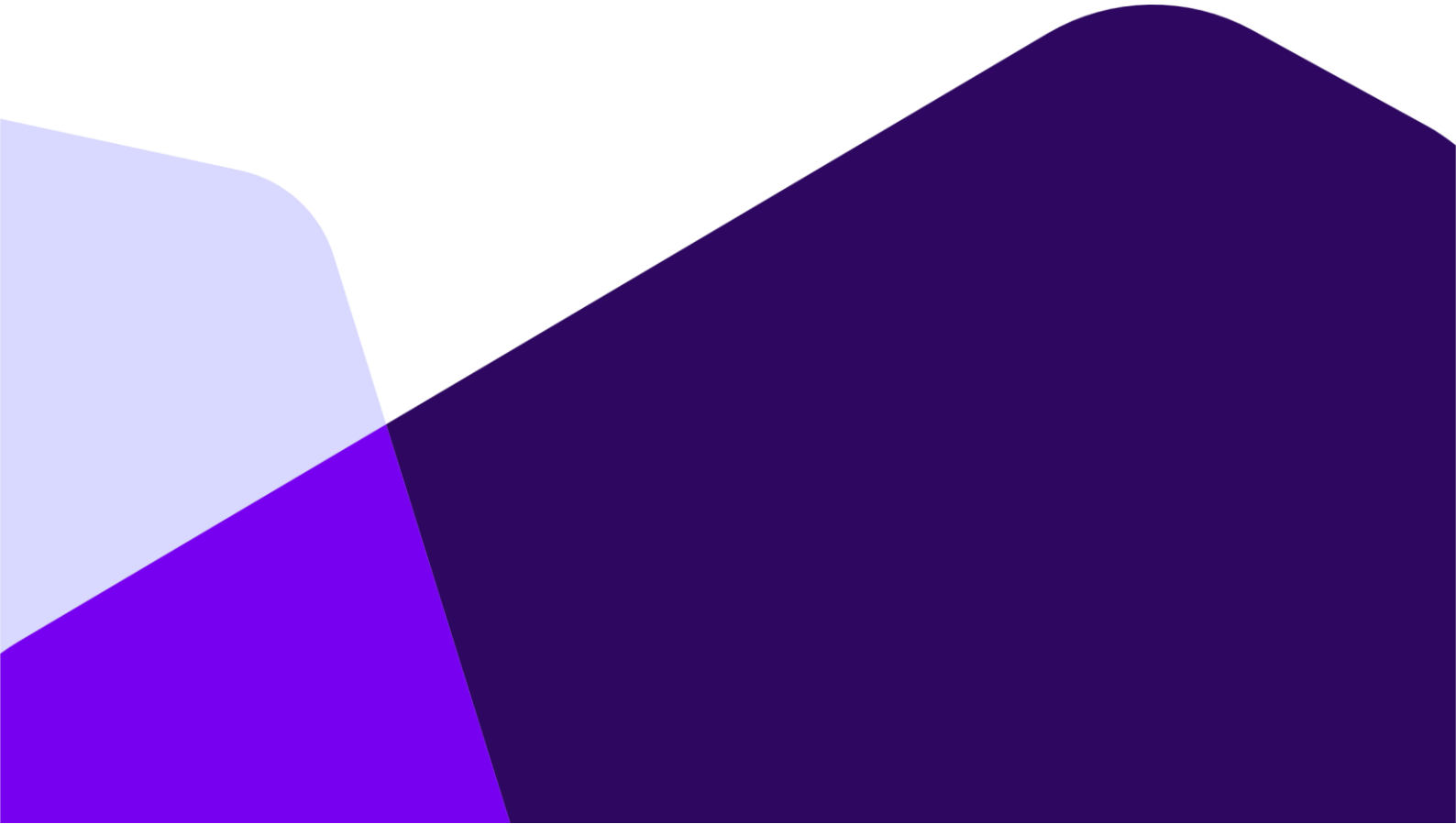


Thomas Nøstdahl – 225 400

Baraktullah Hafez – 233 329

Strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Atea ASA



Universitetet i Sørøst-Norge

Fakultet for USN Handelshøyskolen

Institutt for Økonomi, markedsføring og jus

Postboks 4

3199 Borre

<http://www.usn.no>

Denne avhandlingen representerer 30 studiepoeng

Sammendrag

I denne masteravhandlingen har vi gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av det norske børsnoterte selskapet Atea ASA. Målet med masteravhandlingen har vært å estimere selskapets fundamentale egenkapitalverdi og dermed den fundamentale verdien til Atea-aksjen den 31.12.2023. I masteravhandlingen har vi tatt utgangspunkt i rammeverket for fundamental verdivurdering til NHH professor Kjell Henry Knivsflå.

I første del av masteravhandlingen innledes det med en presentasjon av Atea og IT-konsulentbransjen. Deretter drøftes det ulike verdivurderingsmetoder, der vi bestemte oss for å ta utgangspunkt i en inntjeningsbasert verdivurdering som hovedmetode. I tillegg bestemte vi oss for å benytte en komparativ multippelbasert verdivurdering som supplerende verdivurdering. Til slutt gjennomførte vi en strategisk analyse, der vi så på selskapets interne forhold og eksterne faktorer i bransjen. Konklusjonen vår var at IT-bransjen har gode vekstmuligheter, der Atea har en gunstig strategisk posisjon.

I den andre delen av avhandlingen gjennomførte vi en regnskapsanalyse, hvor vi først omgrupperte og justerte regnskapstallene for analyseformål. Deretter utførte vi en risikoanalyse, der vi undersøkte Ateas kredittverdighet ved å vurdere selskapets likviditet og soliditet og konkluderte med en syntetisk rating på A-/BBB+. Basert på denne risikoanalysen beregnet vi selskapets avkastningskrav ved hjelp av WACC-metoden. Vi konkluderte med at Atea har en betydelig strategisk fordel på 12,34%, noe som ble tilskrevet til Ateas høyere lønnsomhet sammenlignet med bransjegjennomsnittet.

I den avsluttende delen av avhandlingen gjennomførte vi en verdsettelse av Atea. Vi startet med å utarbeide et fremtidsregnskap for selskapet. Dette fremtidsregnskapet danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen hvor vi kom frem til et verdiestimat på 184,27 kr per aksje. I den komparative verdsettelsen benyttet vi forskjellige multipler og konkluderte med et lavere verdiestimat på 140,13 kr per aksje ved å bruke et vektet gjennomsnitt. Til slutt kom vi frem til et endelig verdiestimat på 169,56 kr per aksje per 31.12.2023. På dette tidspunktet var aksjekursen 129,20 kr per aksje og siden kursen var betydelig lavere enn vårt verdiestimat konkluderte vi med en handlingsstrategi i form av en kjøpsanbefaling for Atea aksjen den 31.12.2023.

Innhold

Sammendrag.....	2
Forord.....	5
Kapittel 1: Innledning.....	6
1.1 Formål	6
1.2 Avgrensninger	6
1.3 Struktur.....	6
Del 1: Introduksjon.....	7
Kapittel 2: Presentasjon av selskapet og bransjen.....	7
2.1 Presentasjon av selskapet – Atea ASA.....	7
2.2 Ateas strategi og forretningsområde.....	9
2.3 Presentasjon av IT-bransjen	10
2.4 Presentasjon av komparative selskaper	12
Kapittel 3: Verdsettelsesteknikker og valg av metode	16
3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker.....	16
3.2 Valg av metode.....	18
Kapittel 4: Strategisk analyse	24
4.1 Rammeverk for strategisk analyse.....	24
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	24
4.3 Intern ressursorientert analyse	36
4.4 Konklusjon strategisk analyse	41
Del 2: Regnskapsanalyse.....	43
Kapittel 5: Regnskapsanalyse.....	43
5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen	43
5.2 Praktiske valg	44
5.3 Presentasjon av regnskapet.....	45
5.4 Omgruppering av regnskapet for analyseformål	48
5.5 Analyse og justeringer av målefeil.....	50
Kapittel 6: Analyse av risiko	52
6.1 Rammeverk for forholdstallsanalysen	52
6.2 Analyse av kredittrisiko på kort sikt – Likviditetsanalyse.....	52
6.3 Analyse av kredittrisiko på lang sikt - Soliditetsanalyse	53
6.4 Oppsummering - Syntetisk rating.....	54
Kapittel 7: Avkastningskrav	56
7.1 Teori for avkastningskrav	56
7.2 Egenkapitalkostnaden.....	56
7.3 Gjeldskostnad	59

7.4 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)	60
7.5 Ateas historiske avkastningskrav	60
Kapittel 8: Lønnsomhetsanalyse.....	62
8.1 Rammeverk for lønnsomhetsanalysen.....	62
8.2 Strategisk fordel - Drift	63
8.3 Finansieringsfordel	67
8.4 Oppsummering strategisk fordel	68
Del 3: Verdivurdering	69
Kapittel 9: Fremtidsregnskap	69
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap	69
9.2 Fremtidsregnskap	70
9.3 Presentasjon av fremtidsregnskap	73
Kapittel 10: Fundamental verdivurdering	75
10.1 Rammeverk for den fundamentale verdivurderingen	75
10.2 Selskapskapitalmetoden	75
10.3 Sensitivitetsanalyse.....	76
10.4 Oppsummering av den fundamentale verdivurderingen.....	78
Kapittel 11: Komparativ verdivurdering	79
11.1 Rammeverk for den komparative verdivurderingen.....	79
11.2 Egenkapitalmultiplikatorer	79
11.3 Selskapskapitalmultiplikatorer	80
11.4 Oppsummering – Komparativ verdiestimer	82
Kapittel 12: Oppsummering og handlingsstrategi.....	83
12.1 Oppsummering	83
12.2 Endelig verdiestimat og handlingsstrategi.....	84
Referanser.....	86
Nettsider	86
Forelesningsplansjer.....	90
Rapporter	90
Artikler og fagbøker	91
Figur- og tabelloversikt:	92
Vedlegg 1: Bransjeregnskap.....	94

Forord

Denne masteravhandlingen er skrevet som et avsluttende arbeid i masterstudiet økonomi og ledelse med spesialisering innen bedriftsøkonomisk-analyse ved Universitetet i Sørøst-Norge campus Ringerike våren 2024. Hvor masteravhandlingen omfatter 30 studiepoeng av totalt 120 studiepoeng som kreves for å fullføre en mastergrad.

