etterspørselen også vil fortsette å øke. Digitalisering bidrar til at IT er en større og viktigere del av økonomien enn tidligere. Den stadige utviklingen i bransjen gir grunn til å tro at denne stillingen kan beholdes også i en eventuell lavkonjunktur. Statlig pengepolitikk har også indikert at Norge vil møte lavkonjunkturer med investeringer for å stimulere økonomien. Det er lite som tilsier at IT-bransjen vil oppleve noe annet enn vekst i de forekommende årene uansett konjunktur og dette forutsettes derfor videre i analysen. På bakgrunn av prognoser i Pengepolitisk rapport (Norges Bank, 2019), forventer vi i denne analysen en årlig BNP vekst på 2,7%.



Figur 7C (Statistisk Sentralbyrå, 2017, s. 23).

SOSIALE FAKTORER

Aktører i bransjen etterlyser flere arbeidstakere med kompetanse innen IKT. I følge disse finnes det allerede en mangel i næringslivet og det utdannes ikke mange nok til å kunne dekke etterspørselen, samtidig som behovene for slik arbeidskraft øker (E24, 2017). Sett i sammenheng med de politiske problemstillingene rundt fordeling av studieplasser, der representanter for bransjen har krevet en økning i studieplasser med IKT spesialisering (Dagens Næringsliv, 2017), er det noe grunn for bekymring for at problemet med mangel på arbeidskraft ikke vil bli løst i nærmeste fremtid. En mangel vil nok ikke treffe alle virksomheter like hardt, da man kan forvente at de største selskapene som kan tilby de beste betingelsene og har størst behov for arbeidskraft fortsatt vil kunne tiltrekke seg nok kompetanse. I motsatt fall vil de mindre bedriftene ha større utfordringer.

Nylig har det vært økt press på petroleumsindustrien og sektoren blir ofte nevnt i medier på grunn av klimautfordringer og fossile brenslers effekt på miljøet. På virkelig lang sikt vil sannsynligvis petroleumsindustrien nedskaleres og dette vil føre til at flere av Norges faglig sterkeste vil søke nye arbeidsplasser. Ifølge en rapport fra Menon (2017) er Norge et land som er godt posisjonert til å ta en større rolle innen finansiell teknologi. Dette er et eksempel på noe som kan føre til at eksperter fra oljeindustri vrir sin interesse mot IT-bransjen, som ansetter medarbeidere fra flere forskjellige utdanningsbakgrunner.

Flere IT-selskaper, som Bouvet, vil ha nytte av å vri eksponeringen mot alternative bransjer, da er avhengig av store kunder i petroleumsindustrien. For IT-bransjen er ikke dette entydig negativt ettersom Norges økonomi er såpass dominert av olje- og gassindustrien. På sikt vil ny industri erstatte den gamle. Digitaliseringstakten er økende og løsninger innen IT vil bli etterspurt i et bredere spekter enn det tidligere har blitt gjort.

TEKNOLOGISKE FAKTORER

Regjeringen har satt som mål at Norge skal være ledende innen utvikling av IT-tjenester. Et særskilt viktig emne innen digitalisering er kunstig intelligens (AI), og her er det ventet etterspørselen vil øke betydelig fremover. Automatisering er en naturlig konsekvens av en økende bruk av AI og vil ifølge McKinsey (2017) føre til at mellom 40% og 60% av arbeidstid

automatiseres i Norden. Dette vil føre til en stor etterspørsel, også i sektorer som ikke tradisjonelt har etterspurt løsninger innen IT, som IT-leverandører må være klare for å støtte i digitaliseringen.

Beskyttelse mot cyberangrep blir stadig viktigere ettersom man ser effekten manglende sikkerhet kan ha. Effekten kan ta form av både svekket tillit blant kundegrupper i tillegg til rent økonomiske virkninger gjennom kostnader knyttet til gjenoppbygging og erstatning og svingninger i aksjekurs som et resultat av usikkerhet i markedet. Etterspørsel etter kompetanse innen dette er derfor ventet å øke betydelig. Dette kan også sees i sammenheng med lovmessige bestemmelser som krever bedre beskyttelse av privat informasjon, slik som gjennom EUs GDPR.

LOVMESSIGE FAKTORER

GDPR

I mai 2018 ankom EUs General Data Protection Regulation (GDPR). GDPR er et addendum til lovverket som skal sikre beskyttelse av informasjon. I korte trekk innebærer dette at kunder skal ha kontroll over sin informasjon og informasjonen organisasjoner har tilgang til må lagres på en sikker måte. Dersom virksomheter ikke etterkommer reguleringene er de utsatt for å bli straffet. I overgangen som skjer vil bedrifter som håndterer data som inngår i dette lovverket trenge IT-kompetanse for å sikre at det foregår på en sikker måte.

PSD2

I januar 2018 trådte det andre Payment Services Directive (PSD2), et EU-regulert direktiv, i kraft. Grunnet spesifisering for EØS-rammeverket ble ikke PSD2 virkende i Norge før April 2019. PSD2 vil regulere betalingstjenester og vil kunne åpne for økt konkurranse innen en tjeneste som har vært dominert av tradisjonell bankvirksomhet. Samlet betyr dette at andre aktører enn banker vil kunne tilby betalingstjenester. Økt konkurranse i markedet kan fremtvinge utvikling og innovasjon.

7.2.2 FEMKRAFTSMODELLEN

Hensikten med å foreta en analyse av forholdene i en bransje er å identifisere de mest essensielle konkurransekraftene og driverne bak lønnsomheten i bransjen. Fra delkapittelet 4.1 har vi rammeverket i Michael Porters femkraftsmodell som vil bli anvendt i denne analysen.

Konkurransekraftene vil bli presentert og diskutert med hensyn på Bouvets posisjon før det følger en konklusjon vedrørende situasjonen i bransjen.

Trussel fra nye etablerere

Nye etableringer i en bransje vil skje som et resultat av avkastning som overstiger avkastningskravet (Grant, 2018). Dette vil være en tiltrekningskraft og bedrifter vil vri sin virksomhet mot den lønnsomme bransjen. En slik vridning av virksomhet vil ikke alltid være uproblematisk da noen bransjer stiller systematiske krav til 'inntrengeren', kjent som inngangsbarrierer.

For å diskutere inngangsbarrierer i IT-bransjen vil det være essensielt for en informativ analyse å definere og avgrense næringen. Konsulent er ikke en beskyttet tittel, og enkeltpersoner vil ha mulighet til å annonsere sine tjenester og opptre som et konsulentfirma. Inngangsbarrierene i et slikt tilfelle vil være nærmest ikke-eksisterende. Det finnes også eksempler på mindre selskap som har oppnådd god vekst ved hjelp av den kapitallette modellen bransjen kjennetegnes av. Bransjen anses ikke å være kapitalintensiv ettersom det er lave faste kostnader, spesielt ved konsulentvirksomhet. Ved konsulentvirksomhet vil kostnader i stor grad kun innebære lønnskostnader, som kan skaleres etter mengden drift. Samtidig vil det kreve større investeringer i både ansattes kompetanse og intern kultur over tid fra mindre selskaper for at de skal kunne ta markedsandeler fra de større aktørene i markedet. Dette er mulig, men i et marked hvor det er sterk konkurranse om å rekruttere dyktige ansatte er det naturlig å anta at større, etablerte aktører vil ha et strukturelt fortrinn mot mindre selskaper.

I analysen er det hensiktsmessig å studere inngangsbarrierene ved å forme et større foretak som vil kunne konkurrere om de større kontraktene. Analysen har allerede nevnt knapphet på kompetanse i bransjen. Dette kan indikere at oppstart av nyetablerte virksomheter uten renommé vil være krevende. Større virksomheter vil også kunne tilby bedre insentiver for arbeidstakere gjennom utviklingsmuligheter og lønninger. Dette fremstår som en annen utfordring ved utvikling. Det kan oppstå et nisjemarked der mindre selskaper kan tilby gode løsninger, men i bransjen som helhet finnes det betydelige stordriftsfordeler. Det vil være en fordel i prosesshåndtering samt muligheter for å takle store kontrakter fullstendig internt.

I konsulentbransjen er ikke pris en viktig driver for etterspørselen etter tjenester, men kvalitet på produktet. Derfor vil større konsulentselskaper med kjente og etablerte merkenavn ha et fortrinn

overfor nyetablerte aktører i markedet, som en konsekvens av at de har opparbeidet seg tillit gjennom leveranse av tjenestene over tid.

Analysen har kommet fram til at trusselen fra nye etablerere i bransjen er lav.

Trussel fra substitutter

Den prisen noen er villige til å betale for et produkt er avhengig, blant annet, av tilstedeværelsen av substitutter (Grant, 2018). Et substitutt er et alternativ til produktet som oppfyller lignende eller like oppgaver som produktet.

Substitutter for IT-konsulenter vil være at bedrifter velger å integrere løsningene i sin egen verdikjede og ikke forbli avhengige av utenforstående. En utfordring med en slik integrasjon av tjenestene er kompleksiteten ved arbeidsoppgavene. I et slikt tenkt tilfelle hvor et selskap velger å integrere oppgaver relatert til IT-infrastruktur, vil disse selskapene konkurrere om de samme menneskene som de spesialiserte IT-konsulentselskapene. Det er også en høy grad av differensiering. Det er funnet i analysen at det er en knapphet på kompetanse innen IT, og kampen om “de beste hodene” vil bli enda hardere for bedrifter som ikke kan tilby strukturen eller insentivene et stort konsulentselskap kan tilby.

Byttekostnader i bransjen er høye, og gjennom bedrifters fokus på å beholde kunder og ha en kontinuitet i samarbeidspartnerne (Bouvet, Årsrapport 2019) kan det forstås at alle parter er interesserte i å unngå bytte av tjenesteleverandør i den grad det er mulig. Bouvet omtaler og definerer sine kunder som partnere. Dette indikerer at Bouvet blir en viktig og integrert del av kundens organisasjon. Et bytte fra en tilbyder til en annen vil være relativt dramatisk ettersom det betyr at kvaliteten ikke er av den standarden man forventer. Derfor vil et bytte fra en tilbyder til en annen antakeligvis være drevet av 1) manglende kvalitet eller 2) altfor høy pris.

Konsulentselskaper konkurrerer i mindre grad på pris. Et bytte av tilbyder vil derfor i større grad være drevet av manglende kvalitet. Følgelig vil det være logisk å anta at det er mindre konkurranse om eksisterende kunder, men at det samtidig er tøff konkurranse om nye, potensielle kunder.

IT-konsulentselskap er differensierte i sine produkttilbud, de tilbyr en rekke løsninger og er i besittelse av bred kompetanse som kan brukes til å løse en rekke utfordringer. Dette påvirker

prissensitiviteten til kundene og gjør at konsulentene stiller sterkt i konkurranse mot substitutter. Renomé er også en viktig faktor ettersom oppgavene som gjennomføres er typiske oppgaver som stiller krav til kvalitet og effektivitet, og en kunde vil dermed ikke ofte velge tilbyder basert på pris men heller på den kvaliteten som er forventet.

Her vurderes grad av substituerbarhet som lav.

Forhandlingsstyrke hos kunder

Vurderingen av en bedrifts forhandlingsstyrke hos dens kunder handler om at kunder ikke skal kunne skaffe seg en uhensiktsmessig fordel (Grant, s.75). Her antas det at kundene, som er næringslivsaktører, er godt informerte om kvaliteten og prisene ved tjenestene som tilbys og at velrenommerte selskap prioriteres.

I bransjen blant IT-konsulenter omsettes det kontrakter. Disse er hovedsakelig basert på løpende timer - det er altså ikke noen fastsatt pris på begynnelsen av prosjektet, men det avtales en timesats og prisen avhenger av varigheten på prosjektet. Denne timesatsen blir det viktigste forhandlingsemnet. Det antas at store kunder vil ha betydelig mer innflytelse på prisnivåene enn mindre kunder, ettersom det er de største kontraktene som gir mest sikkerhet og inntekt for konsulentselskapene. Det er også en mulighet for at det blir en trend hvor kontrakter blir kortere og kortere. Dette kan føre til at kundene står sterkere i forhandlingene.

Det er lite som tilsier at det finnes noen standardvarer i næringen, og at det er høy grad av differensiering og spesifisering i kontraktene. Dette fører til at selskapene er tilpasningsdyktige og kan vri sin gjennomføring av oppgavene til de kravene kunden har. Ifølge Grant (2018) er det evnen tilbydere har til å differensiere sine tjenester som påvirker prissensitiviteten. Det er derfor lite som tyder på at kunder av IT-konsulentselskap har høy grad av prissensitivitet.

Kundenes forhandlingsmakt må kunne sies å være ganske stor, særlig store kunder skaffer seg det man kan kalle en uhensiktsmessig fordel mot IT-konsulentene. De pressede prisnivåene gjør at de store kundene nyter godt av lavere kostnader for sine prosjekter.

Forhandlingsstyrke hos leverandører

Ved vurderingen av en bedrifts forhandlingsstyrke hos leverandører handler det om at leverandører ikke skal kunne skaffe seg en uhensiktsmessig fordel. Et spørsmål som stilles er om leverandørene tilegner seg en større del av omsetningen enn det som er nødvendig.

For IT-konsulentselskap er leverandører andre konsulentselskap som kan tilføre enten ekstern kompetanse eller ekstra bemanningskraft i perioder der selskapet ikke lenger klarer å oppfylle sine kontraktuelle obligasjoner med interne midler. Dette vil være korte engasjement og det vil ha få kostnader knyttet til å skifte ut den innleide hjelpen til et senere prosjekt, det vil derimot være noe mer komplisert å gjøre det i løpet av et engasjement. Det er ikke definert hva slags selskaper de innleide konsulentene kommer fra og det kan tenkes at det både brukes konkurrerende, større selskap så vel som mindre selskap.

Det kan oppstå gjensidig avhengighetsforhold av denne ordningen. Et selskap kan ta på seg større oppgaver enn det realistisk vil klare å gjennomføre vel vitende om at det finnes ekstern arbeidskraft som kan benyttes dersom deres interne ressurser ikke skulle strekke til. Det vil også være en fordel for et selskap å ha visshet om at dersom det ikke finnes grunnlag i bedriften for at alle de ansatte har arbeidsoppgaver vil det kunne bety at andre har tatt på seg såpass store oppdrag at de vil behøve assistanse.

Forhandlingsstyrken til leverandører anses som moderat ettersom det finnes gjensidige avhengighetsforhold.

Intern rivalisering

I en bransje der rivaliseringen mellom de forskjellige aktørene er høy, vil lønnsomheten bli sterkt påvirket gjennom at marginene alltid må smalnes for å holde tritt med konkurrenters prisnivå. Grant (2018) legger videre fram følgende vurderingskriterier til bruk for å analysere rivaliseringen:

- *Det er vanskelig å koordinere priser.*
- *Det finnes aktører med overkapasitet, hvilket presser prisene ned.*
- *Det finnes betydelige utgangsbarrierer.*
- *Det er høye faste og lave variable kostnader i bransjen.*

Det framkommer av regnskapene at bransjen kjennetegnes ved lave kostnader generelt, med ett viktig unntak - lønninger. Bransjen er svært kompetansebasert og verdiskapningen i bedriftene er avhengig av kompetent arbeidskraft. Dette er en fast kostnad, og det er en stor post i regnskapene. Variable kostnader omfatter i stor grad de kostnadene som kommer med innleie av eksterne konsulenter for å dekke opp for underkapasitet og gjennomføring av prosjekter. Disse vil variere med hensyn på den interne faktureringsgraden og tilgjengelighet på kontrakter. Fortsatt kan vi se at de faste kostnadene er mer prevalente enn de variable og bransjen som helhet kjennetegnes med at faste kostnader er markant høyere enn variable kostnader.

Fra analysen av nyetablerere er IT-bransjen her avgrenset til de større aktørene når inngangs- og utgangsbarrierer diskuteres. For en mindre aktør vil utgangsbarrierene være minimale, og for en større aktør vil de fortsatt være små. Dette kan ses i lys av at de viktigste eiendelene og kapitalen for konsulentselskaper er de ansatte og kunnskapen og kompetansen arbeidskraften besitter. Følgelig vil kapitalen til selskapet være immateriell, da det ikke kreves store, materielle investeringer for å drive et konsulentselskap. Det vil derfor ikke være nevneverdige kostnader ved å legge ned virksomheten. Det kreves ikke store materielle investeringer, det vil ikke være nevneverdige kostnader knyttet til å legge ned virksomheten. Det er tidligere i analysen blitt beskrevet at IT-bransjen ikke er spesielt utsatt for priselastisitet og det blir dermed mindre aktuelt for en aktør å samle bransjens ressurser (kompetanse) for så å senke sine priser til et nivå der andre aktører ikke kan holde tritt.

Tjenestene i IT-bransjen omsettes ikke på et typisk åpent marked, men priser blir avtalt for hver kontrakt. Dette medfører at flere variable faktorer spiller inn og har forskjellige mengder påvirkningskraft. Det blir derfor vanskelig, og til en viss grad mindre hensiktsmessig, å koordinere priser. Det som er viktig å få fram er hvordan prising ikke er det viktigste i konsulentbransjen, fordi det ofte er ikke bare jobber som må gjøres, men jobber som må gjøres effektivt og godt.

Av denne analysen fremkommer det at den interne rivaliseringen i IT-bransjen er for det meste moderat men heller lener seg mot å være lav.

7.3 INTERN STRATEGISK ANALYSE

Den interne strategiske analysen består av en ressursanalyse ved hjelp av VRIN rammeverket slik det er lagt frem av Jay Barney (1991).

7.3.1 VRIN

Det ressursbaserte synet som en forklaring på verdiskapning ble introdusert i delkapittel 4.1 og representeres her ved en modell Barney (1991) designet for å bestemme om en bedrift innehar et konkurransefortrinn eller et varig konkurransefortrinn. For å støtte under resultatene vurderes ressurser ved å analysere en ressurs' verdifullhet, dens sjeldenhet, hvor enkel den er å imitere for konkurrenter og en ressurs' substituerbarhet.

En ressurs blir i følge Barney (1991) definert som verdifull når den tillater bedriften å implementere strategier som øker effektiviteten. Dersom en slik verdifull ressurs ikke er standardisert i bransjen og dermed er sjelden, vil det være grunnlag for et fortrinn. Et vedvarende fortrinn kan allikevel ikke etableres med mindre ressursen er vanskelig å kopiere for konkurrenter. Den siste betingelsen for at en ressurs skal gi en bedrift et varig konkurransefortrinn er det kan ikke finnes liknende ressurser som hverken er verdifulle eller sjeldne, da disse tar vekk fortrinnet ved å ha ressursen, da man har de samme strategiske mulighetene.

Regional modell

En regional modell vil i konsulentbransjen si å spre sin virksomhet over flere kontorer i forskjellige regioner, istedenfor å ha færre, større kontorer. Bouvet bruker en slik modell og begrunner fordelene ved dette som en nærhet til kunder. Som nevnt i presentasjonen av selskapet har Bouvet 13 kontorer i Norge og Sverige. Selskapet nevner selv i årsrapporten at de opplever denne modellen som verdiskapende (Bouvet, 2012). Modellen er lite kompleks og utover den finansielle og intellektuelle kapitalen som forutsettes ved drift av flere avdelinger er modellen imiterbar. Følgelig er det naturlig at dette ikke en sjelden modell og de fleste konsultentselskaper sprer sin virksomhet ut på lignende måter.

Paritet.

Kapitalstruktur

Bouvet har en kapitallett forretningsmodell. Dette medfører økonomisk vekst uten at det kreves betydelige investeringer. Det gir også store muligheter for å legge til rette for faktorer som kompetanseutvikling og oppkjøp, som er drivere bak vekst. Dette er et kjennetegn ved bransjen, i likhet med den regionale modellen, men i motsetning til den regionale modellen er det sjeldnere å ha en kapitalstruktur som Bouvets. Flere selskaper innen bransjen har store gjeldsposter, mens Bouvets regnskap presenteres uten langsiktig gjeld. Dette gjør at store andeler av overskudd fra drift avsettes til utbytte. Når det gjelder imiterbarheten av en slik kapitalstruktur krever det noe mer drøftelse. Det er komplisert å gå fra en posisjon med mye gjeld til en posisjon uten gjeld, dette vil ta tid og i en slik situasjon er det ikke tvil om at det ikke er lett imiterbar. Substitutt for en struktur uten gjeld vil være å ha gjeld og å finansiere utviklingen ved hjelp av gjeld. Ulempen ved en slik substitutt er at det vil påvirke resultat og, som en konsekvens, utbyttet.

Fortrinn.

Ledelse

Vi la i delkapittel 2.1.1 frem at Bouvet ble til som et resultat av en fusjon og oppkjøp etter å ha hatt en periode med store utfordringer. Som en følge av dette ble Bouvet startet med en del erfaring fra et mindre suksessfullt foretak og ved Bouvets visjon og uttalelser om hvordan Bouvet har planlagt å vokse ser man at de legger til grunn en sunn, jevn vekst. Ledelsen har etablert en kultur og organisasjon som har klart å løse prinsipal-agent-problemet. Dette kan på generelt grunnlag utgjøre en utfordring i børsnoterte selskaper. Videre kan det særlig gjøre seg gjeldende i konsulentselskaper hvor de ansatte er de viktigste ressursene. Ved å etablere en prososial kultur og en høy grad av eierskap blant de ansatte har ledelsen vist god evne til å tilpasse seg basert på tidligere erfaringer. Ledelse med en visjon setter Bouvet i en posisjon til å utøve strategiske muligheter og er svært verdifull i en bedrift hvor mennesker er den viktigste ressursen. Slik ledelse krever at det er en gjennomgående interesse for å drive selskapet på denne måten, og betegnes i denne analysen som både sjelden og vanskelig å imitere. Det finnes heller ingen umiddelbar substituerbar løsning.

Varig fortrinn.

Intern kultur

I et konsulentselskap er de viktigste verdiskapende faktorene de ansatte. Konsulentselskap ansetter individer med høy kompetanse og de er åpenbart verdifulle. I et landskap der det ikke er ukomplisert å skaffe seg de mest kapable arbeidstakerne blir det essensielt å sikre lavt gjennomtrekk av ansatte og holde de man allerede har tilfreds. Vi har i delkapittel 2.1.2 beskrevet Bouvet's tilnærming til deres ansatte og et fokus på et godt miljø, fast lønn og en inkluderende kultur. Dette ligger til grunn for en sterk prososial motivasjon blant de ansatte, og det er også denne typen arbeidstakere Bouvet søker å ansette. Andre konsulentselskaper legger mindre vekt på prososial motivasjon, i bransjen er ytre motivasjon er en dominerende strategi for utvikling og økt kvalitet. Dette er faktorer som er med på å underbygge en sterk intern kultur som gir et godt grunnlag for videre vekst. I praksis kan man se noen effekter av dette på undersøkelser blant unge arbeidstakere, hvor resultatene viser at Bouvet ikke er et av de mer kjente selskapene, men at de som kjenner til de er svært interessert i å arbeide der (Universum, 2018; Academic Work, 2018). En slik kultur er krevende å implementere og krever at man prioriterer å bygge fundament for at en slik modell skal fungere. Det er også viktig at hele organisasjonen støtter denne veien å utvikle bedriften på. Det finnes heller ingen naturlig substitutt for en slik modell.

Varig fortrinn.

Bred kompetanse

Et konsulentselskap er avhengig av å besitte kompetanse for å skape verdi. Et konsulentselskap sin evne til å besitte kompetanse som genererer løsninger som ikke kan konkurreres med på enten pris eller kvalitet viktig for verdiskapningen i bedriften. Bouvet har et særlig fokus på å kontinuerlig forbedre sin kompetanse ved å tilby ansatte muligheter for å utvikle kompetanseområdene sine og ved å ha et sterkt fokus på tverrfaglig miljø. Bouvet ansetter også medarbeidere fra mange ulike utdanningsbakgrunner og vil ved dette forsøke å tjene på å ha slik tverrfaglig kompetanse. Dette er ikke en unik situasjon for Bouvet. Konsulentselskaper er avhengig av å utvikle seg for å fortsette å være konkurransedyktige. Uten å besitte den riktige kompetansen er det umulig å fungere som et konsulentselskap. På tross av at bransjen kan preges av at det er færre kompetente arbeidstakere enn det som er ønskelig er det ikke vanskelig for et selskap å kunne skaffe seg den kompetansen de

vil trenge. En substitutt for å ikke ha nødvendig kompetanse i sin egen bedrift vil være å velge å sette ut noen av sine oppdrag til konsulenter selskapet ansetter. Dermed finnes det alternative måter å løse dette på.

Paritet.

Ressurser	<i>V</i>	<i>R</i>	<i>I</i>	<i>N</i>	Vurdering
Regional modell	Ja	Nei	Nei	Nei	Paritet.
Kapitalstruktur	Ja	Ja	Ja	Nei	Fortrinn.
Ledelse	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn.
Intern kultur	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn.
Bred kompetanse	Ja	Nei	Nei	Nei	Paritet.

Figur 7D VRIN-modell

7.3 OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN

I dette delkapittelet kommer en oppsummering av den strategiske analysen gjennom SWOT-rammeverket. Grunnlaget vi vil bruke for å estimere vekstpotensialet til Bouvet er om det finnes muligheter for kompetanseutvikling og ekspansiv rekruttering og vurdere dette i samspill med bransjens utsikter.

7.3.1 SWOT

En vanlig måte å oppsummere en strategisk analyse på er å samle den i en matrise som beskriver bedriftens styrker, svakheter, muligheter og trusler. Styrkene og svakhetene er basert på forhold som har kommet frem i den interne analysen, mens muligheter og trusler er identifisert i den eksterne analysen.

<u>STYRKER</u>	<u>SVAKHETER</u>
<ul style="list-style-type: none"> ● Regional modell. ● Partnerskap. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Utsatt hvis de mister kunder. ● Begrenset utviklingspotensiale.

<ul style="list-style-type: none"> ● Bedriftskultur. ● Kapitalstruktur. ● Ledelse. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Avhengige av ledelsen. ● Prinsipal-agent problem. ● Konsentrerte sluttmarkeder.
<p style="text-align: center;"><u>MULIGHETER</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Digitalisering. ● Reguleringer som PSD2 og GDPR. ● Bransje i vekst. ● Likviditet til å gjennomføre oppkjøp. 	<p style="text-align: center;"><u>TRUSLER</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ● Outsourcing (til lavkostland). ● Omdømme-avhengig omsetning. ● Mangel på kompetanse. ● Kortere kontrakter.