Masteravhandlingen omfatter en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av selskapet Atea ASA. Vår motivasjon for å skrive om temaet verdivurdering er kurset BED4000 “finansiell regnskapsanalyse med verdivurdering” som har vært en del av vår spesialisering. Vi valgte å skrive om dette temaet fordi vi oppfatter verdivurdering som et veldig spennende tema med mange praktiske anvendelser. Samtidig mener vi at en masteroppgave innenfor verdsettelse vil være svært nyttig for våre fremtidige karrieremuligheter innenfor økonomi og regnskap. Arbeidet med masteravhandlingen har vært spennende og lærerikt.

I forarbeidet til å finne et selskap å verdsette bestemte vi oss for å finne et spennende selskap og bransje. Derfor falt valget til slutt på Atea ASA, ettersom vi synes IT-konsulentbransjen er interessant og vi hadde et ønske om å lære mer om den. Vi føler at vi har disponert tilgjengelig tid til masteroppgaven fornuftig, men det har vært noen steder i avhandlingen hvor det har vært utfordringer knyttet til å finne god informasjon om selskapet og bransjen.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Konstantin Timochenko som har vært fleksibel og har gitt oss nyttige tilbakemeldinger på masteroppgaven. Vi ønsker også å takke hverandre for god innsats.

Hønefoss, 13.05.2024

Thomas Nøstdahl & Baraktullah Hafez

Kapittel 1: Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne masteravhandlingen er å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Atea ASA. Dette gjøres for å kunne beregne selskapets egenkapitalverdi og tilhørende verdi av Atea-aksjen den 31.12.2023. Vi skal deretter sammenligne dette verdiestimatet med aksjekursen for å komme frem til en handlingsstrategi. Handlingsstrategien vil være i form av en anbefaling for om det lønner seg for investorer å kjøpe, selge eller holde på Atea-aksjen.

Problemstillingen vi ønsker å besvare i denne avhandlingen er følgende: *“Hva er egenkapitalverdien og aksjeverdien av Atea den 31.12.2023?”*

1.2 Avgrensninger

Vårt utgangspunkt for avhandlingen er å ta et investorperspektiv, der vi kun baserer oss på den offentlige tilgjengelige informasjonen om selskapet og bransjen. Dette inkluderer i all hovedsak selskapets kvartals- og årsrapporter, samt tilgjengelig informasjon på selskapets nettsider. Avhandlingen avgrenses til å finne Ateas egenkapitalverdien ved utgangen av 2023, samtidig den verdiestimatet vi kommer frem til for Atea det er ikke generaliserbart til andre selskaper, men det er heller ikke vår hensikt. Vi vil påpeke at verdivurdering ikke er noen eksakt vitenskap og enhver verdivurdering er preget av forutsetningene man legger til grunn.

1.3 Struktur

I denne avhandlingen skal vi basere oss på et rammeverk for verdivurdering som er utviklet av Kjell Henry Knivsflå som er professor ved NHH og er kursansvarlig i BUS440A: *“verdivurdering med regnskapsanalyse”*. Masteravhandlingen er delt i tre: Introduksjon, Regnskapsanalyse og verdsettelse. Introduksjonen (kapittel 2-4) danner grunnlaget for avhandlingen og omhandler presentasjon av selskapet og bransjen, etterfulgt av valg av verdivurderingsmetoder og avsluttes med en strategisk analyse. Del to (kapittel 5-8) omfatter en regnskapsanalyse av Atea, der vi skal undersøke selskapets økonomiske situasjon knyttet til selskapets underliggende risiko og lønnsomhet. Denne delen omfatter også fastsettelse av avkastningskravet som blir brukt i lønnsomhetsanalysen, for å fastsette selskapets strategiske fordel. Den siste delen av avhandlingen (kapittel 9-12), omhandler selve verdivurderingen av selskapet, der vi først skal utarbeide et fremtidsregnskap for Atea. Dette skal danne grunnlaget for å komme frem til det endelige verdiestimatet ved å gjennomføre en komparativ verdsettelse og en fundamental verdsettelse.

Del 1: Introduksjon

Kapittel 2: Presentasjon av selskapet og bransjen

I dette kapitlet skal vi introdusere Atea ASA (Atea) og IT-bransjen i Norden. Fokuset vil være på å beskrive selskapets historie, aksjekursutvikling, strategi og forretningsområder. Vi skal så presentere IT-bransjen og deretter gjennomgå en presentasjon av selskaper som vi har identifisert som komparative med Atea. Dette er for å komme frem til hva som kjennetegner en gjennomsnittsbedrift i IT-bransjen i Norden og hvordan Atea avviker fra en slik gjennomsnittsbedrift.

2.1 Presentasjon av selskapet – Atea ASA

Atea er et norsk aksjeselskap som er notert på Oslo Børs og er et ledende nordisk IT-konsern som leverer tjenester innenfor IT-infrastruktur og IT-rådgivning. Med tilstedeværelse også i de Baltiske landene Estland, Latvia og Litauen, er selskapet den tredje største leverandøren av IT-infrastruktur i Europa og har en markedsandel på rundt 23% i 2022. Den offentlige sektoren står for omtrent 65% av omsetningen til Atea, mens de resterende 35% kommer fra store selskaper i næringslivet. Atea spesialiserer seg i levering av skybaserte løsninger og tjenester innenfor IT-infrastruktur, dataadministrasjon, datasikkerhet, back-up-løsninger, portal og dokumentbehandling samt drift. (Nordnet, 2024). I 2022 hadde Atea en historisk høy total brutto omsetning på 46 664 MNOK, og en EBITA omsetning på 1 811 MNOK. Dette tilsvarer en EBITDA margin på 3,9%. (Atea, 2023a).

Hovedkontoret til selskapet er lokalisert i et smart bygg i Oslo. Selskapet har i overkant 8 000 ansatte fordelt på 88 kontorer i de nordiske landene og de Baltiske landene ved utgangen av 2022. Blant Ateas teknologi partnere finner vi anerkjente leverandører av program- og maskinvare som Apple, Microsoft, Lenovo og Dell. Blant Ateas store kunder finner vi Oslo kommune, Universitet i Agder, Komplett og Oslo universitetssykehus. (Atea, 2024a)

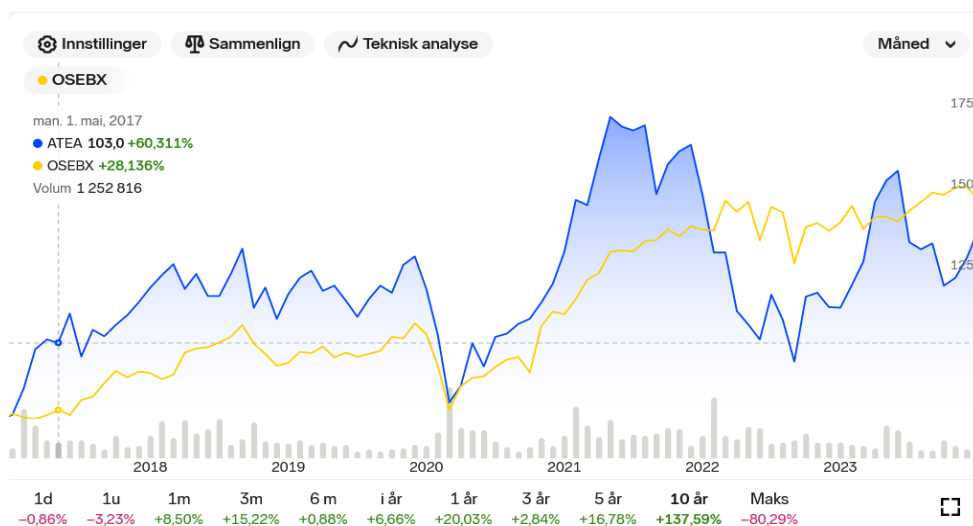
Opprinnelig ble selskapet etablert som IT-selskapet Merkantildata i 1968. Selskapet opplevde rask vekst og ble notert på Oslo Børs for første gang i 1985. Den moderne historien til selskapet tar oss tilbake til 2006, da Merkantildata som på den tiden het Ementor fusjonerte med det danske IT-selskapet Top Nordic og det svenske selskapet Atea som begge var markedsledende i sine representative land. (Atea, 2024b). I 2009 endret selskapet navn til Atea, og siden har selskapet opplevd en betydelig vekst gjennom oppkjøp av over 60 selskaper. Med den hensikten å styrke sin markedsposisjon og utvide sitt tilbud av produkter

og tjenester innen IT. (Atea, 2023a). For å styrke forretningsområdene innen konsulenttjenester kjøpte Atea opp to selskaper i 2022, det svenske selskapet Human IT og det finske selskapet Gambit Group.

2.1.2 Kursutvikling

I dag har Systemintegration APS den største eierandelen i selskapet med en andel på 27,9% av Ateas utestående aksjer (Atea, 2023b). Folketrygdfondet er den nest største aksjonæren med en andel på 7,3%, deretter følger diverse investeringsselskaper og verdipapirfond som eier til sammen 22,5% og øvrige aksjonærer eier 42,3% av utestående aksjer. Selskapet hadde en aksjekurs på 16,6 kr per aksje i starten av 2009 da selskapet skiftet navn fra Ementor til Atea. På dette tidspunktet hadde Atea en samlet børsverdi på rundt 1 585,3 MNOK, og i løpet av året tredoblet aksjekursen seg til 50 kr per aksje. (Atea, 2010).

For vår analyseperiode av Atea-aksjen ønsker vi å se på utviklingen i aksjekursen de siste 7 årene fra år 2017-2023. Ettersom i denne perioden har selskapet hatt en veldig stabil og god økonomisk utvikling i selskapets forretningsområder. I begynnelsen av 2017 var aksjekursen på 80,8 kr per aksje og den har siden steget til 129,2 kr per aksje i utgangen av 2023, dette gir en kapitalavkastning på 59,9%, til sammenligning hadde Oslo Børs indeksen en avkastning på 86,1% i samme periode. I slutten av 2017 var markedsverdien for egenkapitalen til Atea 12 840 MNOK og den har økt til 14 520 MNOK i utgangen av 2023. Resultat per aksje i 2022 var på 7,62 kr per aksje og med et utbytte på 6,25 kr per aksje i 2023 gir dette en utbyttegrad på 82,2% og en direkteavkastning for aksjen på 4,84%. (Nordnet, 2024)



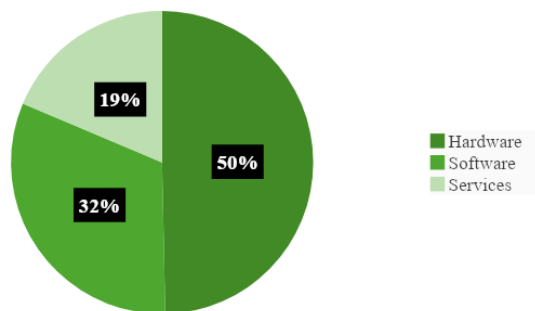
Figur 2.1: Kursutvikling Atea aksje (hentet fra Nordnet, 2024)

2.2 Ateas strategi og forretningsområde

Ateas visjon er «å bygge fremtiden med IT», denne visjonen skal Atea oppnå gjennom sine ansatte, kunder og leverandører (Atea, 2023a). Ateas strategi er å fungere som en komplett IT-infrastruktur partner for sine kunder i hvert steg av digitaliseringsprosessen. Dette innebærer at Atea tilbyr fullstendige IT-løsninger innenfor maskinvare, programvare, servicedesk og rådgivning slik at kundene kan realisere sine IT-strategier.

Ateas forretningsområder kan deles inn i tre hovedområder: Salg av maskinvare, salg av programvare og salg av konsulenttjenester, der den største virksomheten er innenfor videresalg av maskinvare. I 2022 opplevde Atea en sterk vekst i salgsinntekter, selskapet begrunnet dette med en sterk økning i etterspørsel på tvers av alle produktkategoriene (Atea, 2023a). I dette året økte hardware kategorien med 14,7%, software kategorien med 12,6% og service kategorien økte med 9,1% i 2022.

Brutto Salgsinntekter 2022



Figur 2.2: Fordelingen av brutto salgsinntekter for Ateas forretningsområder

Forretningsområdet «hardware» omfatter alle fysiske produkter som kundene trenger til arbeidsplassen, dette inkluderer produkter som mobiltelefoner, bærbare datamaskiner, nettbrett samt tilleggsutstyr som hodetelefoner, tastaturer og minnebrikker. Atea fungerer her som et mellomledd der de videreselger maskinvare fra andre produsenter slik som Apple, Dell og Microsoft. Her har Atea en sterk konkurranseposisjon som den største aktøren i de nordiske og baltiske landene innenfor IT-infrastruktur. Dette har gjort at Atea har den høyeste sertifiseringen hos sine leverandører. For eksempel har Atea oppnådd gullsertifisering hos Microsoft som er den høyeste kompetansesertifiseringen hos Microsoft. (Atea, 2024c)

Forretningsområdet «software» omfatter applikasjoner og programvare som kunden trenger til sin bedrift. Dette inkluderer videresalg av lisenser til standard kontorprogramvare slik som Office 365 og Adobe.

I tillegg omfatter denne kategorien datalagringstjenester hos skyplattformer slik som Microsoft Azure hvor kunder kan lagre og administrere data i skyen, her tar Atea over ansvaret for lagring av dataene til kunden og driften av datasenter. Slike skybaserte løsninger blir en stadig viktigere del av den digitale infrastrukturen på grunn av et økende behov for å lagre data som følge av digitaliseringen i samfunnet. Atea satser mye på skybaserte løsninger og til nå har selskapet 5 datasenter i Norge (Atea, 2024e).

Forretningsområdet «services» inkluderer en rekke tjenester innenfor konsulentvirksomhet og strategisk rådgivning. Blant selskapets konsulenttjenester finner vi området innsikt og analyse hvor Atea hjelper kundene med skreddersydde løsninger tilpasset den enkelte bedrift for håndtering og analyse av data for å hjelpe kunden å forbedre forretningsprosesser, styringssystemer og ta bedre beslutninger. Her tar Atea i bruk en rekke teknologier innenfor maskinlæring, kunstig intelligens, IoT og blokkjede teknologi i tillegg til egenutviklede applikasjoner, rapporter og prediksjoner. (Atea, 2024f) Et annet viktig område for konsulentvirksomheten er innenfor IT-sikkerhet hvor Atea hjelper kundene med cybersikkerhet. Gjennom erfarne sikkerhetskonsulenter og sikkerhetsverktøy tilbyr Atea totaltjenester innenfor cybersikkerhet. Dette innebærer å hjelpe kundene med alt fra å kartlegge sikkerhetsrutiner og sikkerhetsnivå, loggføring av sikkerhetshendelser, penetrasjonstest for å avdekke svakheter i informasjonssystemer og hendelseshåndtering ved sikkerhetsbrudd for å begrense skadeomfang. (Atea, 2024g)

2.3 Presentasjon av IT-bransjen

2.3.1 Bransjedefinisjon

Oslo Economics definerer den norske IT-konsulentbransjen som: alle virksomheter som drives innenfor næringskodene «*Konsulenttjenester tilknyttet informasjonsteknologi, Programmeringstjenester, Forvaltning og drift av IT-systemer og Andre tjenester tilknyttet informasjonsteknologi*» (Oslo Economics, 2018, s.6). Dette innebærer at IT-konsulent virksomheter opererer som tilbydere ved å tilby salg av produkter og tjenester knyttet til informasjonsteknologi rettet mot eksterne kunder i alle bransjer som har behov for avanserte digitale løsninger. Atea sine hoved forretningsområder faller innenfor forvaltning og drift av IT-systemer og konsulenttjenester tilknyttet informasjonsteknologi.

Forvaltning og drift av IT-systemer er per definisjon det som beskriver virksomheters IT-infrastruktur, denne næringskategorien omsatte for omkring 45 milliarder i Norge i 2022 (Abelia, 2022). Virksomhetens IT-infrastruktur er viktig for at virksomheten kan opprettholde sine digitale systemer og daglige drift.

Denne infrastrukturen omfatter alt som inngår i datalagring og databehandling, blant annet fysiske IT-servere, nettverksutstyr, programvare og skytjenestestrukturer. På grunn av at IT-infrastrukturen blir stadig mer kompleks etter hvert som det kommer nye innovative digitale systemer og løsninger på markedet, velger mange virksomheter å benytte seg av eksterne leverandører som spesialiserer seg på IT-infrastruktur slik som Atea (Mossige, 2023).

IT-konsulentvirksomhet i Norge omsatte for rundt 75 milliarder i 2022 (Abelia, 2022). Dette næringsområdet består av en rekke rådgivningstjenester og løsninger for å hjelpe organisasjoner med å vurdere ulike teknologiske strategier. Dette sikrer at organisasjonens IT-strategi er best mulig tilpasset organisasjonens forretningsstrategi. IT-konsulentvirksomhet består av rådgivningstjenester innenfor fire hovedområder: Strategisk planlegging som innebærer å kartlegge behov og vurdere ulike strategier, IT-arkitektur planlegging for å hjelpe kunden med å designe den digitale infrastrukturen nødvendig for å realisere sine IT-strategier. Driftsrådgivning for å vurdere den operasjonelle effektiviteten til virksomhetens IT-systemer og implementering rådgivning som går ut på å hjelpe kunden med å teste og implementere IT-systemene som tas i bruk (Gartner, 2024).

2.3.2 Markedet for IT-konsulenttjenester

I Norden er det mange ledende selskaper som tilbyr IT-tjenester både til det offentlige og det private markedet. Som nevnt tidligere tilbyr bransjen et bredt spekter av tjenester innenfor IT-rådgivning og IT-infrastruktur. IT-konsulentbransjen har opplevd en stor vekst de siste årene som følge av digitaliseringen og teknologiske utviklingen i verden. I 2019 hadde den Norske IKT-rådgivningsbransjen omtrent 41 300 ansatte med en vekst i antall ansatte på rundt 5,2% per år fra 2015-2019 (Abelia, 2021), dette utgjorde 27,1% av hele rådgivning næringen i Norge i 2019. Dette anslår Menon Economics i sine sysselsetting prognoser vil øke med 83% til 75.700 IKT-rådgivere i 2030. Etterspørselen etter IT-konsulenter er svært høy, hvor IT-rådgivning er en av de mest etterspurte rådgivningstjenestene. I rapporten til Menon Economics fra 2020 hadde 41% av private bedrifter benyttet seg av IKT-rådgivere det siste året og 37% av offentlige institusjoner benyttet seg av IKT-rådgivere de siste to årene.

Hvis vi undersøker dagens situasjon ser vi at per 2023 at det er økende behov for IT-konsulenttjenester særlig innenfor skytjenester og cybersikkerhet. Ifølge en rapport fra konsulentguiden viser det seg at det har vært en kraftig økning for slike tjenester. Hvor skytjenester har økt til 36,7% av tjenestekjøp og cybersikkerhet har økt til 30,9% av tjenestekjøp (Konsulentguiden, 2024). Dette følger av at skytjenester i dag er en svært utbredt og vanlig del av bedriftens IT-infrastruktur.

2.4 Presentasjon av komparative selskaper

I dette avsnittet skal vi se på noen sammenlignbare selskaper som hovedsakelig driver sin virksomhet innenfor IT-konsulentbransjen som vi har definert i forrige delkapittel. Dette vil legge grunnlaget for hva som karakteriserer gjennomsnittsbedriften i bransjen og med dette som utgangspunkt skal vi identifisere hvordan Atea avviker fra gjennomsnittsbedriften.

Det er svært mange aktører som driver innenfor IT-konsulentbransjen eller selger liknende tjenester. I vårt utvalg har vi fokusert på å finne de selskapene som har tilsvarende like forretningsområder som Atea. Blant kriteriene er at selskapene må være markedsledende innenfor IT-konsulentvirksomhet, de må ha sin hovedvirksomhet innenfor minst 2/3 av samme forretningsområder som Atea: salg av maskinvare, salg av programvare/cloud-teknologi og salg av konsulenttjenester, det siste kriteriet er at de må ha sin hovedvirksomhet i de nordiske markedene. Basert på disse kriteriene har vi valgt: TietoEvry, Knowit og Dustin Group, som sammenlignbare selskaper.

TietoEvry:

TietoEvry er et finsk IT-konsulentselskap som er Nordens ledende selskap innenfor sine forretningsområder: digitale tjenester og programvare (TietoEvry, 2023). Selskapet ble opprinnelig grunnlagt i 1968 som det finske IT-selskapet Tieto, i 2019 slo Tieto seg sammen med det norske Evry som på den tiden var et av Norges største IT-konsulentselskap og selskapet ble til TietoEvry (Tieto, 2019). Selskapet har 24 000 ansatte fordelt på 90 land med et hovedkontor i Espoo, Finland. Selskapet har sin virksomhet fordelt på 6 områder. Hvor de jobber med alt fra programvare- og applikasjonsutvikling til digital infrastruktur, IT-rådgivning og skytjenester. I 2022 hadde selskapet en omsetning på 2 928,1 MEUR som var en marginal økning på 3,71% fra fjoråret, med en justert EBITA margin på 13% i 2022.