Figur 7E SWOT-modell

Styrker

Lokalisering er sentralt til drift på grunn av at det påvirker tilgangen til oppdrag og kompetanse. Bouvets regionale modell gir dem muligheten til å nå mange potensielle kunder, og kundene får en følelse av at det er en lokal virksomhet som støtter de, samtidig som at de nyter godt av hele Bouvets nettverk og den kompetansen det medfører. For mange virksomheter er det viktig at leverandøren av forretningskritiske løsninger og tjenester har lokal forankring og kompetanse. I tillegg er det lettere å etablere langsiktige relasjoner og dermed kjennskap til kundens virksomhet og systemer. Modellen bidrar til at Bouvet kan løse kundens utfordringer mer effektivt. Nærhet til kunden åpner også for muligheter til å samarbeide for kontinuerlig å utvikle konsernets tjenester.

Kontinuitet er en nøkkelfaktor i Bouvets virksomhet. Det er et bevisst valg å satse på kontinuitet og viser seg i gjentatt engasjement med eksisterende kunder. På grunn av tilstedeværelsen av byttekostnader og avhengighet av kontinuerlige oppdrag er det viktig å beholde kunder, også utover de opprinnelige avtalene. Derfor foretrekker Bouvet å omtale sine kunder som partnere. Dette er en del av Bouvets strategi for å sikre seg langsiktige og stabile kunder. Med en slik ordning blir de mindre utsatt for svingninger i konjunkturer og kutter kostnader.

Bouvet legger stor vekt på å ha et godt sosial miljø og har bygget en sterk bedriftskultur. Dette har særlig vært viktig i vekstperioder. Denne kulturen fører til at arbeidsoppgaver gjennomføres på en god måte, med kompetanse og kompetansen er interessert i å bli værende i selskapet.

Bouvet har en gunstig kapitalstruktur. I en bransje hvor veksten krever svært lite materielle investeringer og som lite kapitalkrevende, setter dette de i en svært sterk posisjon. Dette gjør at Bouvet er godt posisjonert for utdeling av overskudd i form av utbytte og investeringer dersom det er aktuelt.

Bouvet har en ledelse med lang og relevant erfaring. Ledelsen har vist god evne til å bygge en solid, intern kultur som har bidratt til de gode økonomiske resultatene som Bouvet har levert. Dette styrker selskapets utgangsposisjon og tilsier at Bouvet både er godt posisjonert i dagens marked og i fremtiden.

Svakheter

Dersom kundene ønsker færre leverandører, er de utsatt hvis de havner på utsiden. Bouvets omsetning er ekstremt avhengig av å beholde engasjement og aller helst gjenta samarbeid med bedrifter for å minimere kostnader knyttet til bytting og flytting. Å miste sentrale kunder vil være svært skadelig for resultatene til selskapet, særlig på grunn av at bransjen er i vekst og Bouvet helst bør følge denne.

Bouvets fokus på en sterk bedriftskultur er en styrke for virksomheten slik den er nå og i nær fremtid. Det er også sannsynlig at den tiltrekker seg arbeidstakere i et marked hvor det kan være utfordrende å få tak i nye ansatte. Samtidig kan det utgjøre en demper på fremtidig vekst. Sverre Hurum har uttalt at det er mindre sannsynlig at de gjennomfører oppkjøp av andre bedrifter på grunn av at de ikke vil risikere å ødelegge kulturen de har bygget ved å bringe inn for mange nye på samme tid. Dette kan være en svakhet med tanke på vekstmulighetene.

Særlig to personer har vært sentrale i oppbyggingen av Bouvet, økonomidirektør Erik Stubø og administrerende direktør Sverre Hurum. Deres erfaring og ledelse har hatt en svært positiv effekt på Bouvet. Svakheten kommer ved om Bouvet vil klare å omstille seg og fortsette sin positive drift også etter at ledelsen slutter. Det er lite som tyder på at det er noe sannsynlig at slike omveltninger skjer i nær fremtid.

I konsulentselskaper er det et innebygget prinsippal-agent problem på grunn av at verdiskapningen er avhengig av de menneskelige ressursene. De viktige bidragsyterne vil føle at de fortjener en

større del av overskuddene, og aksjonærene vil også ha sin del av verdiskapningen. Dette kan skape problemer. Bouvet har i utgangspunktet løst dette med jevn overskuddsdeling og aksjeprogram for sine ansatte. Det gjør både ansatte og ledere til eiere i selskapet. Det må likevel nevnes som en svakhet da en forvitring av kulturen kan gjøre prinsipal-agent-problemet mer gjeldende.

Bouvet's kundeportefølje fremstår som ikke veldig diversifisert. Over 50% av deres omsetning kommer fra enten olje-og gass eller offentlig administrasjon og forsvar. På denne måten er de utsatt for plutselige endringer i disse sluttmarkedene, som eventuell nedgangskonjunktur i oljebransjen. Dette har allerede vært tilfelle da det i 2014 ble en nedgang i petroleumsindustrien, som hadde en negativ innvirkning på Bouvet. Dette er en svakhet som bør tas hensyn til.

Muligheter

Digitaliseringen i samfunnet er økende. Stadig flere bedrifter innser at de trenger å digitalisere virksomheten sin for å henge med sine konkurrenter og teknologien blir stadig bedre og kan løse oppgaver man før ikke trodde den kunne. Det er vanskelig å vite akkurat hvor langt digitaliseringen vil utvikle seg, men det er en sentral del av det å drive virksomhet. Med dette til grunn er det enkelt å forstå at det finnes mange muligheter for virksomheter som Bouvet. Få bedrifter vil klare å endre sine systemer på en tilfredsstillende måte på egenhånd og vil trenge støtte til dette. I tillegg kommer videreutvikling og oppdatering av eksisterende systemer som sikrer at slike oppdrag kan vare over lange perioder.

Regulerende lovverk gir også muligheter. Vi har allerede sett på effektene av endret lovverk fra EU, slik som PSD2 og GDPR. PSD2 fungerer som en åpner av en næring som tidligere har vært relativt lukket med store inngangsbarrierer. Endringen muliggjør at andre selskaper kan utføre betalingstjenester. Dette gir et nytt mulighetsområde for bedrifter og på samme måte som digitaliseringen, vil dette føre til at de trenger rådgivning og støtte for at deres systemer skal fungere optimalt. På samme måte vil GDPR kreve at selskaper har systemer for å håndtere kundeinformasjon på en forsvarlig måte. Det er heller ikke utenkelig at det vil komme flere lignende lover som en konsekvens av fortsatt digitalisering av samfunnet.

Bransjen er blitt moden, den er ikke lenger ung slik den kunne bli vurdert for en del år siden, men den er fortsatt definitivt i vekst. Dette skyldes både at konsulentselskaper kan vokse uten at de binder mye kapital og den gode etterspørselsveksten etter IT-konsulenttjenester som en konsekvens av den nevnte digitaliseringen av samfunnet. Det er naturlig å tenke seg at dette vil gjøre IT-bransjen til en stadig viktigere bransje.

Muligheten for at det blir etablert nye selskap av samme skala som Bouvet, ble vurdert som ganske lav i analysen under femkraftsmodellen. Samtidig ble det også definert at inngangsbarrierene for å starte nye konsulentselskaper, i mindre skala er nesten ikke-eksisterende. I en lønnsom bransje er det derfor svært sannsynlig at mange små konsulentselskap blir startet. Det gir muligheter for aktører som Bouvet, som ikke har utestående gjeld, for å gjennomføre oppkjøp av slike mindre enheter og integrere de inn i sin egen modell. For Bouvet er ikke dette en uttalt strategi og de ønsker å være forsiktige med slike oppkjøp. Det kan likevel ses på som en mulighet, da det kan gjennomføres dersom de finner et selskap som passer inn deres langsiktige planer og hvor de ser muligheten for at det aktuelle selskapet kan integreres i kulturen og verdiene til Bouvet.

Trusler

Outsourcing til lavkostland er en trussel for Bouvet. Enkelte oppgaver kan gjøres eksternt uten komplikasjoner og til en mye lavere pris. Ut ifra dette kan man forstå hvorfor blant andre Bouvet har lagt stor vekt på å ha nærhet til kunder og aktivt svare på kundenes behov og endringer i disse. Kanskje må man anse de områdene som kan outsources som tapt, ved at selskapet i stedet fokuserer på områder som krever lokal tilstedeværelse og tilrettelegging for den enkelte bedrift. Bouvet kan således også ha hatt noe nytte av trusselen fra outsourcing ved at utviklingen i lønnsnivået, som er selskapets største utgift, har blitt holdt nede.

IT-konsulentbransjen er svært avhengig av omdømme. Ettersom det ikke nødvendigvis er den laveste prisen som dikterer hvem som vinner kontrakter, men en kombinasjon av pris og den antatt beste kvaliteten på arbeidet som vil bli gjort, er det ekstremt viktig i slike "budrunder" å fremstå som et godt selskap som har god kompetanse. En trussel for Bouvet vil være om noen oppdrag ikke går som planlagt, som kan føre til at de mister både eksisterende kunder og noe av det gode omdømmet de har opparbeidet seg. Dette kan også redusere mulighetene for tildeling av fremtidige kontrakter.

En trussel vil også være potensiell mangel på arbeidskraft med kompetanse innen IT. Dette vil være mindre truende for Bouvet enn for mange andre mindre selskaper, ettersom Bouvet har muligheten - hvis de skulle ønske - til å gjennomføre oppkjøp. Bouvet kan også tilby bedre arbeidsforhold, en tydelig kultur, gode betingelser og utviklingsmuligheter sammenlignet med flere av deres konkurrenter. De vil derfor kunne fortsette å tiltrekke seg arbeidstakere og fortsatt vokse, selv om det skulle bli en større mangel på kompetanse som et resultat av at det ikke blir utdannet nok innen informasjonsteknologi. Samtidig er det verdt å påpeke at dersom mangelen blir stor nok vil dette også påvirke Bouvets vekstutsikter og antakeligvis drive opp lønnskostnadene for å kunne tiltrekke seg “de beste hodene”.

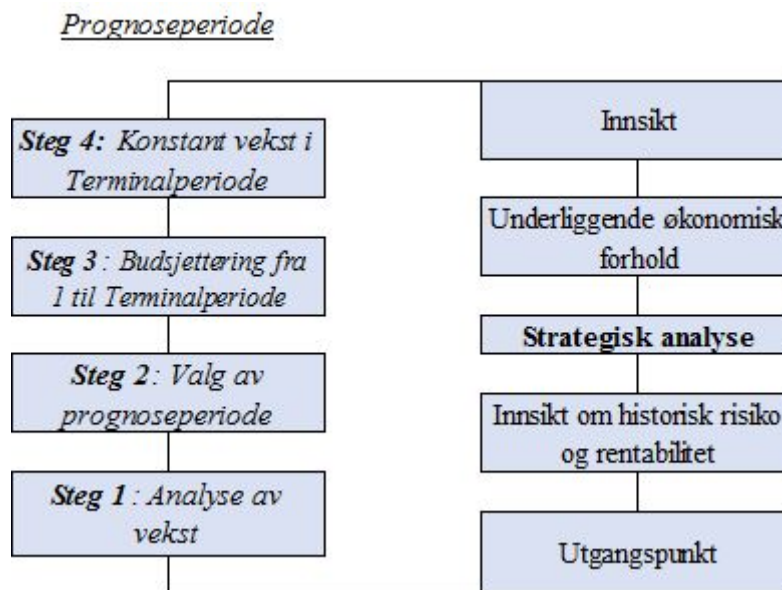
Kortere kontrakter vil også være et potensielt truende element for Bouvet, ettersom det vil gi kundene enda større makt og vil også føre til at det blir sterkere konkurranse om oppdrag i motsetning til de langvarige kundeforholdene Bouvet aller helst vil kultivere. Dette kan også føre til at pris blir en viktigere parameter for kundene og kan påvirke prissettingen i markedet.

8. PROGNOTISERING

I kapittel 6 ble det gjennomført en analyse av regnskapet basert på historiske data. I dette kapitlet vil fokuset endres fra det historiske til det framtidige. I følgende kapittel vil vi gjøre en vurdering av fremtidige kontantstrømmer. Denne framskrivingen vil fungere som et grunnlag for den senere verdsettelsen. Prognostiseringen baseres på analysene fra kapitlene 2-7.

8.1 PROGNOTISERING METODE

Rammeverket vi har valgt å følge for fremskriving av Bouvets regnskap tar utgangspunkt i figuren under.



Figur 8.1 - Rammeverk for budsjettering (Penman, 2013)

Som det kommer av figur 8.1, danner de foregående kapitlene (kapittel 2-7) grunnlaget for utarbeidelsen av selve prognosen. Steg 2, 3 og 4 ved figuren vil bli presentert som egne delkapitler. Historisk vekst i relevante budsjettdrivere ligger vedlagt (vedlegg 9) og vil ikke være et eget delkapittel. Vi velger derimot å drøfte historisk vekst under budsjetteringsposter hvor det vil være relevant. Framskrivningen av regnskapet vil bli utarbeidet i det reformulerte formatet for både regnskaps- og balanseoppstillingen, da dette rammeverket gir nøkkeltallene som danner grunnlaget for å estimere fremtidige kontantstrømmer.

8.1.1 VALG AV PROGNOSEPERIODE

Den eksplisitte prognoseperioden bør budsjetteres inntil selskapet når en stabil vekstfase, definert som “steady state”. “Steady state”-fasen kjennetegnes ved at selskapet ikke oppnår meravkastning på fremtidige ekspansjonsinvesteringer (Kaldestad & Møller, 2017, s.118), samt at selskapet vokser med en konstant vekstrate på nivå med den underliggende økonomiske veksten (Koller et al, 2015, s.249). Koller et al (2015) anbefaler en prognoseperiode på 10-15 år, avhengig av selskapets vekstutsikter. En kortere prognoseperiode vil kunne medføre en underestimering av selskapets verdi.

Som det fremgår av delkapittel 2.2.2. vurderer vi at markedet for IT-tjenester kan karakteriseres som å være i et modent-vekst stadium. Den økende digitaliseringstakten i samfunnet tilsier at

bransjen fortsatt vil ha gode forutsetninger for vekst i årene fremover. Med bakgrunn i våre vurderinger av Bouvets vekstutsikter, anslår vi at Bouvet vil nå “steady state” etter 10 år. Deretter tillegger vi 2 års terminalperiode, som tilsammen utgjør en budsjettshorisont på 12 år.

8.1.2 BUDSJETTERING FRA 1 TIL TERMINALPERIODEN

I følge Koller et al (2015) bør en prognosemodell med lang budsjetteringshorisont deles opp i to perioder hvor; 1) har en detaljert 5-7 års prognose som inkluderer en fullverdig budsjettering av alle relevante resultat- og balanseposter og 2) resterende prognoseperiode baserer seg på enkelte nøkkelfaktorer som vekst, marginer og omløpshastigheten på kapitalen. Siden vi ikke har tilgang på informasjon som gjør oss i stand til å utarbeide svært detaljerte prognoser, velger vi å basere oss på en “top-down-modell” som fokuserer på enkelte budsjett drivere (Kaldestad & Møller, 2017, s.116). I følge Kaldestad og Møller (2017) kan prediksjonsnivået ved en slik metode være like bra som ved mer avanserte modeller, fordi man konsentrerer seg om viktige verdidrivere og utelater detaljer som ofte gir lite merverdi (s. 116).

I de påfølgende delkapitlene vil vi drøfte relevante budsjett drivere. Fullverdig fremstilling av budsjettering av resultatregnskapet og balanseoppstillingen, samt tilhørende budsjett drivere ligger vedlagt (Vedlegg 5, 6, 7 og 8).

8.1.2.1 INNTEKTER

Driftsinntekter blir ansett som den primære driveren til resultatvekst (Penman, 2013). Omsetningen bestemmes av pris og volum, og det vil derfor være essensielt å kartlegge og forstå utviklingen av disse to faktorene under prognoseperioden. I et konsulentselskap vil en budsjettering av salgsinntekter vanligvis kunne gjøres ved en bottom-up-metode, hvor man tar utgangspunkt i timeproduksjon og produksjonsverdi per konsulent (Gjønnes & Tangenes, 2017, s. 150). Følgelig kan det argumenteres for at det i hovedsak er tre sentrale kilder til langsiktig vekst i et konsulentselskap:

- Selskapet kan vokse gjennom å ansette flere medarbeidere
- Selskapet kan optimalisere faktureringsgraden
- Selskapet kan ta høyere timespriser

Som vi har nevnt innledningsvis, har vi ikke tilgang på informasjon som er nødvendig for å foreta en slik detaljert budsjettering av salgssinntektene som anbefalt av Gjønnnes og Tangenes (2017). Derfor velger vi å fremskrive driftsinntekter på bakgrunn av det vi forventer at selskapet skal vokse under prognoseperioden. Som en følge av dette har vi definert at de mest sentrale driverne for vekst i driftsinntektene er avhengig etterspørselen etter konsulenttjenester og virksomhetenes evne til å møte etterspørselen gjennom rekruttering og kompetanseutvikling.

I dagens marked blir etterspørselen etter IT-konsulenttjenester i stor grad drevet av at selskaper går over til mer datadrevne løsninger som krever store investeringer i teknologi (Bouvet, 2019). Investeringer i IT-infrastruktur er viktig for å utvikle nye prosjekter, men også for å vedlikeholde og utvikle eksisterende infrastruktur. Digitalisering er på egenhånd nok til å skape store omveltninger i næringslivet og insentivene for gjennomføring av tiltak for å tilpasse seg, er i stor grad økonomiske kostnadsbesparelser over en lang tidshorison. I tillegg vil lovreguleringer, som eksempelvis GDPR og PSD2, endre rammebetingelsene til selskapene, som vil drive selskaper mot digitalisering ved at det er en forutsetning for fremtidig drift. Et eksempel på dette er bankvirksomhet, hvor endrede reguleringer har åpnet opp for alternative betalingstjenester. I et slikt scenario vil både nye aktører være interesserte i løsninger for å kunne entre markedet samtidig som de eksisterende markedsaktørene vil søke nye løsninger for å forsvare sine ledende posisjoner.

I budsjetteringsperioden vil den generelle markedsveksten i etterspørselen etter IT-konsulenttjenester være en viktig underliggende vekstdriver for Bouvet. Som nevnt i kapittel 2.2.2, anslås den globale veksten etter IT-service å vokse med 4,7% i 2019 (Gartner 2018). Det norske markedet anslås å vokse med omkring 3%, i følge det norske IT-konsulentselskapet Webstep (2017). Websteps prognose kan fremstå noe lavt gitt den høye digitaliseringstakten i samfunnet. Derfor vurderer vi dette som et konservativt estimat på veksten i markedet over de neste årene. I motsatt ende av skalaen finner vi MarketLine, som estimerer at det skandinaviske IT-servicemarkedet vil vokse med 13,8% i perioden 2018-2023 (2019). Dette fremstår imidlertid noe mer aggressivt og inkluderer det bredere IT-servicemarkedet som inkluderer hele outsourcingmarkedet, markedet for applikasjonsservice og IT-infrastruktur. Vi vurderer at veksten i markedet antakeligvis vil bli et sted mellom 3% og 13,8% over de nærmeste årene, hvor veksten vil ligge nærmere 3%. Vi vurderer derfor at den underliggende etterspørselsveksten antakeligvis havner et sted mellom Webstep og Gartners estimat, tilsvarende et gjennomsnitt av de to

estimatene på omtrent 3,9%. Videre tror vi at de større aktørene i bransjen vil ta markedsandeler, som understøttes av vår analyse av sammenlignbare selskaper som vokste med omtrent 6,2% CAGR i analyseperioden. Til sammenligning har Bouvet oppnådd en CAGR-vekst på 8,95% i samme periode. Vi antar derfor at generelle markedet for IT-konsulenter vil vokse rundt 3,9% og fungere som en underliggende vekstdriver over de neste årene.

Som tidligere nevnt i kapittel 2, kan det være utfordrende å sette helt klare avgrensninger på omfanget av IT-konsulentbransjen. Webstep har imidlertid lagt frem tall på det totale norske markedet for IT-konsulenttjenester, som har blitt beregnet til omtrent 14,5 milliarder kroner i 2016 (Webstep 2017). Bouvet hadde i overkant av 1,2 milliarder norske kroner i omsetning i den norske delen av virksomheten i 2016, som indikerer en markedsandel på 8,2% basert på nevnte tallene. Hvis vi fremskriver veksten i markedet til 2018, så vil det norske markedet utgjøre omtrent 15,4 milliarder norske kroner, basert på den forventede veksten på 3%. Dersom vi tar utgangspunkt i Bouvets omsetning i den norske virksomheten for 2018, som utgjorde 1,43 milliarder norske kroner, har Bouvets markedsandel vokst til 9,3%.

Bouvets vekst i driftsinntekter vil drives av 1) den generelle veksten i markedet og 2) Bouvets evne til å ta markedsandeler. En viktig forutsetning for at Bouvet skal kunne vokse i budsjettperioden er at selskapet evner å tiltrekke seg dyktige ansatte som passer inn i deres organisasjon og kultur. Etter våre funn i både kapittel 2 og kapittel 7, i vår strategiske analyse av selskapet, vurderer vi at Bouvet har gode forutsetninger for å rekruttere dyktige og kompetente medarbeidere som passer inn i selskapets organisasjon. Bouvet har en klar og tydelig kultur. Rekruttering av de riktige menneskene utgjør derfor en viktig del av vekstforutsetningen til selskapet. Dette kan samtidig ses på som en flaskehals for vekst, da manglende rekruttering av dyktige medarbeidere vil være hemmende for veksten til selskapet. Basert på den strategiske analysen i kapittel 7 vurderer vi at Bouvet er godt posisjonert for å kunne rekruttere den nødvendige mengden ansatte med tilhørende riktig kompetanse for å ta markedsandeler.

Basert på de kvantitative funnene i analyseperioden, fremtidige prognoser for markedet for IT-konsulenter og funn i den strategiske analysen, anslår vi at Bouvets driftsinntekter på kort sikt vil ligge på 13%, 11% og 9% i årene 2019, 2020 og 2021. For å predikere fremtidig vekst er det også viktig å ta hensyn til selskapets størrelse. Ettersom selskapet vokser seg større, og jo raskere

det vokser, desto vanskeligere blir det for selskapet å opprettholde veksten (Damodaran, 2012, s.279). Når selskapet kommer opp i skala antar vi derfor at veksten etter hvert vil avta. Vi antar derfor at veksten reduseres til 8 % i 2022 og 2023, 7 % i 2024 og 2025, 6% i 2026 og 2027 og 5% i 2028. Den gjennomsnittlige CAGR-veksten i den eksplisitte prognoseperioden vil dermed være 7,7 % og vi forventer derfor at veksten vil avta noe fra de 8,95% observert i analyseperioden.

8.1.2.2 KOSTNADER

Koller et al (2015) anbefaler kostnader som en prosentandel av driftsinntekter som budsjettdriver for kostnader. Vi velger å budsjettere hver enkelt kostnadspost separat. Den viktigste kostnadsdriveren til Bouvet er lønnskostnader. Bouvet har hatt en svak utvikling i lønnsveksten under perioden 2014 til 2018. Det kommer også frem i budsjettdriveren lønnskostander/driftsinntekter, som i samme periode ble redusert fra 69,2% til 63,4%. Denne utviklingen kan dels tilskrives et økt press på lønningene innen norsk IT-industri som følge av at bedrifter i større grad velger å offshore deler av virksomheten til lavkostland og dels en svak organiseringsgrad innenfor IT-sektoren, som vi argumenterte for i kapittel 2. Dette har gitt lavere vekst i lønningene blant norske IT-ansatte, sammenlignet med andre bransjer. Vi anslår at denne tendensen vil kunne vedvare på kort sikt. Over tid mener vi imidlertid at lønnsveksten vil øke grunnet tilførsel av kunnskap innenfor ny teknologi som blant annet robotisering og større forhandlingsmakt hos fagforeningene innen IT-sektoren. For at Bouvet skal kunne opprettholde markedsvekst og tiltrekke seg sterk faglig kompetanse er det nødvendig for selskapet å tilby konkurransedyktige lønnsbetingelser. I budsjetteringsperioden anslår vi derfor at selskapets lønnsandel i 2019 ligger på 64%, og gradvis vil øke. Forholdstallene varekostnad/driftsinntekter og annen driftskostnad/driftsinntekter har i løpet av et 7-års snitt ligget på henholdsvis 14% og 10,21%. Siden begge budsjett drivere har forholdt seg relativt stabilt over analyseperioden, velger vi å la de være konstante på gjennomsnittsnivået over hele budsjettperioden.

8.1.2.3 NETTO DRIFTSRELATERTE ANLEGGSMIDLER

Netto driftsrelaterte anleggsmidler utgjør selskapets immaterielle eiendeler og varige driftsmidler fratrukket avsetninger for forpliktelser. I følge Koller et al (2015) er det mest hensiktsmessig å budsjettere varige driftsmidler som en prosentandel av driftsinntekter. Det skyldes at forholdstallet holder seg relativt stabilt over tid. For Bouvet er varige driftsmidler relatert til inventar, kontorutstyr og EDB-utstyr. Under budsjetteringsperioden anslår at forholdstallet vil ligge på

samme nivå som i 2018 i perioden selskapet opplever sterk vekst, og deretter gradvis avta. Denne forutsetningen baserer seg på vår vurdering om at vekst i antall ansatte er en av primærdriverene for omsetningsveksten til selskapet. Dermed vil det være naturlig at Bouvet øker investeringene i bruksmidler i perioden med sterk vekst.