Knowit:

Knowit er et svensk selskap innen IT-konsulenttjenester som ble grunnlagt i 1990 og børsnotert på Stockholmsbørsen i 1997. Knowit har sin største virksomhet i de nordiske landene, men har også tilstedeværelse i Tyskland og Polen (Knowit, 2023). Selskapets hovedkontor ligger i Stockholm og selskapet har idag rundt 4 410 ansatte, noe som er en betraktelig økning fra 2021. Selskapet leverer sine IT-tjenester fordelt på 4 områder, hvor den største virksomheten er innenfor media og kommunikasjonsbransjen. Knowit hadde i 2022 en omsetning på 6 833 MSEK som var en økning på 42% fra fjorårets omsetning, og en justert EBITA margin på 8,9%.

Dustin Group:

Dustin Group er et svensk IT-selskap som har sin virksomhet innenfor IT-konsulenttjenester, salg av IT-infrastruktur og drift (Dustin Group, 2023). Selskapet ble grunnlagt i 1984 og ble for første gang børsnotert på NASDAQ Stockholm den 13. februar 2015. Dustin Group har sin hovedvirksomhet i de nordiske landene med hovedkontor i Stockholm. Selskapet har i dag rundt 2 200 ansatte hvor omtrent 500 har fokus på det små og mellomstore bedriftssegmentet. Dustin Group har to markedssegmenter. Det ene segmentet er rettet mot store bedrifter og den offentlige sektor, det andre forretningssegmentet er rettet mot små og mellomstore bedrifter. I selskapets siste årsrapport viser en omsetning på 23 577 MSEK i 2022/2023 som var en liten nedgang på 23 MSEK fra fjoråret. Selskapet hadde på dette tidspunktet en justert EBITA margin på 3,1%.

2.4.2 Gjennomsnittsbedriften i IT-konsulentbransjen

Som nevnt tidligere har vi valgt å se nærmere på tre ledende IT-selskaper: TietoEvry, Knowit og Dustin Group, med den hensikten å definere gjennomsnittsbedriften for IT-bransjen.

Selskaper innen IT-konsulentbransjen tilbyr mange forskjellige tjenester, slik som beskrevet ovenfor har de ulike selskapene forskjellige forretningsfokus og eksponert mot ulike kundegrupper. For eksempel har TietoEvry stort fokus på programvareutvikling, mens Atea primært fokuserer på videresalg av maskin- og programvare. Likevel leverer alle disse selskapene lignende IT-konsulenttjenester, spesielt innen IT-infrastruktur og drift.

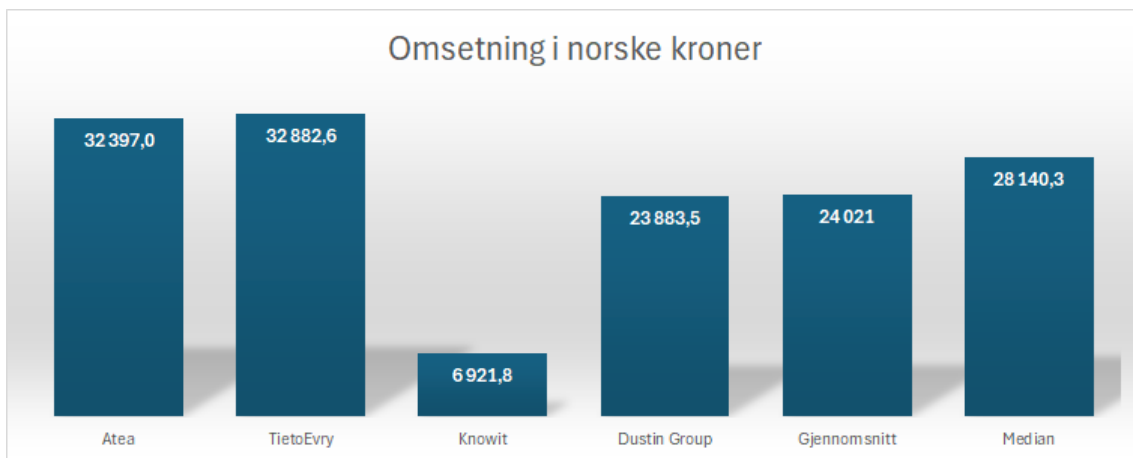
For å finne den gjennomsnittlige bedriften i bransjen fokuserer vi på nøkkeltall som omsetning, omsetning per ansatt og lønnsomheten i IT-bransjen. Nøkkeltallene er hentet fra selskapenes årsrapporter.

Gjennomsnittlig omsetning

I 2022 genererte den norske IT-bransjen en total omsetning på 367 milliarder kroner og skapte verdier for over 210 milliarder kroner, dette representerte hele 5% av fastlandsøkonomien i Norge (Abelia, 2022). Hvor den største andelen av omsetningen var IT-infrastruktur, systemutvikling og IT-konsulenttjenester. Omsetningen i denne delen av IT-bransjen har doblet seg i perioden fra 2007-2015, og denne trenden fortsetter i dag.

Den gjennomsnittlige omsetningen var litt i overkant av 24 milliarder NOK i 2022. Som vi ser av diagrammet nedenfor, har Atea og TietoEvry omtrent den samme nettoinntekten i 2022. Knowit har den laveste omsetningen og derfor drar ned gjennomsnittet, og deretter kommer

Dustin som har en ganske normal omsetning for et ledende selskap i IT-konsulentbransjen. Et gjennomsnitt av omsetninger uten Knowit ligger i underkant av 30 milliarder NOK i 2022.



Figur 2.3: Omsetning (i MNOK)

Gjennomsnittlig omsetning per ansatt

Omsetning per ansatt er et viktig nøkkeltall for å måle hvor stor omsetning hver ansatt bidrar med til den totale omsetningen, dette er særlig viktig for IT-konsulentbransjen som er avhengig av human kapital. I tillegg er IT-bransjen den sektoren som har hatt høyest vekst i sysselsetting siden 2015 med en vekst på 32% fra 2015 til 2022 (Abelia, 2022).



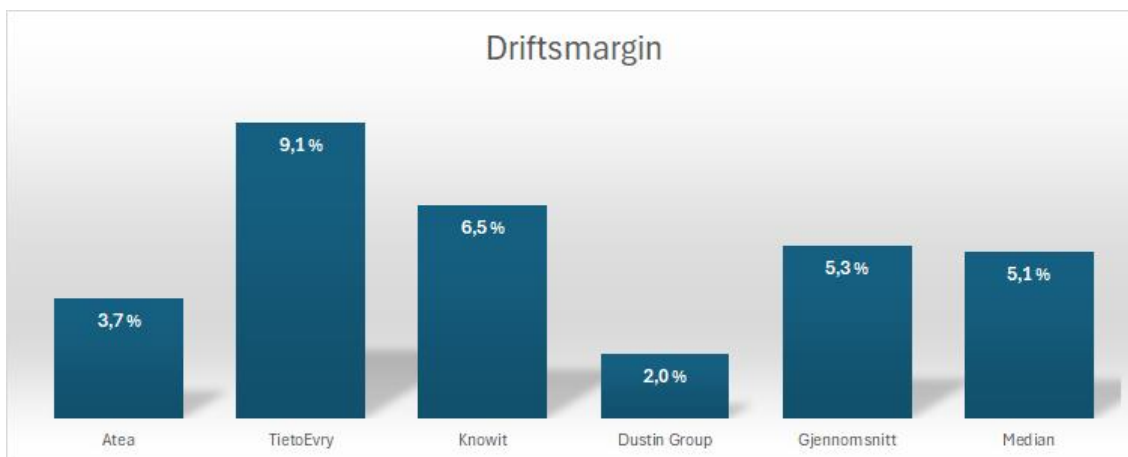
Figur 2.4: Omsetning per ansatt

Omsetning per ansatt varierer stort mellom de fire selskapene. Dustin Group har desidert størst omsetning per ansatt som ligger hele 10,86 millioner kroner per ansatt som er mye høyere enn de andre selskapene. En forklaring på dette er at Dustin Group og Atea har mesteparten av omsetningen fra videresalg av maskinvare, hhv. 82% og 72% av netto salgsinntekter. TietoEvry og Knowit tilbyr også mer spesialiserte IT-tjenester innenfor

programmering og systemutvikling samt rådgivning som sannsynligvis bidrar til den lave omsetningen per ansatte.

Gjennomsnittlig lønnsomhet

Gjennomsnittlig lønnsomhet betyr hvilken fortjeneste selskapet kan oppnå gjennom sine operasjonelle aktiviteter i forhold til den omsetningen selskapet generer. Som vi kan se fra diagrammet nedenfor har TietoEvry den aller største driftsmarginen som ligger en god del over gjennomsnittet i bransjen. Dustin Group har lavest driftsmargin, noe som betyr at forretningsområdene til Dustin Group har lavere marginer enn resten av bransjen.



Figur 2.5: *Driftsmargin*

2.4.3 Hvordan Atea avviker fra gjennomsnittsbedriften

Atea sitt mål er å opprettholde sin posisjon som det ledende IT-konsulentselskapet innenfor IT-infrastruktur som de ønsker oppnå gjennom organisk vekst og strategiske oppkjøp (Atea, 2023a). Hvis vi legger til grunn alle de forskjellige nøkkeltallene som vi har utarbeidet ovenfor, ser vi at Atea ligger rundt gjennomsnittet for bransjen. Dette innebærer at Atea er representativt for en gjennomsnittsbedrift i den nordiske IT-bransjen. Dette samsvarer med at Ateas mål er å være en generell tilbyder av IT-infrastruktur og konsulenttenester for alle typer virksomheter uansett behov.

Av de utvalgte sammenlignbare IT-selskapene ser vi at de ulike selskapene har ulike forretningsområder som de fokuserer på. Noe som gjør at de fokuserer på skreddersydde tjenester til disse ulike segmentene. Atea skiller seg her ut fra de andre IT-bedriftene, siden de er den største leverandøren av IT-infrastruktur i Norden. Dette ved å tilby helhetlige løsninger som dekker alle aspekter av virksomhetens IT-behov i alle faser. De andre IT-selskapene skiller seg fra Atea ved å levere mer tilpassede og skreddersydde IT-tjenester til sine markedssegmenter.

Kapittel 3: Verdsettelsesteknikker og valg av metode

3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker

I dette kapitlet skal vi gi en oversikt over de ulike verdsettelsesteknikkene som kan brukes til å finne verdien av et selskap ut fra et investorperspektiv. Det eksisterer flere ulike metoder for å verdsette et selskap som kan brukes til mange ulike formål, og de ulike metodene har sine fordeler og ulemper. Verdsettelsesteknikker kan deles inn i 4 verdivurderingsmetoder: inntjeningsbaserte metoder, multippelbaserte metoder, balansebaserte metoder og opsjonsbaserte metoder (Plenborg & Kinserdal, 2021, 334).

3.1.1 Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte metoder er verdsettelsesmetoder som verdsetter selskapet basert på nåverdien av de fremtidige kontantstrømmer selskapet kommer til å generere (Kaldestad og Møller, 2016, s. 29-35). Denne metoden kalles også ofte for fundamental verdivurdering fordi den forsøker å estimere verdien basert på de underliggende økonomiske forholdene til selskapet. For å kunne benytte seg av denne metoden må man derfor kunne budsjettere de fremtidige kontantstrømmene og man må kunne estimere et avkastningskrav som skal brukes til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. Dette er en vanskelig øvelse i praksis, ettersom man ikke vet de faktiske fremtidige kontantstrømmene og det kan eksistere usikkerhet rundt avkastningskravet. Med en slik metode må det derfor gjøres følgende tre steg:

- 1) Utarbeide prognoser for fremtidige kontantstrømmer
- 2) Estimere avkastningskravet til selskapet
- 3) Neddiskontere de prognostiserte fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet

Videre har vi to tilnærminger til de inntjeningsbaserte metodene, egenkapitalbaserte som estimerer verdien av egenkapitalen direkte ved å verdsette kontantstrømmer til egenkapitalen. Den andre metoden er selskapskapitalbaserte som estimerer verdien av selskapskapitalen ved å verdsette kontantstrømmer til selskapskapitalen. Ved bruk av selskapskapitalmetoden kan egenkapitalverdien regnes ut ved å trekke fra netto rentebærende gjeld fra den estimerte selskapskapitalen. De to tilnærmingene skiller seg også ved at de bruker ulike avkastningskrav. Egenkapitalmetoder bruker avkastningskravet til egenkapitalen og selskapskapitalmetoder bruker det vektete avkastningskravet til egenkapital og netto rentebærende gjeld (WACC).

3.1.2 Multippelbaserte metoder

En alternativ metode for å verdsette et selskap er ved en multippelbasert verdivurdering. Metoden går ut på at man regner ut verdien av selskapet basert på markedsverdier til sammenlignbare selskaper. Denne metoden baserer seg på forutsetningen om at to sammenlignbare selskaper bør prises relativt likt i markedet. Det er imidlertid minst tre grunnleggende vilkår som må oppfylles for at selskapene kan sies å være sammenlignbare. For det første må selskapene operere i samme bransje, for det andre må de bruke samme regnskapsprinsipper og for det tredje må de helst ha tilnærmet samme verdidrivere (Dyrnes & Olalla, 2023). Multiplikatormetoden er en mye brukt verdsettelsesteknikk i praksis fordi den er enkel å anvende, lite tidkrevende og metoden er svært fleksibel. Fleksibel i den forstand at det finnes mange ulike typer multipler som kan benyttes i en verdivurdering. En annen fordel med metoden er at den kan enkelt brukes som et supplement til den fundamentale verdivurderingen for å rimelighetsvurdere estimatene. En multippel består av et tall i telleren som er en kapitalstørrelse, enten markedsverdi på egenkapitalen eller markedsverdien til selskapskapitalen og en skaleringsfaktor som står i nevneren (Dyrnes, 2004). Skaleringsfaktoren kan enten være en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller en annen verdidriver for selskapet slik som antall ansatte.

3.1.3 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder er verdsettelsesteknikker som verdsetter selskapet ut fra markedspriser til selskapets eiendeler, fratrukket latent skatt og netto rentebærende gjeld. Disse metodene er særlig aktuelle dersom: selskapets eiendeler blir hyppig omsatt i et sekundærmarked, der markedsverdiene samsvarer godt med verdiene på eiendelene, i tilfellene der det er vanskelig å sette opp prognoser for fremtidige inntjeninger selskapet vil skape eller selskapet må avvikles (Dyrnes & Olalla, 2023). De balansebaserte metodene kan deles inn i to hovedmetoder: substansverdi og likvidasjonsverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s.241-243). Substansverdimetoden tar utgangspunkt i markedsverdiene til selskapets eiendeler, fratrukket en latent skatt for å komme frem til substansverdien av egenkapitalen. Likvidasjonsverdi metoden derimot tar utgangspunkt i eiendelenes likvidasjonsverdi under forutsetning at selskapet skal avvikles.

3.1.4 Opsjonsbaserte metoder

Opsjonsbaserte metoder forsøker å verdsette et selskap ut ifra en fleksibilitet selskapet har til å gjennomføre en spesifikk investering. Dette vil representere en type realopsjon for selskapet. En realopsjon er en rettighet, men ikke en plikt til å gjøre en investering. Metoden er særlig relevant dersom en inntjenings- eller multippelbasert metode risikerer å undervurdere verdien av denne realopsjonen. Det finnes tre ulike typer realopsjoner: muligheten til å utsette eller ekspandere en investering som vil representere en kjøpsopsjon eller muligheten til å avvikle en investering som vil representere en salgsoptionsopsjon. Ifølge opsjonsbaserte metoder er verdien av selskapet lik verdien av fremtidige kontantstrømmer + verdien av fleksibiliteten. Det finnes to metoder for å verdsette en realopsjon: Black-scholes-modellen og binomisk-tre modellen. (Kaldestad & Møller, 2016, s.258-260).

3.2 Valg av metode

I dette delkapittelet skal vi redegjøre for hvilken av de fire verdsettelsesteknikker som vi mener er mest hensiktsmessig å bruke for å verdsette Atea sin egenkapital 31.12.2023. Valg av metode i en verdivurdering vil avhenge av en rekke faktorer. Dette gjelder blant annet hvilken bransje selskapet opererer i, bransjens livssyklus, tilgjengeligheten av informasjon, tilgjengelig tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016, s.33).

Etter en grundig vurdering har vi kommet frem til at en inntjeningsbasert metode er den mest hensiktsmessig metoden for å verdsette Atea. Våre argumenter for å bruke denne tilnærmingen er at selskapet har en lang historikk og stabile resultater. Vi har god tilgang til offentlig informasjon om selskapet og vi har god tid til disposisjon for å gjennomføre en grundig fundamental verdivurdering. Vi mener derfor at en fundamental verdsettelse av Atea vil kunne gi de mest pålitelige estimatene for å komme frem til et pålitelig verdiestimat for selskapets egenkapital. Denne metoden setter fokus på de underliggende økonomiske forholdene til selskapet og gir gode indikasjoner på de fremtidige kontantstrømmene til selskapet.

Som et supplement til hovedteknikken vår, skal vi også anvende multippel metoden. Denne metoden er hensiktsmessig, ettersom vi har god tilgang på informasjon om de utvalgte sammenlignbare selskapene. Videre oppfyller disse selskapene i stor grad forutsetningene til multiplikatormetoden. Kort forklart: alle utvalgte selskapene opererer innen samme bransje, har hovedvirksomhet i de nordiske landene, de rapporterer etter IFRS og de har ganske like verdidrivere.

3.2.1 Valg av hovedmetode - Fundamental verdivurdering

I en fundamental verdivurdering finnes det flere ulike varianter av den inntjeningsbaserte metoden som alle er utledet av dividendemodellen. Metodene baserer seg på å finne nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer et selskap kommer til å generere. Vi kommer til å benytte oss av to inntjeningsbaserte modeller: Fri kontantstrømmodellen og residual inntektsmodellen.

Fri kontantstrømmodellen:

Fri kontantstrømmodellen (DCF) er en verdsettelsesmodell som går ut på å verdsette selskapskapitalen. Ifølge denne modellen er verdien av selskapskapitalen nåverdien av alle frie kontantstrømmer selskapet vil generere (Dyrnes & Olalla, 2023). Den frie kontantstrømmen (FCF) er den kontantstrømmen fra driften selskapet har tilgjengelig etter å ha betalt ned operasjonelle forpliktelser og har foretatt nødvendige investeringer i driften. Den frie kontantstrømmen kan derfor benyttes til å nedbetale låneforpliktelser eller utbetale utbytte til aksjonærene. Fri kontantstrøm kan beregnes ved å ta utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt og deretter justere for endringer i netto driftsrelaterte eiendeler. (Hansen, 2020)

I praksis er DCF-modellen den mest brukte metoden siden den baserer seg på kontantstrømmer. Fordelen med denne metoden er at kontantstrømmer ikke er påvirket av regnskapsprinsipper og er derfor vanskelig å manipulere. Ulemper med metoden er at frie kontantstrømmer ikke tar hensyn til verdiskapning på kort sikt og investeringer som selskapet gjør kan gi betydelige utslag i frie kontantstrømmer og derfor oppfattes de som negative verdiendringer. En siste ulempe med metoden er at terminalverdien som beregnes ved budsjett periodens slutt vil ofte utgjøre en betydelig andel av verdiestimatet, ofte 60-80% (Dyrnes, 2011).

Formel for fri kontantstrømmodellen:

$$V_0 = \sum \frac{FCF_t}{(1 + r)^t}$$

Hvor V_0 er verdien av selskapskapitalen i dag, FCF_t er kontantstrømmen i år t og r er avkastningskravet. I vårt tilfelle ønsker vi å verdsette selskapskapitalen, så vi må derfor bruke det vektete avkastningskravet WACC (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

Residualinntektsmodellen (RIV):

En annen populær inntjeningsbasert metode er residualinntektsmodellen (RIV), også kalt superprofittmetoden baserer seg på resultatstørrelser i stedet for kontantstrømmer og kan brukes til å verdsette både selskapskapitalen og egenkapitalen direkte. Ifølge denne modellen er verdien av selskapskapitalen lik den bokførte verdien av den investerte kapitalen pluss en verdipremie som representerer nåverdien av alle fremtidige residualinntekter (Dyrnes, 2011). Disse residualinntektene representerer den fremtidige meravkastningen selskapet vil generere på sine bokførte verdier. For å beregne denne residualinntekten, bruker modellen driftsresultat etter skatt fratrukket et kalkulatorisk avkastningskrav på bokførte verdier basert på selskapets vektete avkastningskrav WACC. Ifølge RIV-modellen skaper selskapet bare verdier dersom avkastning på investert kapital er større enn WACC. Denne residualinntekten oppstår som følge av at selskapet besitter en konkurransefordel som gjør det mulig å oppnå meravkastning.