Koller et al. (2015) anbefaler å utelate framskriving av immaterielle eiendeler som goodwill. Empiriske studier viser at oppkjøp i de fleste tilfeller ikke skaper merverdi for selskapet. Ettersom en investering med nåverdi lik 0 ikke vil medføre en verdiøkning for selskapet, er det derfor unødvendig å prognostisere fremtidige oppkjøp (Koller et al, 2015, s.274). I følge Koller et al (2015) bør framskrivingen av goodwill ligge på et konstant nivå som tilsvarer verdien av goodwill i år 0. På bakgrunn av dette velger vi å sette budsjettdriveren goodwill/driftsinntekter som 0, og budsjetter goodwill til samme størrelse som i 2018 over hele budsjettthorisonen. Balanseposten andre immaterielle eiendeler, som i Bouvets tilfellet innebærer utvikling av eget software, nettside og kunderelasjoner, anbefaler Koller et al.(2015) å budsjettere med samme fremgangsmåte som for varige driftsmidler. I likhet med investering i varige driftsmidler, velger vi la budsjettdriveren ligge på samme nivå som 2018 i perioden selskapet opplever sterk vekst. Deretter anslår vi at forholdstallet reduseres og ligger på et konstant nivå i resterende del av budsjettperioden. Vi velger å budsjettere utsatt skatt som en prosentandel av inntekter. Forholdstallet baserer vi på gjennomsnittet av nøkkeltallet under analyseperioden, som tilsvarer 0,02%. Forholdstallet velger vi å holde konstant under prognoseperioden.

Netto driftsrelaterte anleggsmidler vil være utgangspunktet for beregning av selskapets investeringer. I følge Koller et al.(2015) kan investeringer estimeres med utgangspunkt i formelen:

$$\text{Investeringer} = \text{Netto driftsrelaterte anleggsmidler}_t - \text{Netto driftsrelaterte anleggsmidler}_{t-1} + \text{Avskrivninger og Amortiseringer}_t$$

Vi har inkludert andre immaterielle eiendeler, samt tilhørende amortiseringer i formelen for beregningen av investeringer da posten «andre immaterielle eiendeler» er en sentral del av selskapets drift. Denne posten inkluderer blant annet software og egenutviklet internettside, samt kunderelasjoner. Budsjettering av selskapets investeringer ligger i vedlegg 11.

8.1.2.4 NETTO ARBEIDSKAPITAL

Netto arbeidskapital utgjør selskapets omløpsmidler fratrukket overskuddskontanter og kortsiktig gjeld. For å fremskrive fremtidig nivå av arbeidskapital for Bouvet har vi valgt å ta utgangspunkt i netto arbeidskapital som en prosentandel av driftsinntekter som blir anbefalt etter rammeverket til Koller et al. (2015). Arbeidskapital/driftsinntekter har i løpet av analyseperioden variert mellom -3.1% og -6.6%. Historisk har Bouvets netto arbeidskapital blitt redusert i takt med at selskapets vekst har økt. I følge Damodaran (2012) vil en konstant vekst i negativ arbeidskapital være urealistisk på lang sikt. Ved en prognostisering av fremtidig nivå av negativ arbeidskapital mener Damodaran (2012) at man må ta høyde for at arbeidskapitalen på et tidspunkt blir konstant eller økende. Under budsjetteringsperioden anslår vi at arbeidskapital/inntekter ligger på -6.6% i 2019, og at forholdstallet deretter gradvis øker, som følge av avtagende vekst, inntil nivået av arbeidskapital forholder seg relativt stabilt.

8.1.2.5 AVSKRIVNINGER OG AMORTISERINGER

Budsjettering av avskrivninger kan enten utføres ved å ta avskrivninger som en prosentandel av inntekter eller varige driftsmidler. Vi velger å benytte oss av forholdstallet avskrivninger/varige driftsmidler som budsjettdriver. I motsetning til budsjettdriveren som baserer seg på inntekter, vil avskrivninger/varige driftsmidler ta direkte hensyn til selskapets investeringer (Koller et al., 2015, s.239). Vi å ta utgangspunkt i samme prinsipp ved budsjettering av amortiseringer og budsjettdriveren vil dermed være amortiseringer/andre immaterielle eiendeler. Vi velger å basere oss på gjennomsnittsverdien under analyseperioden ved budsjetteringen av avskrivninger og amortiseringer. Det tilsvarer forholdstall på 38,5% og 15%.

8.1.2.6 SKATT

Som det kom frem av PESTEL-analysen har selskapsskatten i Norge blitt redusert fra 23% til 22% i 2019. Den effektiv skattesatsen til Bouvet lå i 2018 på 21,44%. Dette skyldes at selskapet har hatt utsatt skattefordel. På et overordnet nivå mener vi at det vil bli mer presist å forholde oss til skattesatsen som er fremlagt av regjeringen under den eksplisitte prognoseperioden. Vil derfor benytte en skattesats på 22% i vår fremtidsprognose.

8.1.3 KONSTANT VEKST I TERMINALPERIODEN

Som vi har nevnt innledningsvis i kapitlet, vil en budsjettering av regnskapet utarbeides inntil man forventer at selskapet når en stabil vekstfase, hvor selskapet ikke vil generere meravkastning på ekspansjonsinvesteringer. I delkapittel 5.1.1 presenterte vi terminalperioden med utgangspunkt i Gordons vekstformel. Gordons vekstformel forutsetter en konstant vekstrate, på linje med den med den underliggende økonomiske veksten. På lang sikt vil ikke et selskap kunne vokse mer enn den forventede veksten for økonomien i landet hvor selskapet opererer. Dersom selskapet vokser mer enn BNP over tid, vil det utgjøre en usannsynlig stor andel av BNP (Kaldestad & Møller, 2017, s.122). Kaldestad og Møller (2017) anbefaler å basere den konstante vekstraten på den forventede langsiktige reallønnsvekst tillagt den forventede langsiktige inflasjonsveksten. I analysen av de økonomiske forholdene under PESTEL-analysen anslo vi den langsiktige real- og inflasjonsveksten til å ligge på henholdsvis 2,7% og 2%. Videre anbefaler Kaldestad og Møller(2017) at den konstante vekstraten settes noe under den nominelle BNP veksten. Det kan forklares av at den fremtidige økonomiske veksten vil bli drevet opp av nye selskaper og selskaper som har oppnådd en moden fase vil ligge på et lavere snitt. Basert på anbefalingen fra Kaldestad og Møller(2017) anslår vi veksten i terminalperioden til å være 2,5%.

9. VERDSETTELSE

Basert på vurderingene i kapitlene 5 til 8 har vi gjennomført en fundamental verdsettelse av Bouvet. I vår verdsettelse av Bouvet har vi valgt å basere oss på to verdsettelsesmodeller, RI-modellen og FCFF-modellen. For å tilføye, samt kontrollere de to verdsettelsesmodellene, vil vi også supplere med multippelanalyse.

9.1 VERDSETTELSE MED RI-MODELLEN

RI-modell (TNOK)	Eksplisitt prognoseperiode											Terminalperiode	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Egentkapital, UB	276 993	306 470	344 127	380 184	412 415	461 393	503 929	556 619	602 535	630 599	661 424	693 909	719 057
Årsresultat		172 153	181 838	198 260	205 843	221 706	213 671	229 692	243 554	260 444	242 417	248 525	254 785
Re		7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %	7.80 %
Kostnad på kapital		21 605	23 905	26 842	29 654	32 168	35 989	39 306	43 416	46 998	49 187	51 591	54 125
RI		150 547	157 933	171 418	176 189	189 538	177 682	190 385	200 138	213 446	193 231	196 934	200 660
Diskonteringsfaktor		0.9276	0.8605	0.7983	0.7405	0.6869	0.6372	0.5911	0.5483	0.5087	0.4719	0.4377	
NV av RI eksplisitt periode 01.01.1		139 654	135 905	136 836	130 468	130 198	113 222	112 539	109 743	108 572	91 178	86 201	
NV av Terminal RI 01.01.12												3 786 042	
NV av Terminal RI 01.01.1												1 657 216	
Sum RI	2 951 732												
MVE 01.01.1	3 228 725												
Utestående aksjer	10 250												
Verdi per aksje	315												

Modell 9A - Verdsettelse ved RI-modellen

Basert på RI-modellen har vi estimert Bouvets egenkapitalverdi til 3.228.725.000 kr og en verdi per aksje til 315 kr. Modellen fastsetter selskapets nåverdi basert på neddiskontert residualinntekt til selskapet. Markedsverdien av egenkapitalen er et resultat av vår antagelse som at selskapet evner å skape meravkastning utover egenkapitalkravet under prognoseperioden. Gitt Bouvets lønnsomhet og kapitallette forretningsmodell har vi anslått at selskapet evner å vokse samtidig som de kan utbetale en høy andel av inntjeningen som utbytte. Samtidig reflekterer verdierestimater at vi anslår selskapets egenkapitalrentabilitet til å gradvis reduseres fra dagens nivå. Egenkapitalrentabiliteten til selskapet var i 2018 på 54%, mot bransjestandarden på 21% samme år. Vi vurderer det som urealistisk at Bouvet opprettholder et slikt høyt nivå over tid og antar derfor en gradvis fallende egenkapitalrentabilitet i løpet budsjetteringsperioden.

9.2 VERDSETTELSE MED FCFF-MODELLEN

FCFF-Modell (TNOK)	Eksplisitt prognoseperiode											Terminalperiode	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Fri kontantstrøm til firma		174 919	178 339	199 390	212 037	214 712	211 268	220 106	228 651	255 153	232 421	237 347	251 435
Diskonteringsfaktor		0.9363	0.8605	0.7983	0.7405	0.6869	0.6372	0.5911	0.5483	0.5087	0.4719	0.4377	
NV av FCFF til 11		163 782	153 465	159 165	157 013	147 490	134 624	130 107	125 378	129 787	109 670	103 891	
Sum av NV av FCFF til 11	1 514 373												
NV av Terminal 01.01.11												4 744 056	
NV av Terminal 01.01.0	2 076 555												
Selskapsverdi 01.01.0	3 590 928												
NIBD per 01.01.0	0												
MVE 01.01.0	3 590 928												
Utestående aksjer	10 250												
Verdi per aksje	350												

Modell 9B - Verdsettelse ved FCFF-modellen

Verdsettelsen basert på FCFF-modellen gir Bouvet en egenkapitalverdi på 3.590.928.000 kr og en verdi per aksje på 350 kr. Som det kommer av tabellen er prognostisert markedsverdi av selskapet tilsvarende selskapsverdien, da selskapet ikke har netto rentebærende forpliktelser. Sammenlignet med verdiestimatet fra RI-modellen, ble verdien per aksje 35 kr høyere ved FCFF-modellen. I forhold til Bouvets faktiske markedspris 01.01.19 som lå på 196 kr, impliserer begge verdsettelsesmetodene at aksjen er undervurdert. Utfordringen tilknyttet FCFF-modellen for verdsettelsen av Bouvet er at selskapet har immatrielle eiendeler i form av strukturkapital som etter dagens regnskapsprinsipper ikke balanseføres. Vi har tidligere argumentert for at selskapet finansierer vekst på en kostnadseffektiv måte gjennom negativ arbeidskapital og selskapet krever lite investeringer i varige driftsmidler for å vokse. Selskapets viktigste investeringer manifesterer seg først og fremst i selskapets lønnskostnader, i stedet for i varige driftsmidler som avskrives over en enn viss periode. Dette medfører at kontantstrømmen ikke reflekterer selskapets investeringer i kompetanse, kultur og videreutvikling av strukturkapital (Damodaran, 2009). Som en konsekvens av dette velger vi å benytte et gjennomsnitt av FCFF-modellen og RI-modellen som utgangspunkt for vårt verdiestimat. Etter vår vurdering reduserer dette usikkerheten og feilmarginen ved å basere seg kun på en av verdsettelsesmodellene. Ved å benytte begge modellene som utgangspunkt for vårt verdiestimat kan dette motvirke og utligne styrkene og svakhetene til de enkeltvise modellene. Snittverdien basert på de to fundamentale verdsettelsene gir en aksjeverdi tilsvarende 333 kr.

9.3 MULTIPPELVERDSETTELSE

Som vi presenterte i delkapittel 5.1.2 er verdsettelse gjennom multiplikatorer en markedsdrevet metode og gir en indikasjon på hvilken pris markedet er villig til å betale for tilsvarende selskaper i dag. Vi velger å estimere aksjeverdien basert på multiplene EV/EBITDA, EV/Sales og P/E og basere verdiestimatet på gjennomsnittet av disse. De komparative selskapene er de samme som vi har benyttet tidligere i oppgaven. Det medfører at vi sammenligner selskaper på tvers av geografiske områder. Dersom vi utelukkende skulle basere oss på norske selskaper ville multiplikatoranalysen bli lite representativt for Bouvet, fordi flere av de norske selskapene har andre forretningsområder i tillegg til konsulenttjenester. Multiplene for de komparative selskapene er basert på multipler datert 01.01.19 og er hentet fra Bloomberg-terminalen. Som følge av at vi har et begrenset datagrunnlag velger vi å basere multippel-faktoren på bransjemedian (Kaldestad & Møller, 2017, s. 225).

	EV/EBITDA	EV/Sales	P/E	Gjennomsnitt
Faktor - median	10.10	1.19	21.54	
Basisverdi	216 364	1 846 711	150 497	
Markedsverdi egenkapital	2 185 276	2 197 586	3 241 645	
Utestående aksjer	10 250	10 250	10 250	
Verdi per aksje	213	214	316	248

Tabell 9C - Multiplverdssettelse

Multiplverdssettelsen gir en gjennomsnittsverdi per aksje på 248 kr. Sammenlignet med den fundamentale verdsettelsen, hvor gjennomsnittsverdien var 333 kr, gir dette et stort avvik. I delkapittel 5.1.2 argumenterte vi for at metoden forutsetter at de komparative selskapene oppfyller samme forutsetninger om blant annet størrelse, vekst og lønnsomhet. Bouvet ligger over majoriteten av de komparative selskapene i henhold til både lønnsomhet og vekst. Dette til tross for at vi har beveget oss ut fra selskapets geografiske segment. Dermed kan det diskuteres i hvilken grad metoden overholder relevans i forhold til prisingen av Bouvet. Dette tilsier at Bouvet bør handles til en multiplikator som er høyere enn bransjemedian som en følge av høyere vekst og lønnsomhet. Til sammenligning ligger aksjeverdien ved multiplverdssettelsen nærmere selskapets faktiske aksjepris på 196 kr (01.01.19) enn det som kommer av den fundamentale verdsettelsen. Samtidig viser multiplverdssettelsen at Bouvet er undervurdert på verdsettelsestidspunktet.

10. USIKKERHETSBE TRAKTNINGER

I dette kapitlet tar vi sikte på å teste usikkerhetsmomenter i verdsettelsen. Sluttproduktet av verdsettelsesestimater avhenger av analytikerens egne, skjønsmessige vurderinger av de viktigste budsjettdriverne. Følgelig vil det være stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Derfor har vi, i dette kapitlet, vurdert vårt verdiestimat av Bouvet, ut fra ulike virkemidler for å vurdere usikkerhetsmomenter i verdiestimatet.

10.1. SENSITIVITETSANALYSE

Hensikten med en sensitivitetsanalyse er å se hvilke konsekvenser en endring i de mest kritiske variablene i verdsettelsesmodellen har for verdiestimatet (Petersen et al, 2017, s. 334). Vi velger å utføre flere sensitivitetsanalyser av RI-modellen og FCFF-modellen basert på utvalgte nøkkelvariabler.

10.1.1. CAGR-VEKST OG WACC

I den første sensitivitetsanalyse vil vi se i hvilken grad aksjeverdien påvirkes av en 0,5% endring i variablene CAGR-vekst i den eksplisitte prognoseperioden og avkastningskravet. I vår prognose har vi anslått CAGR-veksten til Bouvet å være 7,7% over en 10-års periode. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til denne antagelsen da det er vanskelig å anslå selskapets utvikling 10 år frem i tid. Samtidig er majoriteten av budsjettdriverne i prognosen tilknyttet veksten i driftsinntekter. Derav vil det være hensiktsmessig å avdekke utfallet ved en endring av selskapets vekstrate i den eksplisitte perioden. Estimeringen av Bouvets avkastningskrav innehar flere usikkerhetsmomenter tilknyttet de ulike komponentene som inngår i avkastningskravet. Et eksempel på dette er likviditetspremien som er basert på skjønnsmessige vurderinger og utgjør et tillegg på 2% av avkastningskravet til Bouvet. Det vil derfor være nærliggende å anta at selskapets avkastningskrav kan variere.

		WACC						
		6.3 %	6.8 %	7.3 %	7.8 %	8.3 %	8.8 %	9.3 %
CAGR Vekst - Eksplisitt periode	5.2 %	371	325	288	258	234	213	196
	5.7 %	387	338	300	269	243	221	203
	6.2 %	404	353	312	279	253	230	211
	6.7 %	421	367	325	291	262	239	219
	7.2 %	439	383	338	302	273	248	227
	7.7 %	458	399	352	315	284	258	236
	8.2 %	477	415	367	327	295	268	245
	8.7 %	498	433	382	340	306	278	254
	9.2 %	519	451	397	354	319	289	264
	9.7 %	541	470	414	368	331	300	274
10.2 %	564	489	430	383	344	312	284	

Tabell 10A - Sensitivitetsanalyse av RI- modellen

I sensitivitetsanalysen representerer det fargede området aksjeverdier som er høyere enn vårt verdiestimat. Som det kommer av tabellen er aksjeverdien svært sensitiv for en endring i avkastningskravet. Dersom avkastningskravet reduseres med 1 % og veksten ligger på 7,7% vil aksjeverdien øke med om lag 26,7%. Hvis avkastningskravet holdes på 7,8% og veksten reduseres med 1% vil verdien av aksjen reduseres med 8,2%. Det illustrerer at selskapet i mindre grad blir påvirket av en endring i CAGR-veksten.

		WACC						
		6.3 %	6.8 %	7.3 %	7.8 %	8.3 %	8.8 %	9.3 %
CAGR Vekst - Eksplisitt periode	5.2 %	405	357	318	287	261	240	221
	5.7 %	423	372	331	299	272	249	230
	6.2 %	440	387	345	311	283	259	239
	6.7 %	459	403	359	323	294	269	248
	7.2 %	478	420	374	336	305	279	257
	7.7 %	498	437	389	350	317	290	267
	8.2 %	519	455	405	364	330	301	277
	8.7 %	541	474	421	378	343	313	288
	9.2 %	564	494	438	393	356	325	299
	9.7 %	587	514	456	409	370	338	310
	10.2 %	612	535	474	425	385	351	322

Tabell 10B - Sensitivitetsanalyse av FCFF-modellen

Ser vi på tilsvarende endringer ved FCFF-modellen vil et avkastningskrav på 7,8% og 1% reduksjon i CAGR-vekst gi en endring i aksjeverdien på 7,7%. I motsatt tilfelle vil en reduksjon i selskapets avkastningskrav tilsvarende 1 % og en CAGR-vekst som holdes på 7,7% føre til en økning i aksjeverdien med 24,9 %. I likhet med RI-modellen, vil verdiestimatet ved FCFF-modellen være mest sensitivt for en endring i avkastningskravet.

10.1.2. VEKST I TERMINALPERIODEN OG WACC

I den fundamentale verdsettelsen utgjør terminalverdien en stor andel av den totale verdien av verdiestimatet. Vi velger derfor å gjøre en sensitivitetsanalyse av kombinasjonen mellom veksten i terminalperioden og selskapets avkastningskrav, for å for å avdekke i hvilken grad disse variablene påvirker verdien av aksjen. En verdsettelse vil være sensitiv for endringer av forutsetningene i terminalperioden fordi dette leddet inneholder den kontantstrømmen vi forutsetter at selskapet vil generere til evig tid. Som vi argumenterte for i delkapittel 8.1.3. er fastsettelsen av den konstante vekstraten en vurdering basert på skjønn, snarere enn et eksakt måltall. Dermed vil det være hensiktsmessig å se på utfallet av aksjeverdien ved en endring av veksten i terminalperioden.

		WACC						
		6.3 %	6.8 %	7.3 %	7.8 %	8.3 %	8.8 %	9.3 %
Vekst - Terminalperiode	1.0 %	364	328	297	271	248	229	212
	1.5 %	389	347	312	283	258	237	219
	2.0 %	420	370	330	297	270	247	227
	2.5 %	458	399	352	315	284	258	236
	3.0 %	508	435	379	335	300	271	246
	3.5 %	576	482	413	361	319	286	258
	4.0 %	674	546	458	393	343	304	273

Tabell 10C - Sensitivitetsanalyse RI-modellen

Sensitivitetsanalysen ved RI-modellen viser at dersom vi holder veksten konstant på 2,5% og

reduserer WACC med 0,5% vil aksjeverdien endres med 11,75%. Motsatt vil en konstant WACC på 7,8% og en reduksjon i den stabile vekstfasen på 0,5% gi en endring på 6% i aksjeverdien. Analysen impliserer at verdiestimatet i større grad påvirkes av en endring i avkastningskravet enn ved en endring av veksten i terminalperioden.

		WACC						
		6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
Vekst - Terminalperiode	1.0%	390	353	322	296	274	254	237
	1.5%	419	376	341	311	286	264	246
	2.0%	454	403	363	329	300	276	256
	2.5%	498	437	389	350	317	290	267
	3.0%	556	480	421	375	337	306	280
	3.5%	635	535	462	406	361	326	296
	4.0%	748	611	515	445	391	349	314

Tabell 10D - Sensitivitetsanalyse FCFF-modellen

Ser vi på de samme effektene ved FCFF-modellen, vil en vekst på 2,5 % i den stabile vekstfasen og en 0,5% reduksjon i avkastningskravet gi en endring i aksjeverdien på 11,1 %. Holdes avkastningskravet på 7,8% og veksten i terminalperioden reduseres med 0,5% vil endringen i aksjeverdien være på 6,4 %. Sammenlignet med RI-modellen vil FCFF-modellen være noe mer sensitiv for endring av vekst i terminalperioden og ikke like fullt så sensitiv for endringer i avkastningskravet. Dette kommer av at terminalverdien i FCFF-modellen utgjør en større andel av totalverdien enn ved RI-modellen. Likevel vil avkastningskravet ved FCFF-modellen utgjøre den mest kritiske variabelen for verdiestimatet.

Vi har i tillegg utført en sensitivitetsanalyse basert på selskapets CAGR-vekst og EBIT-margin, som ligger vedlagt (Vedlegg 13).

10.2. SCENARIOANALYSE

Scenarioanalysens formål er å sannsynlighetsvekte utfall i de mest kritiske budsjettdriverene i verdsettelsesestimatet for å identifisere i hvilken grad det påvirker verdsettelsen. Vi velger å dele scenarioanalysen inn i et optimistisk, et realistisk og et pessimistisk utfall. I scenarioanalysen velger vi å sannsynlighetsvekte CAGR-veksten under den eksplisitte prognoseperioden. I kapittel 8 argumenterte vi for at vekstutsiktene for IT-konsulentbransjen antagelig ligger et sted mellom 3% og 13,8% CAGR-vekst de neste årene. Vi velger å etterprøve disse anslagene i scenarioanalysen,

for å se hvilket utfall hvert av anslagene har å si for verdien av Bouvets aksje. Følgelig velger vi å være noe mer forbeholdne, og justere vekstanslagene til henholdsvis 4% og 12 %. I et pessimistisk scenario vil Bouvet vokse i takt med markedet. I et optimistisk scenario vil Bouvet oppnå en god del sterke vekst enn markedet og dermed ta betydelige markedsandeler. Vi mener det er større sannsynlighet for at Scenario 1 inntreffer enn Scenario 3, og vi velger dermed å vekte førstnevnte med 30% sannsynlighet, og scenario 3 med 20% sannsynlighet. Det realistiske anslaget baserer vi på vår egen prognose, hvor vi anslår at selskapet vil vokse med 7,7% i den eksplisitte prognoseperioden. Dette anslaget vekter vi 50 %.

Scenarioanalyse	Pessimistisk Scenario 1	Realistisk Scenario 2	Optimistisk Scenario 3
CAGR vekst i eksplisitt periode	4 %	7.70 %	12 %
Verdi per aksje - RI-Modell	224	315	426
Verdi per aksje - FCFF-Modell	252	350	466
Gjennomsnitt - Verdi per aksje	238	333	446
Sannsynlighet	30%	50 %	20 %
<i>Verdi per aksje - Vektet verdi</i>	<i>327</i>		

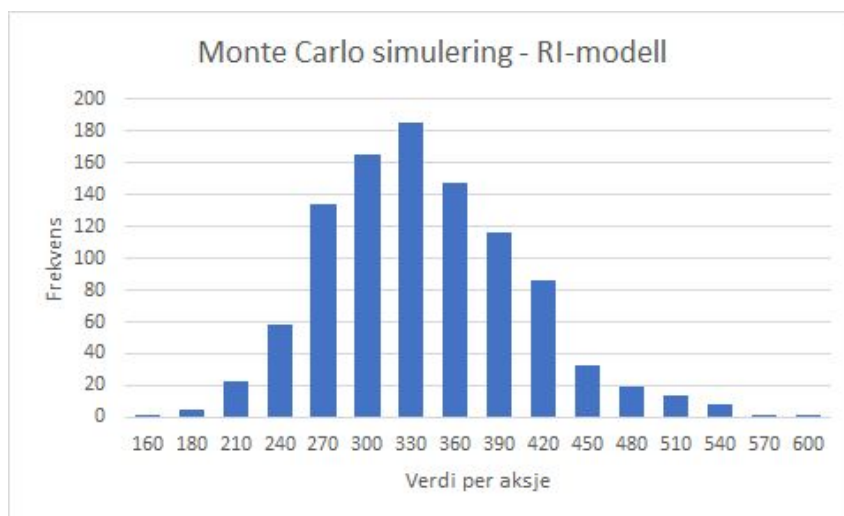
Tabell 10E - Scenarioanalyse

Som det kommer frem av tabellen over, ble anslaget fra scenarioanalysen noe lavere enn snittanslaget fra den fundamentale verdsettelsen. Ser vi isolert på scenario 1, gir det en gjennomsnittsverdi per aksje på 238 kr, som ligger over markedsverdien på 196 kr. Vi kan ikke utelukke at et slikt scenario vil kunne inntreffe. Ved kapittel 6, i regnskapsanalysen, kom det frem at selskapet er sårbar for konjunkturer i andre bransjer. Skulle det eksempelvis skje en nedskalering i oljesektoren, vil det kunne gi relativt store utslag på selskapets vekst. Isolert gir scenario 3 en snittverdi på 446 kr, som ligger langt over markedsverdien på verdsettelsestidspunktet. Et slikt scenario anser vi som mindre realistisk. Selv om Bouvet har opplevd sterkt vekst de siste årene, vil det være vanskelig for selskapet å opprettholde en slik vekstrate på lang sikt. Ettersom at selskapet vokser seg større og kommer opp i skala, vil det kunne gi naturlige begrensninger for den videre veksten og føre til kapasitetsbegrensninger som hindrer selskapet å opprettholde like høy vekstrate.