Fordelen med RIV-modellen er at den setter fokus på lønnsomheten og veksten som er de sentrale verdidriverne bak selskapets verdiskapning. En annen fordel med metoden er at terminalverdien ofte vil utgjøre en betydelig mindre del av verdiestimatet, ettersom den estimerte markedsverdien vil kunne forklares i stor grad ut ifra selskapets bokførte verdier. Imidlertid er modellen mindre brukt i praksis enn DCF-modellen fordi den benytter seg av resultatestimater i stedet for kontantstrømmer. Disse resultatestimatene kan påvirkes av ulike regnskapsprinsipper og for selskaper som har mange immaterielle eiendeler kan denne modellen vise urealistisk høy superrentabilitet som kan skape problemer i analysen. Derimot vil RIV-modellen passe bedre for tradisjonelle og modne kapitalintensive selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s.44-45).

Formel for residualinntektsmodellen:

$$V_0 = B_0 + \sum \frac{RI_t}{(1+r)^t}$$

Hvor V_0 er selskapsverdien og B_0 er bokført verdi på investert kapital i år 0, RI er residualinntekten i år t og r er avkastningskravet til investert kapital. (Dyrnes, 2011).

3.2.2 Valg av supplerende metode - Multippelbasert verdivurdering

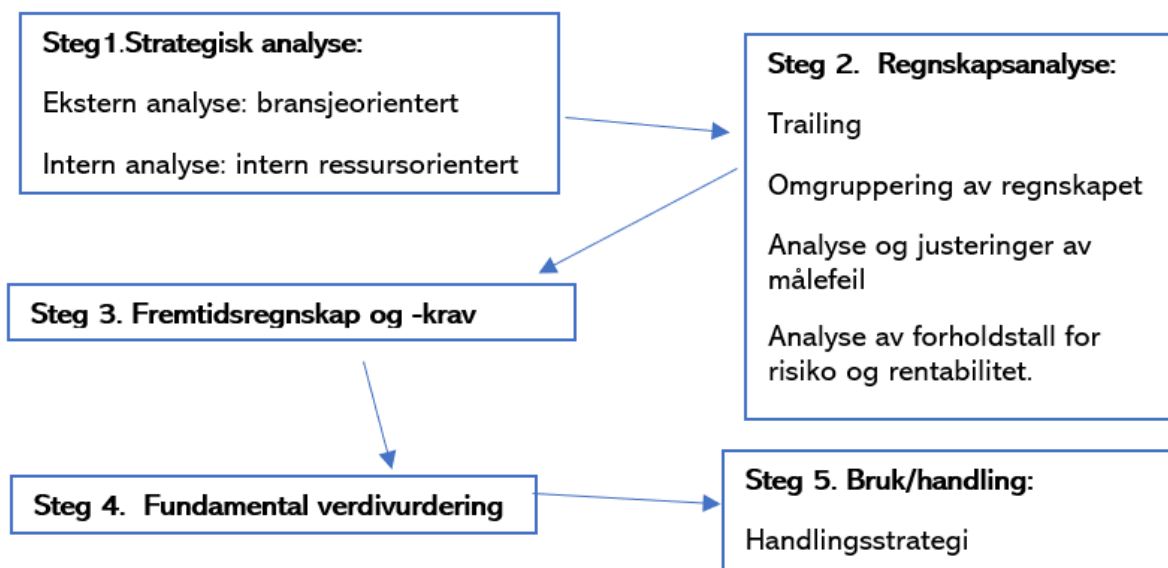
Multippelvurderingen vil være et veldig nyttig bidrag til den fundamentale analysen som en “benchmark” for å komme frem til et mer pålitelig verdierestimert for selskapet. Hvis verdierestimert vi kommer frem til i multippelmetoden avviker mye fra DCF-metoden, kan det være fordi vi har tatt for optimistiske forutsetninger i prognosene. Vi har tidligere nevnt de største fordelene med metoden i kapittel 3.1.2. Likevel er det noen viktige begrensninger ved metoden som man bør ta hensyn til i verdivurderingen. Selskaper i samme bransje kan benytte svært ulike regnskapsprinsipper, det finnes sjelden to helt identiske selskaper fordi selskapene vil avvike i risiko, størrelse, lønnsomhet og vekst. Et selskap i samme bransje kan også sitte med et konkurransefortrinn som gjør selskapet mer verdifullt enn sine konkurrenter (Kaldestad & Møller, 2016, s.222-228).

En multippelbasert verdivurdering gjennomføres i tre steg: 1) Beregn multipler for selskapet for utvalgte selskaper, 2) Beregn multipler for sammenlignbare selskaper, 3) sett opp et verdiintervall basert på ulike multipler. Vi kan dele multipler inn i tre ulike kategorier: egenkapital multipler, selskapskapital multipler og bransjespesifikke multipler. Egenkapital multipler verdsetter egenkapitalen direkte og her er det to multipler som er mye brukt: P/E og P/B. Blant selskapskapital multiplene er særlig EV/EBIT, EV/Sales og EV/EBITDA mye brukt, hvis man skal finne verdien av egenkapitalen ved å bruke disse multiplene må man trekke ut netto rentebærende gjeld. Bransjespesifikke multipler beregnes ut fra en kritisk ressurs for bedriften, eksempler på slike multipler er: EV/ansatte eller EV/abonnenter. Neste steg er å estimere de samme multiplene for de sammenlignbare selskapene for deretter å komme frem til et verdierestimert basert på multiplene, for eksempel ved å bruke gjennomsnittsverdien av multiplene til selskapene. Til slutt setter man opp et verdiintervall for multiplene for å vurdere hvordan man skal anvende de innhentede multiplene.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

I dette delkapittelet skal vi ta for oss rammeverket for fundamental verdivurdering til NHH professor Kjell Henry Knivsflå i kurset Verdsettelse BUS440. Rammeverket består av fem steg: strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, fundamental verdierestimert, og til slutt kommer man til konklusjon i form av en handlingsstrategi. (Knivsflå, 2020, Plansje 1). Denne tilnærmingen som vi skal basere oppgaven vår på, er veldig nyttig ettersom den gir en praktisk tilnærming til en fundamental verdivurdering, hvor fokuset er å forstå de underliggende økonomiske forholdene og verdidriverne til selskapet basert på offentlig

tilgjengelig informasjon. Samtidig krever denne tilnærmingen en grundig analyse av de fundamentale faktorene for å kunne komme frem til et pålitelig verdiestimat.



Figur 3.1: Rammeverk for verdivurdering

1) Strategisk analyse (kap. 4)

I den strategisk analysen i kapittel 4 skal vi studere de underliggende økonomiske forholdene til selskapet ut fra en kvalitativ tilnærming. Formålet er å finne ut de eksterne- og interne forholdene som påvirker selskapets lønnsomhet og konkurranseposisjon på lang sikt. I analysen skal vi også forsøke å avdekke om selskapet besitter en strategisk fordel, som gjør at selskapet skaper superrentabilitet samt gjøre en vurdering av selskapets strategiske risiko. Superrentabilitet oppstår som følge av at selskapet oppnår en rentabilitet som går utover avkastningskravet til den investerte kapitalen.

2) Regnskapsanalyse (kap. 5-8)

I regnskapsanalysen skal vi gjøre en kvantitativ analyse av historisk regnskapsinformasjon for å få et godt innblikk i de underliggende økonomiske forholdene til selskapet. Vi tar utgangspunkt i det offentlige finansregnskapet i selskapets årsrapporter. Vi skal så gjennomføre en analyse i fire steg: 1) Trailing, 2) Omgruppering av regnskapstall for analyse 3), Analyse og justering av målefeil, 4) analyse av forholdstall for risiko og rentabilitet.

3) Fremtidsregnskap og -krav (kap. 7 og 9)

For å utvikle et fremtidsregnskap skal vi ta utgangspunkt i den strategiske- og regnskapsanalysen. Fremtidsregnskapet utgjør de fremtidige budsjetter for selskapets

fremtidige økonomiske resultater og balanse. Disse budsjettene er basert på våre forutsetninger, men på bakgrunn av analysene som er gjort tidligere i oppgaven. Videre må vi også fastsette et avkastningskrav for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene i den fundamentale verdivurderingen.

4) Fundamentalt verdiestimat (kap. 10 og 11)

Etter å ha utarbeidet et fremtidsregnskap og fastsatt et avkastningskrav er neste steg å gjøre en fundamental verdivurdering for å estimere markedsverdien til egenkapitalen. Dette gjøres enten ved å bruke egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. Vi skal imidlertid anvende selskapskapitalmetoden gjennom de inntjeningsbaserte metodene vi har beskrevet i forrige delkapittel.

5) Bruk/handling (kap. 12)

Siste steg i den fundamentale verdivurderingen er å ta i bruk det endelige verdiestimatet som i vårt tilfelle vil bli benyttet til eksterne investeringsformål. Det vil si at vi skal komme frem til en handlingsstrategi for aksjen, som går ut på om man bør kjøpe, holde eller selge aksjen avhengig av hvor mye kursen avviker fra det endelige verdiestimatet vårt.

Kapittel 4: Strategisk analyse

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en strategisk analyse av Atea for å gjøre en vurdering av selskapets strategiske fordel og risiko. Et selskap oppnår en strategisk fordel når rentabiliteten på egenkapitalen overstiger egenkapitalavkastningskravet (Knivsflå, 2020, plansje 2). Den strategiske fordelen består av en bransjefordel og en ressursfordel som til sammen utgjør meravkastningen på egenkapitalen. Den strategiske analysen består dermed av en ekstern analyse hvor vi studerer hvorvidt selskapet har en bransjefordel og en intern analyse hvor vi studerer om selskapet har en ressursfordel. I den eksterne analysen skal vi undersøke både makroforhold og den underliggende bransjestrukturen som påvirker selskapets lønnsomhet. For å undersøke disse makroforholdene skal vi ta i bruk en PESTEL-analyse og for å analysere bransjestrukturen skal vi benytte Porters femkraftsmodell. I den interne analysen skal vi undersøke om Atea besitter unike ressurser som kan gi opphav til varige konkurransefortrinn ved hjelp av VRIO-modellen. Til slutt kommer vi til å oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-analyse.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

4.2.1 Analyse av makroforhold (PESTEL)

I en PESTEL-analyse blir relevante makroforhold studert med det formål å få en oversikt over ulike faktorer i omgivelsene som kan påvirke selskapets strategi. De eksterne makroforholdene som studeres er politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer. (Roos et al., 2014, s.84).

Politiske forhold:

Skatte- og avgiftspolitik

Alle selskaper i Norge må betale selskapsskatt der den gjeldende alminnelige skattesatsen er på 22% per 2024 på skattepliktige overskudd. Formålet med selskapsskatten er å bidra til finansiering av staten og den offentlige sektorens utgifter (Regjeringen, 2022).

Selskapsskatten i Norge er ganske stabil, ettersom den også ligger omtrent på samme nivå som Norges handelspartnere. Effekten av selskapsskatten er at den både gjør at bedrifter har mindre til overs til å investere i nye prosjekter, samtidig som den øker selskapets kapitalkostnader før skatt. Dette fører til at det blir færre investeringer som blir gjennomført fordi bedriftenes investeringsmuligheter ikke lenger er like lønnsomme.

En annen viktig avgift for norske selskaper er arbeidsgiveravgiften, som er en avgift arbeidsgiver betaler som et påslag på lønnen til sine ansatte. I 2023 ble det besluttet av Stortinget å innføre en ekstraordinær arbeidsgiveravgift på 5% på lønninger som overstiger kr 850 000 (Nytrøen, 2023). Denne arbeidsgiveravgiften ble innført som et midlertidig tiltak og skal etter planen fjernes helt i løpet av 2025 (Gjessing, 2024). Arbeidsgiveravgiften har mye å si for IT-bransjen fordi lønninger utgjør en veldig stor kostnad for denne bransjen ettersom det er stor etterspørsel for IT-kompetanse. En høyere arbeidsgiveravgift vil dermed redusere antall investeringer og oppdrag som IT-selskapene kan gjøre.

Økonomiske forhold:

BNP

BNP står for bruttonasjonalprodukt og er et sentralt mål for den samlede verdiskapningen i et land. Det vil si verdien av alle varer og tjenester som er produsert i et land minus innsatsfaktorene som har bidratt til verdiskapningen i løpet av et år (SSB, 2017). I Norge bidrar IT-sektoren med rundt 5 prosent til Norges fastlands-BNP, dette representerer en økning fra 2016, da IT-sektoren utgjorde 4,1 prosent av BNP. Til tross for denne økningen utgjør IT-sektoren i Norge en mindre andel av BNP enn i andre utviklede land, som for eksempel Sverige, der IT-sektoren bidrar med det dobbelte til nasjonalt BNP. IT-sektoren er også en veldig viktig bidragsyter i sysselsettingen i Norge og står for rundt 4 prosent av den totale sysselsettingen. Dette er en betydelig økning fra 2015, da sysselsettingen innen denne sektoren økte med 32 prosent, sammenlignet med en økning på 9 prosent for den samlede sysselsettingen i den norske økonomien over samme periode (Abelia, 2022). I Norges Bank pengepolitiske rapport forventes det en svakere vekst i Norges BNP på 1 og 2 prosent i årene fremover. Dette er som følge av at økte renter, prisvekst og svekkelsen av den norske kronen har ført til en lavere samlet etterspørsel i økonomien. Samtidig har også bedriftsinvesteringene i Norge falt som følge av økte renter, økte kostnader og den høye veksten i investeringer de siste årene. (Norges-bank, 2023a).

Pengepolitikk

Hovedformålet til pengepolitikken er å opprettholde lav og stabil inflasjon på rundt 2 % årlig vekst i konsumprisindeksen (Norges-bank, 2023a). I tillegg skal pengepolitikken sikre høy og stabil sysselsetting samt opprettholde et høyt og stabilt produksjonsnivå, samtidig motvirke finansielle ubalanser. Disse målene skal Norges Bank oppnå primært gjennom fastsettelse av styringsrenten. I desember 2023 besluttet Norges Bank å øke styringsrenten fra 4,25 til 4,5 prosent, dette ble gjort på grunn av at inflasjonen har ligget en stund godt over inflasjonsmålet

på 2 prosent. Norges Bank forventer videre at styringsrenten vil holde seg på dette nivået fremover.

For bedrifter betyr økningen i styringsrenten i første og fremst økt rentekostnader, ettersom rentesatser for bedriftslån ofte fastsettes basert på pengemarkedsrenten. Det har blitt anslått at lånekostnader for nye bedriftslån har økt til 6,6% i oktober 2023, som følge av renteøkningene (Norges-bank, 2023a). Økningen i rentekostnadene vil redusere bedriftenes overskudd som kan brukes til nye investeringer og samtidig som kapitalkostnadene for nye investeringer øker. Konsekvensene av renteøkningene har så langt vært at IT-selskapene har blitt mer varsomme med å foreta nye prosjekter og heller vente med å sette i gang planlagte prosjekter. Særlig har små selskaper blitt rammet av høyere renter og den dårlige økonomiske utviklingen (Sævold, 2023).

Sosiale forhold:

Norges behov for IKT-kompetanse

På grunn av den raske digitaliseringen i samfunnet har etterspørselen etter ansatte med IKT-kompetanse økt kraftig de siste tiårene. Ifølge en rapport fra samfunnsøkonomisk analyse fra 2021, har antallet sysselsatte med IKT-utdanning økt med omtrent 40 prosent i perioden 2009 til 2019. Dette er en relativt stor økning sammenlignet med den generelle sysselsettingsveksten i Norge, som kun var på 8 prosent i samme periode. Antall søkere som har søkt seg til høyere IKT-utdanning, har mer enn doblet seg, og i 2019 ble det utdannet rundt 3 000 personer innenfor fagfelt IKT. Det til tross for at det var behov for 56 000 personer med IKT-utdanning i 2019. Videre forventes det at dette behovet vil øke til omtrent 94 000 personer innen 2030. Denne kraftige økningen er ventet å være et resultat av både en økning sysselsetting innen IKT-næringer og en økning i behovet for sysselsatte med IKT-utdannelse i andre næringer. Behovet for denne type kompetanse er ventet å øke ytterligere i alle typer næringer som følge av digitalisering og nye teknologier. (Samfunnsøkonomisk analyse, 2021).

Rapporten tar også opp problemstillingen rundt Norges mangel på IKT-kompetanse. Flere spørreundersøkelser som rapporten har sett på tyder på at norske bedrifter ikke klarer å rekruttere nok ansatte med relevant IKT-kompetanse i dag. Arbeidstakere med innvandringsbakgrunn som har fullført IKT-utdanning er i dag en viktig kilde til arbeidskraft for norske bedrifter. Denne utviklingen er forventet å fortsette siden det i dag ikke utdannes nok folk med IKT-kompetanse i Norge sammenlignet med den etterspørselen næringslivet har

etter arbeidstakere med IKT-utdanning. Dette er til tross for at antallet søkere for IKT-utdanninger i Norge langt overstiger antallet studieplasser, i 2023 var det likevel en reduksjon i antall studieplasser innen IKT-utdanninger med 101 færre studieplasser (Tønnesen & Larsen, 2023). Blant tiltakene for å øke antall arbeidstakere med IKT-kompetanse vil det være særlig viktig å opprettholde utdanningsmulighetene for IT-utdanninger i årene fremover. (Samfunnsøkonomisk analyse, 2021).

Teknologiske forhold:

Generativ AI

Generativ AI er en form for kunstig intelligens, som spesialiserer seg på å generere algoritmer og modeller som kan skape nytt innhold slik som tekst, bilder, koder og musikk på en måte som etterligner menneskelig kreativitet. Denne formen for kunstig intelligens har blitt svært populært de siste to årene som følge av lanseringen av chatbotten Chat-GPT som fikk over 100 millioner brukere på bare noen få måneder (Cognizant, 2024). På grunn av sitt store potensial kan generativ AI ha store virkninger for bedrifters verdiskaping og forretningsvirksomhet på sikt. Ifølge en rapport utarbeidet av Deloitte, som viser til en spørreundersøkelse som selskapet har gjort i 2023 blant amerikanske toppledere i både privat og offentlig sektor svarer 80 prosent av toppledere at generativ AI kommer til å bidra til økt effektivitet i deres bedrift og 55 prosent eksperimenterer med generativ AI (Deloitte, 2024).

I en rapport fra Samfunnsøkonomisk analyse anslås det at generativ AI alene kan bidra et sted mellom 450-2000 milliarder kroner i perioden fra 2023-2040, avhengige av hvor raskt norske bedrifter tar i bruk teknologien (Samfunnsøkonomisk analyse, 2023). Rapporten skriver videre at generativ AI forventes å bli et viktig verktøy for å løse flere av samfunnsutfordringene det norske næringslivet vil stå overfor de neste tiårene. Utfordringene som nevnes er mangel på arbeidskraft, nedgang i produktivitet og problemer knyttet til klima og bærekraft. Ved utgangen av 2023 hadde allerede nesten en av fire av norske bedrifter tatt i bruk en eller annen form for generativ AI og trenden er økende. Hovedårsakene til at bedrifter i dag tar i bruk denne teknologien er å effektivisere sine arbeidsprosesser og bidra til bedre beslutningstaking. Likevel står norske bedrifter overfor utfordringer med å implementere teknologien som følge av manglende kompetanse på området.

Cybersikkerhet

Cybersikkerhet omfatter en rekke strategier, teknologier, og prosesser som er utformet for å sikre kritiske systemer og sensitiv informasjon mot dataangrep fra kriminelle hackere. Idag er det mange former for dataangrep som virksomheter kan bli utsatt for. Som blant annet phishing, DDoS-angrep og løsepengevirus. Disse dataangrepene kan i verste fall føre til at virksomheten mister tilgang til sine data og det kan føre til store kostnader for virksomheten. På grunn av den økende digitalisering, har cybersikkerhet blitt et særlig viktig tema de siste årene, ettersom informasjon blir digitalisert øker sårbarheten for potensielle dataangrep. Det har vært flere store eksempler på dataangrep rettet mot store norske bedrifter. For eksempel ble Norsk Hydro i mars 2019 utsatt for et svært omfattende dataangrep i form av et løsepengevirus, systemene måtte stenges, og det kostet Norske Hydro nærmere 800 millioner kroner (Dagens Næringsliv, 2020).