10.3 MONTE CARLO SIMULERING

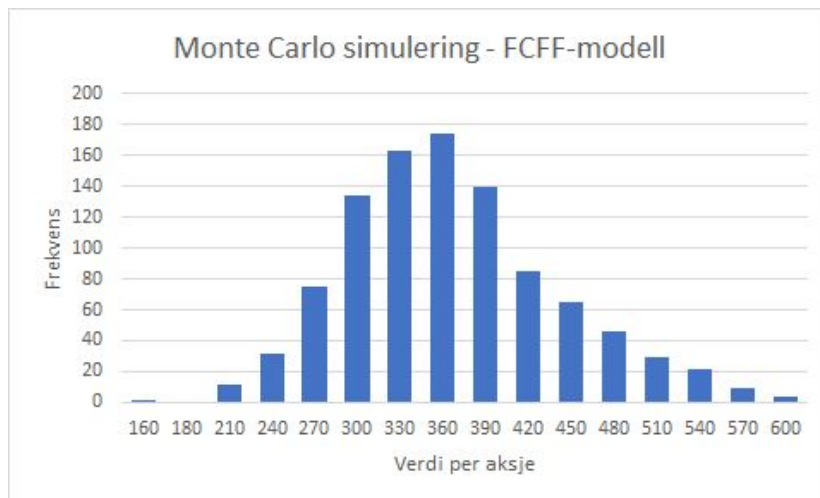
Monte Carlo simulering har som formål å sannsynlighetsberegne utfall av usikre fremtidsverdier ved komplekse beregningsmodeller. Simuleringen beregner et større antall utfall av modellen ved

at algoritmen til modellen gjentatte ganger velger verdier fra en forhåndsdefinert sannsynlighetsfordeling som er tilknyttet hver av modellens usikre variabler. Hensikten med de tilfeldige trekningene er at det dannes en uniform fordeling som en konsekvens av at de usikre variablene blir simulert uavhengig av hverandre (Osmundsen, 2005). Vi har benyttet Excel til å utarbeide en Monte Carlo simulering av RI- og FCFF-modellen. Vi har benyttet funksjonen *Tilfeldig()* for å foreta simuleringene og basert oss på 1000 tilfeldige utfall. Resultatet av simuleringen for hver av modellene er illustrert i et histogram, som viser sannsynlighetsfordelingen av aksjeverdien for hver av modellene.



Tabell 10F - Monte Carlo Simulering RI-modellen

Variablene vi velger å teste i simuleringen av RI-modellen er CAGR-vekst, EBIT-margin, vekst i terminalperioden, WACC og utbetalingsforholdet til dividende. Simuleringen basert på RI-modellen gir en gjennomsnittsverdi på 326 kr per aksje og en median på 315 kr, med et standardavvik på 81. Årsaken til at gjennomsnittsverdien overstiger medianen skyldes “utstikkere”, som ligger i det øvre sjiktet av intervallet i grafen, og som dermed er med å trekke opp gjennomsnittet.



Tabell 10G - Monte Carlo Simulering FCFF-modellen

I Monte Carlo simuleringen ved FCFF-modellen utgjør de usikre variablene de samme som ved RI-modellen, med unntak av at vi har benyttet reinvesteringsrate i stedet for utbetalingsforholdet til dividende. En nærmere spesifisering av de usikre variablene til modellene ligger i vedlegg 14. Simuleringen til FCFF-modellen gir en gjennomsnittsverdi per aksje på 355 kr og en median på 344 kr, med standardavvik på 83.

Monte Carlo-simuleringen basert på RI-modellen og FCFF-modellen gir en gjennomsnittsverdi på 341 kr per aksje. Simuleringen understøtter resultatet fra den fundamentale verdsettelsen om at Bouvet er underpriset basert på markedsverdien ved verdsettelsestidspunktet. Samtidig viser simuleringen at det foreligger en svært liten sannsynlighet for at aksjeverdien ligger på samme nivå som markedsverdien per 01.01.19. Vi vil samtidig gjøre oppmerksom på at en Monte Carlo simulering gjort ved en mer avansert programvare, som for eksempel Crystal Ball, antagelig ville ført til en mer presis simulering. Som vi kan se av begge tabellene, er det ikke dannet en fullstendig normalfordelt kurve. Antagelig skyldes dette at simuleringen baseres på kun 1.000 tilfeldige utfall. En Monte Carlo simulering tar ofte utgangspunkt i 25.000 til 50.000 tilfeldige trekninger (Osmundsen, 2005).

11. DISKUSJON

Basert på våre verdiestimer ved den fundamentale verdsettelsen, multippelverdsettelsen og Monte Carlo-simuleringen, fremstår Bouvet som undervurdert i forhold til hva aksjen handles for i markedet per 01.01.19. Dette understøttes av meglerhus som følger Bouvet-aksjen, hvorav 2 av 3 analytikere har gitt selskapet en kjøpsanbefaling, og én har gitt en holdanbefaling ifølge Bloomberg-terminalen.

Gjennomsnittsverdien ved den fundamentale verdsettelsen gir selskapet en verdi per aksje på 333 kr, mot markedsverdi på 196 kr (01.01.19), som tilsvarer en differanse på 137 kr. Argumenter for at Bouvets reelle verdi er høyere enn markedsverdien i dag mener vi hovedsakelig kan forklares ut fra den strategiske analysen av selskapet. Basert på den strategiske analysen av Bouvets interne og eksterne forhold som utgangspunkt for vår fundamentale verdsettelse, vurderer vi selskapets fremtidsutsikter som gode. Selskapet har en tydelig kultur som er definerende for hvordan selskapet ønsker å vokse over tid, nemlig ved å bygge stein på stein. Følgelig har vi estimert at Bouvets resultater vil vokse i budsjetteringsperioden. Det er uansett viktig å understreke at det er en rekke usikkerhetsmomenter knyttet til en slik prognostisering. Som tidligere diskutert i kapittel 5 om verdsettelsesmodeller, så kan svakhetene til slike modeller i større grad forklares av sensitiviteten i variablene og analytikerens vurdering av disse, snarere enn svakheter i selve modellene. Derfor er vårt verdiestimat sårbart for feilvurderinger av viktige variabler som veksten i driftsinntekter, lønnskostnader og utviklingen i lønnsomheten til selskapet. En viktig variabel i vår verdsettelse av Bouvet er veksten i selskapets driftsinntekter. Bouvets vekst vil i budsjettperioden, hovedsakelig, være drevet av:

1. Underliggende markedsvekst
2. Bouvets evne til å ta markedsandeler

Førstnevnte vil fungere som en generell driver for hele markedet. Sistnevnte er avhengig av Bouvets evne til å tiltrekke seg kompetent arbeidskraft som passer inn i deres kultur, da arbeidskraft er den viktigste innsatsfaktoren for konsulentselskaper. I vår prognose av driftsinntekter har vi forutsatt at Bouvet evner å tiltrekke seg mange nok ansatte til å møte etterspørselen fra kundene. Dette er imidlertid en “myk” variabel som er vanskelig å estimere. Det kan argumenteres for at kulturkapitalen og ledelsens evne til å ikke fravike deres interne prinsipper

er en viktig faktor for at selskapet har kunnet vokse, og fortsatt vil kunne vokse over tid. Bouvets fokus på å ha fornøyde ansatte, med en balanse mellom arbeid og fritid, kunnskapsdeling og interessante arbeidsoppgaver vurderer vi som en viktig forklaringsfaktor for selskapets suksess med å vokse over tid. Dette vurderer vi som et tydelig positivt særtrekk ved Bouvet som selskap og kan bidra til å redusere friksjonen i prinsipal-agent-forholdet med selskapets aksjonærer.

Det er imidlertid sterk konkurranse om ansatte med IT-kompetanse og Bouvet har en tydelig kultur. Denne kulturen kan derfor fungere som en flaskehals i den forstand at det er viktigere for selskapet å ansette riktig folk fremfor å ansette mange. Som en konsekvens av at dette er en viktig variabel, men vanskelig å estimere, så er vårt estimat av driftsinntekter sårbar for feilvurderinger. Hvis Bouvet ikke klarer å rekruttere tilstrekkelig antall kompetente medarbeidere, så vil dette gjøre at vår verdsettelse er for høy.

Selskapet er også konservative når det gjelder opptak av gjeld og har ved analysetidspunktet ingen langsiktig, rentebærende gjeld. I tillegg ser Bouvet på sine kunder som partnere i stedet for som kunder. Dette tror vi er viktig for å opprettholde langsiktige og gode kundeforhold over tid. Dette er ikke nødvendigvis tilstrekkelig differensierende fra andre konsulentselskaper i bransjen, men vi tror det har vært, og fortsatt vil være, en nøkkel til for at Bouvet beholder eksisterende kunder.

Verdivurderingen ved multiplene er basert på et utvalg av konkurrenter og ga Bouvet en aksjeverdi over aksjekursen 01.01.19 basert på gjennomsnittet til de tre ulike multiplervurderingene. Samtidig ga to av multiplene en verdi per aksje langt under estimatene ved de inntjeningsbaserte metodene. Dette kan både være en indikasjon på at vi har vært for optimistisk i vår fundamentale verdsettelse, men også at de komparative selskapene ikke er representative for en verdivurdering av Bouvet. Bouvet har både høyere lønnsomhet og vekst sammenlignet med majoriteten av de komparative selskapene. Denne metoden, ved å bruke en median av bransjen, vil dermed ikke hensynta selskapets lønnsomhet eller vekst. Det er dermed knyttet stor usikkerhet til relevansen i verdiestimatet og i hvilken grad multiplerverdsettelsen faktisk gjenspeiler markedsverdien til Bouvet.

Sensitivitetsanalysen gjorde det mulig å se ulike utfall av aksjeverdien ved endringer i kritiske variabler i verdiestimatet. Basert på de variablene som ble simulert kom det frem at verdsettelsen i

størst grad blir påvirket av selskapets avkastningskrav. Som vi tidligere har påpekt, er det flere usikre momenter tilknyttet de ulike komponentene som inngår i avkastningskravet. At verdierestimater er sensitivt for en endring i avkastningskravet, reflekterer at det er knyttet stor usikkerhet til om vårt estimat reflekterer selskapets faktiske fundamentale verdi. I tillegg gjennomførte vi en Monte Carlo simulering hvor vi utførte 1000 tilfeldige trekninger som ga en rekke tilfeldige, simulerte verdier av aksjekursen ved både RI- og FCFF-modellen. Basert på resultatene av simuleringen vil det være svært lite sannsynlig at den fundamentale verdien av aksjen ligger under markedsverdien på verdsettelsestidspunktet. Dette støttes av scenarioanalysen, som indikerer at aksjen er undervurdert, selv ved et “pessimistisk” scenario hvor selskapet kun vokser i takt med den generelle markedsveksten.

12. KRITIKK TIL OPPGAVEN

Som vi har påpekt tidligere i oppgaven, er det flere usikkerhetsmomenter tilknyttet de ulike variablene som inngår i verdivurderingen. Vi har gjort omfattende diskusjoner gjennom hele oppgaven og poengtert utfordringer og svakheter der det har vært naturlig. Det er likevel nyttig å gjøre en oppsummerende kritikk av oppgaven.

I oppgaven har vi kun basert oss på offentlig tilgjengelig markedsinformasjon. Det i seg selv gir en del begrensninger med tanke på budsjettarbeidelsen. Dette har ført til at vi har vært nødt til å gjøre en del forenklinger under prognostiseringen av regnskapet til Bouvet, og budsjettet med utgangspunkt i en “top-down-metode”, hvor vi har basert oss på den generelle markedsveksten og selskapets evne til å ta markedsandeler. Ved en slik forenklet prognosemetode er det en risiko for at vi ikke har tatt høyde for kritiske sammenhenger mellom for eksempel inntekter, kostnader og investeringer. Dette gjelder i særlig grad de tre viktige variablene som driver veksten i driftsinntekter over tid, nemlig 1) antall ansatte, 2) faktureringsgrad og 3) timespriser for konsulenttenester. Vi har ikke hatt tilgang til komplett faktureringsgrad og timespriser for Bouvet. Med tilgang til mer detaljert informasjon om disse to variablene kunne vi gjort mer presise beregninger av viktige variabler som antakeligvis ville påvirket verdierestimater.

Videre er verdsettelsen basert på våre vurderinger og vårt syn på Bouvets konkurranseposisjon i lys av det teoretiske rammeverket og selskapets muligheter i fremtiden basert på dette. Dette er i stor grad skjønnsmessige vurderinger og må ikke forstås som en objektiv sannhet.

I kapittel 9, poengterte vi at verdivurdering gjennom FCFF-modellen utelukkende tar hensyn til selskapets balanseførte eiendeler. Metoden vil dermed ikke ta høyde for investeringer i selskapets strukturkapital, som er selskapets viktigste eiendeler. Derav er det usikkert i hvilken grad den prognostiserte kontantstrømmen reflekterer Bouvets faktiske kontantstrøm.

Ved utarbeidelsen av Bouvets avkastningskrav sto vi overfor flere usikre komponenter. Selskapets egenkapitalbeta ble basert på et gjennomsnitt av selskapets komparative selskaper. For å sikre at de komparative selskapene var tilstrekkelig likvide, inkluderte vi selskaper utenfor Bouvets geografiske område. Det innebærer at de utenlandske selskaperes beta reflekterer samvariasjonen med en markedsindeks som ikke beveger seg i samme takt som OSEBX. Dermed kan det ikke utelukkes at Bouvets egenkapitalbeta innehar en viss grad av feilmargin. Videre har vi tillagt en likviditetspremie som utgjør en stor andel av Bouvets avkastningskrav. Størrelsen på premien er basert på skjønn, hvilket betyr at likviditetspremien tar utgangspunkt i vår egen vurdering av størrelsesordenen på premien, som ikke nødvendigvis gjenspeiler den likviditetspremien selskapet faktisk fortjener. Samtidig har vi valgt å holde selskapets avkastningskrav konstant. Vi har også forutsatt at selskapet ikke vil ta opp gjeld i fremtiden. Selv om denne forutsetningen virker fornuftig gitt selskapets situasjon på nåværende tidspunkt, kan situasjonen endres på lenger sikt og selskapet kan velge å øke gjeldsbelastningen.

13. KONKLUSJON

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere den fundamentale verdien av en aksje i Bouvet ASA per 01.01.19. Verdiestimatet bygger på en analyse av selskapets historiske prestasjoner, selskapets interne og eksterne forhold og våre antagelser om fremtidig prestasjoner. Samtidig har vi valgt en delproblemstilling som innebærer å gi en fiktiv investor en anbefaling om kjøp, salg eller hold av Bouvets aksje basert på den fundamentale verdien til Bouvet ved samme tidspunkt.

Verdiestimatet ved den fundamentale verdsettelsen har vi basert på gjennomsnittsverdien av RI-modellen og FCFF-modellen som tilsvarer en verdi per aksje på 333 kr. Dette utgjør en differanse på om lag 70% fra markedsverdien på verdsettelsestidspunktet som er på 196 kr. Vi benyttet en multiplverdssettelse basert på tre multipler som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Multiplverdssettelsen, med utgangspunkt i multiplene P/E, EV/Sales og EV/EBITDA ga en snittverdi per aksje på 248 kr, som utgjør en endring på anslagsvis 27% fra

markedsverdien. Monte Carlo simuleringen ga en gjennomsnittsverdi basert på de to fundamentale verdsettelsesmodellene på 341 kr. Det vil si en endring fra markedsverdien på ca. 72 %. Både multiplverdsettelsen og Monte Carlo simuleringen støtter resultatet fra den fundamentale verdsettelsen om at selskapet er underpriset på verdsettelsestidspunktet.

På bakgrunn av at det er knyttet stor usikkerhet til de ulike verdiestimatene velger vi å gi en kjøpsanbefaling dersom aksjeverdien ligger 10% over markedsverdien. I motsatt tilfelle, dersom aksjeverdien ligger 10% under markedsverdien vil vi gi en salgsanbefaling. Dersom aksjeverdien ligger innenfor dette intervallet vil vi gi en holdanbefaling. Modellen under viser verdien per aksje, samt handlingsstrategi for både verdsettelsen ved de enkeltvis metodene og gjennomsnittsverdien for hver av verdsettelsesmetodene.

(NOK)	RI-Modellen	FCFF-Modellen	EV/EBITDA	EV/Sales	P/E	Monte Carlo simulering - RI modell	Monte Carlo simulering - FCFF-modell
Verdi per aksje	315	350	213	214	316	326	355
Markedsverdi aksje 01.01.19	196	196	196	196	196	196	196
Handlingsstrategi	Kjøp	Kjøp	Hold	Hold	Kjøp	Kjøp	Kjøp
(NOK)	Gjennomsnittsverdi - Fundamental verdsettelse		Gjennomsnittsverdi - Multiplverdsettelse		Gjennomsnittsverdi - Monte Carlo simulering		
Verdi per aksje	333		248		341		
Markedsverdi aksje 01.01.19	196		196		196		
Handlingsstrategi	Kjøp		Kjøp		Kjøp		

Tabell 10 - Handlingsstrategi per 01.01.19

Endelig konklusjon:

Hovedproblemstillingen for oppgaven var:

“Hva er den fundamentale verdien av en aksje i selskapet Bouvet ASA per 01.01.2019?”

Med påfølgende delproblemstilling:

“Bør en fiktiv investor kjøpe, selge eller holde aksjen til Bouvet ASA per 01.01.2019 når formålet er å oppnå avkastning?”

Den endelige konklusjonen på vår hovedproblemstilling legger til grunn gjennomsnittsverdien av den fundamentale verdsettelsen, som gir en verdi per aksje på 333 kr den 01.01.19. Dette tilsier at Bouvet-aksjen er underpriset, hvilket medfører at vi gir den fiktive investoren en kjøpsanbefaling på aksjen.

REFERANSELISTE

Academic Work. (2018). *Young Professional Attraction Index 2018*. Hentet fra:

<https://www.academicwork.no/om-oss/ypai-2018>

Barney J. (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of Management.

Beregningsutvalget. (2019). *Grunnlaget for inntektsoppgjørene 2019 - kortversjon*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/contentassets/c9be5e1850304bdbb0e071c2a3d09925/kortversjon-februar-2019.pdf>

Bloomberg. (2019a). *Bouvet Asa (BOUVET:Oslo Stock Exchange)*. Hentet fra:

<https://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=35349362&privateId=34102981>

Bloomberg. (2019b). *Bouvet Asa (BOUVET:Oslo Stock Exchange)*. Hentet fra:

<https://www.bloomberg.com/research/stocks/private/person.asp?personId=35349368&privateId=34102981>

Bouvet. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2019a). *Årsrapport 2018*. Hentet fra: <https://www.bouvet.no/investor/arsrapporter>

Bouvet. (2019b). *Historien om Bouvet og Bouvet-øya*. Hentet fra:

<https://www.bouvet.no/om-bouvet/historien-om-bouvet-og-bouvet-oya>

Bouvet. (2019c). "Kulturrapport. Kapittel 1 - Generelt om Bouvet". Hentet fra

"<https://www.bouvet.no/kulturrapport/kapittel-1-generelt-om-bouvet>"

Bouvet. (2019d). "Kulturrapport- Kapittel 10 - Dele". Hentet fra

<https://www.bouvet.no/kulturrapport/kapittel-10-dele>

Bøhren Ø. & Michalsen D. & Norli Ø. (2017). *Finans: teori og praksis*. Fagbokforlaget.

Dagens Næringsliv. (2007, 14. mai). *Lommen full før børsnotering*. Hentet fra:

<https://www.dn.no/lommen-full-for-borsnotering/1-1-1133221>.

Dagens Næringsliv. (2017, 28. mars). *IKT-bransjen etterlyser 360 "forsvunne" studieplasser*.

Hentet fra:

<https://www.dn.no/utdannelse/ikt-norge/kunnskapsdepartementet/ikt-bransjen-etterlyser-360-forsvunne-studieplasser/2-1-74609>

Damodaran A. (2009). *Valuing Companies with intangible assets*. Hentet fra:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609799

Damodaran A. (2012). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.

Damodaran A. (2019). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet fra:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Damodaran A. (2019). *Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 - Current*. Hentet fra:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

Deloitte (2018). *2018 global outsourcing survey*. Hentet 18.05.2019 fra:

<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/operations/articles/global-outsourcing-survey.html>

Digi.no (2016). *Venter lønnsгалopp i IT-bransjen. Og mer outsourcing*. Hentet fra

<https://www.digi.no/artikler/venter-lonnsгалopp-i-it-bransjen-og-mer-outsourcing/320721>

Dyrnes S. (2011). Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper. I Bråthen T. *Moderne Forretningsjus II*, (s. 78-107). Fagbokforlaget.

E24. (2017, 10. august). *Vi er nødt til å gjøre enda mer*. Hentet fra:

<https://e24.no/digital/digitalisering/mangel-paa-it-kompetanse-vi-er-noedt-til-aa-gjoere-enda-mer/24114445>

Fama E.F. & French K.R. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. Journal of Economic Perspectives.

Fjeldstad Ø.D. & Lunnan R. (2014). *Strategi*. Fagbokforlaget.

Gartner. (2010). *En rapport for Fornyingsdepartementet. Utredning av IKT-trender 2010-2020*.

Hentet fra:

https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fad/vedlegg/ikt-politikk/ikt-trender_gartner.pdf

Gartner. (2018). *Gartner Says Global IT Spending to Grow 3.2 Percent in 2019*. Hentet fra:

<https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2018-10-17-gartner-says-global-it-spending-to-grow-3-2-percent-in-2019>.

Gjønnes S.H. & Tangenes T. (2016). *Økonomisk Styring 2.0*. Fagbokforlaget.

Grant R.M. (2018). *Contemporary Strategy Analysis 10th edition*. Hoboken, NJ; John Wiley &

Sons

- Haaskjold, I. (2018a). Norges Bank. *Digitalisering i norske foretak - hva er konsekvensene på kort sikt?*. Hentet fra:
<https://www.samfunnsokonomene.no/content/uploads/2018/09/Ingrid-Haaskjold.pdf>
- Haaskjold, I. (2018b). Norges Bank. *Digitalisering i norske foretak: Hvor viktig er det og hva er konsekvensene på kort sikt?*. Hentet fra:
<https://bankplassen.norges-bank.no/2018/11/14/digitalisering-i-norske-foretak-hvor-viktig-er-det-og-hva-er-konsekvensene-pa-kort-sikt/#more-468>
- Johannessen A., Christoffersen L. & Tuft P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (3. utg.)*. Abstrakt.
- Kaldestad Y. & Møller B. (2017). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget.
- Koller T. & Goedhart M. & Wessels D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies (6.utg)*. John Wiley & Sons.
- KPMG. (2018). *Seeing the bigger picture*. Hentet 18.05.2019:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/no/pdf/2018/KPMG-Nordic-Shared-Services-and-Outsourcing-Pulse-survey-2018-web.pdf>
- Lovdata. (2007, 29. juni). *Lov om verdipapirhandel*. Hentet fra:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>
- MarketLine. (2019). *IT Services in Scandinavia*. Hentet fra:
<https://advantage-marketline-com.ezproxy.library.bi.no/Product?ptype=Industries&pid=MLIP2881-0018>
- McKinsey. (2017). *Shaping the future of work in Europe's 9 digital front-runner countries*. Hentet fra:
<https://www.mckinsey.com/featured-insights/europe/shaping-the-future-of-work-in-europes-nine-digital-front-runner-countries>
- Menon. (2017). *Fintech: En internasjonal sammenligning av finansiell teknologi*. Hentet fra:
<https://www.menon.no/publication/internasjonal-sammenligning-finansiell-teknologi/>
- Moody's Investors Service. (2018). *Moody's affirms Norway's Aaa ratings; maintains stable outlook*. Hentet fra:
https://www.moody's.com/research/Moodys-affirms-Norways-Aaa-ratings-maintains-stable-outlook--PR_382926

- Norges Bank. (2018). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2019a). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/19*. Hentet fra:
<https://www.norges-bank.no/aktuelt/nyheter-og-hendelser/Publikasjoner/Pengepolitisk-rapport-med-vurdering-av-finansiell-stabilitet/2019/119/>
- Norges Bank. (2019b). *Valutakurser*. Hentet fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/?id=EUR>
- Oslo Børs. (2019). *Bouvet*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/BOUVET.OSE/data>
- Oslo Børs. (2018). *Omsetningshastighet*. Hentet fra:
<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk>
- Osmundsen D. (2005). *Identifikasjon og kvantifisering av sammensatt risiko ved hjelp av Monte Carlo simulering*. Hentet fra:
https://www-idunn-no.ezproxy.library.bi.no/pof/2005/03/identifikasjon_og_kvantifisering_av_sammensatt_risiko_ved_hjelp_av_monte_carlo_simulering
- Penman S.H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation (5.utg.)*. McGraw-Hill Education: New York, New York.
- Petersen C. & Plenborg T. & Kinserdal F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.
- Porter M.E. (1979). *How Competitive Forces Shape Strategy*. Harvard Business Review.
- PWC. (2018). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Riksrevisjonen. (2017). *Riksrevisjonens undersøkelse av konsulentbruk i staten*. Hentet fra:
<https://www.riksrevisjonen.no/rapporter-mappe/no-2016-2017/konsulentbruk-i-staten/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2017). *Økonomiske analyser (4/2017)*. Hentet fra:
<https://www.ssb.no/nasjonaltregnskap-og-konjunkturer/oa/4-2017>
- Tekna. (2018, 5. november). *Stort IT-behov, men lavt lønna*. Hentet fra:
<https://teknamagasinet.no/stort-it-behov-men-lavt-lonna/>
- Universum. (2018). *The Most Attractive Employers in Norway*. Hentet fra:
<https://universumglobal.com/rankings/norway/>
- Visma. (2018). *Egenkapitalandel*. Hentet fra:
https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-equity-ratio.htm?f

bclid=IwAR02NeSoazV8CBYioqI8WH2sEBqZkziNOvNxacQsORINO3X5bHYrW58yw
Nc

Vollmer M. (2015). *A Beta Return Efficient Portfolio Optimisation Following the CAPM: An Analysis of International Markets and Sectors*. Wiesbaden: Springer Fachmedien
Wiesbaden.

Webstep. (2017). “Webstep: Company Presentation September/Oktober 2017”. Hentet fra
<https://www.sparebank1.no/content/dam/SB1/bank/sr-bank/vedlegg/webstep%20-company-presentation.pdf>