Ifølge Ateas sikkerhetsrapport er det flere tiltak som bedrifter kan iverksette for å forbedre sin datasikkerhet. Thomas Tømmernes, sjef for IT-sikkerhet i Atea, konkluderer med at i dagens utfordrende IT-sikkerhetssituasjon, kreves det at av virksomheter investeringer i både mennesker, opplæring og IT-systemer. Slik at virksomhetene er bedre rustet til å takle det stadig mer komplekse trusselbildet. Imidlertid viser sikkerhetsrapporten at kun halvparten av norske virksomheter har egne ansatte som spesifikt jobber med IT-sikkerhet og kun én av fire virksomheter svarer at de har planer for å investere i IT-sikkerhet de neste 12 månedene. Rapporten peker også ut de største sikkerhetstruslene som norske virksomheter står ovenfor hvor de to største truslene er phishingangrep og sikkerhetshendelser forårsaket av bedriftens egne ansatte. (Atea, 2023c).

Cloud computing

Cloud computing også kjent som skybaserte teknologier har blitt særlig aktuelt de siste årene og representerer en rekke IT-løsninger som brukes over internett (Atea, 2022a). Fremveksten av teknologien ser man gjerne i forbindelse med suksessen til skybaserte lagringssystemer slik som Amazon web services (AWS), Microsoft Azure og OneDrive de siste årene. Kort fortalt gir denne skybaserte teknologien både bedrifter og privatpersoner mulighet til å lagre informasjon som dokumenter, videoer og lydfiler over nettet i "skyen". Hovedfordelen med å ta i bruk skytjenester er at bedrifter ikke lenger trenger å investere i egne lokale servere for å lagre data, og dermed kan dette føre til betydelige kostnadsbesparelser. I tillegg er denne teknologien svært fleksibel, og kan tilpasses den enkelte bedriftens behov og kompleksitet.

Miljømessige forhold:

Bærekraftig IT

De siste årene har det vært økende fokus på klimaendringer og bærekraft, spesielt som følge av Paris-avtalen fra 2015, hvor FNs medlemsland har forpliktet seg til å forsøke å begrense den globale oppvarmingen til 2 grader celsius (Snl, 2024). IT-sektoren står for mellom 4 til 7 prosent av det totale klimagassutslippene i verden, (IKT-Norge, 2023). Dette gjør det svært viktig for sektoren å få ned utslippene for at medlemslandene skal nå sine klimamål.

Fordelene med å implementere bærekrafts tiltak for det enkelte IT-selskap kan blant annet være kostnadsbesparelser og et bedre omdømme blant sine kunder som igjen vil bidra til å øke lønnsomheten til selskapet. Et viktig bidrag i retning til bærekraftig omstilling IT-sektoren er gjennom økt resirkulering og gjenbruk av IT-utstyr, såkalt sirkulær økonomi. Et veldig godt eksempel på dette er Atea, som de siste tre årene har blitt kåret til Norges mest bærekraftige IT-selskap, av det kanadiske forsknings- og medieselskapet Corporate Knights Global. Dette gjennom selskapets tjenesten Goitloop, et gjenbruk og resirkuleringsprogram av IT-utstyr. Gjennom tjenesten samler Atea inn brukt IT-utstyr fra kunder, gjennomfører en grundig rensing av utstyret og data og til slutt gjøres utstyret klart for gjenbruk eller resirkulering. Gjennom tjenesten har Atea klart å redusere sine CO₂-utslipp med rundt 59 000 tonn (Atea, 2024h)

Juridiske forhold:

Personvernopplysningsloven (GDPR)

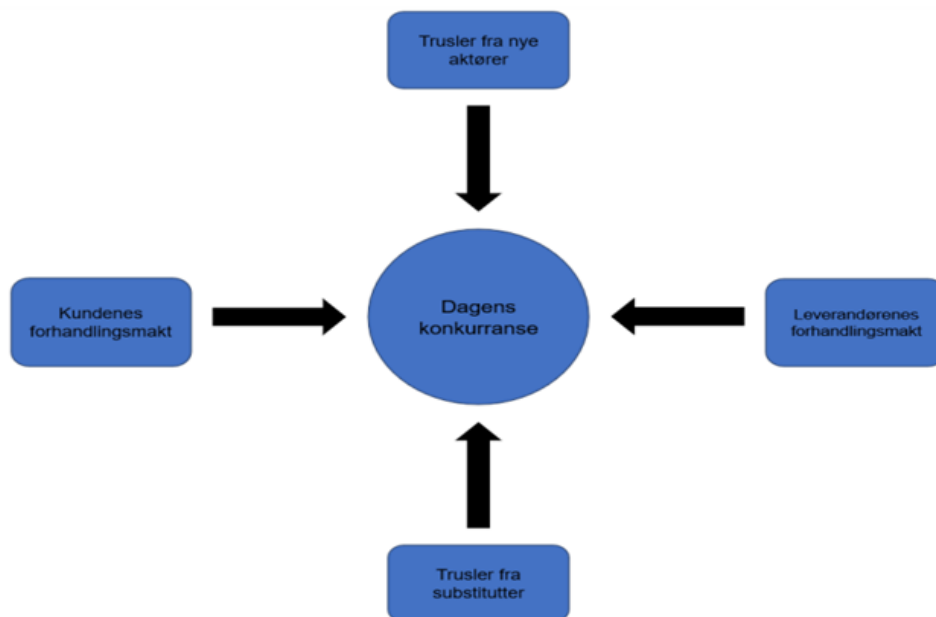
GDPR står for “General Data Protection Regulation” og er en EU-forordning som har den hensikt å beskytte personopplysninger og sikre personvern som trådte i kraft den 25. mai 2018. Loven setter en rekke retningslinjer og krav om hvilken adgang virksomheter har til å samle inn, lagre og behandle personopplysninger som er opplysninger som kan knyttes til den enkelte. Loven gir EU-borgere flere rettigheter, når det gjelder personlige data. Noe som innebærer en aktivt samtykke til virksomheten kan samle inn personlige data. Videre retten til å få innsyn i egne data, retten til å få slettet personopplysninger og retten til å overføre data (Regjeringen, 2019).

For IT-bransjen innebærer GDPR reguleringer begrensninger på hvilke opplysninger de kan samle inn og hvordan disse kan brukes. Dette vil påvirke IT-virksomheters evne til å ta i bruk og utvikle teknologi som bruker persondata, for eksempel personlig tilpasset reklame. Dette kan være en utfordring, fordi mange teknologier er avhengige av å samle inn store mengder

data, for at algoritmer kan tilby personlig tilpassede tjenester på plattformer, slik som Google og Amazon. Et eksempel på en slik teknologi er analyseverktøyet Google Analytics som Datatilsynet mener strider med GDPR og dermed har vært ulovlig for norske virksomheter å benytte seg av (Datatilsynet, 2023). Konsekvenser av å bryte GDPR kan være dyrt for bedrifter, og kan medføre bøter fra Datatilsynet på opptil 4% av selskapets årlige omsetning, avhengig av grovheten til overtredelsen (Azets, 2023).

4.2.2 Analyse bransjestruktur

Porters femkraftsmodell er et strategisk analyseverktøy som kan brukes til å undersøke bransjestrukturen, som er de sentrale bransjeforholdene som påvirker lønnsomheten til selskapet. Ifølge modellen består enhver bransje av fem grunnleggende konkurransekrefter som begrenser lønnsomheten som kan oppnås i bransjen. Videre forklarer modellen at de selskapene som utnytter konkurransekraftene best, er de som er mest lønnsomme. De fem konkurransekraftene er trusselen fra nyetableringer, leverandørenes forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt, trusselen fra substitutter og dagens konkurrenter (Porter, 2008)



Figur 4.1: Porters fem konkurransekrefter

Trusselen fra nyetableringer - Høy

Den første konkurransekraften trusselen fra nyetableringer er knyttet til hvor store etableringshindre det eksisterer i bransjen og hvilken reaksjon en ny aktør vil møte i markedet. Hvis det er lave etableringshindre i en bransje, kan nye konkurrenter entre markedet raskt og noe som kan begrense lønnsomheten til eksisterende aktører. (Roos et al., 2014 s.88-89).

I IT-konsulentbransjen er det relativt lavt kapitalbehov for å etablere en konsulentbedrift. Et nyetablert selskap trenger ikke nødvendigvis store investeringer for å komme i gang med bedriften. For eksempel kan en ny aktør starte som et enkeltpersonforetak med et lite kontor som tilbyr rådgivning eller programmeringstjenester, for deretter å ekspandere til andre aktiviteter som skylagring og infrastruktur som kan kreve mer omfattende investeringer.

Siden IT-konsulent bransjen er sterkt avhengig av humankapital utgjør lønnskostnadene den største delen av utgiftene for selskapene. Med data fra Statistisk sentralbyrå ble det anslått at en IT-konsulent tjente i snitt kr 65 000 i måneden 2023 (emagine, 2024). Dette kan man også se fra selskapene årsrapporter hvor lønnskostnadene utgjør henholdsvis 20,6 prosent av omsetningen for Atea og 54,5 prosent av omsetningen for TietoEvry i 2022 (Atea, 2023a) (TietoEvry, 2023).

Den 1. Januar 2024 ble det innført nye innleieregler i arbeidsmiljøloven for arbeidslivet i Norge. Disse endringene innebærer et forbud mot innleie av arbeidskraft fra virksomheter som ikke er godkjent som bemanningsforetak hos Arbeidstilsynet. Dette forbudet har allerede medført store komplikasjoner for IT-konsulentselskaper som har mistet flere oppdrag på grunn av de nye innleiereglene og gjort det veldig vanskelig å skaffe arbeidskraft fra utlandet. Dette vil utgjøre et betydelig etableringshinder for nyetablerte bedrifter i IT-konsulentbransjen fordi en nyetablert bedrift må nå først bli godkjent som et bemanningsforetak av arbeidstilsynet for å kunne ta på seg mange konsulentoppdrag (Kvadsheim, 2024).

Leverandørenes forhandlingsmakt - Høy

En annen viktig forutsetning for en lønnsom bransje er at leverandørenes forhandlingsmakt ikke er for stor. Leverandørenes forhandlingsmakt er den muligheten leverandørene har til å forhandle om pris og kvalitet for viktige varer og tjenester til bedriften. (Roos et al., 2014 s.93).

I IT-konsulentbransjen er selskapene svært avhengig av eksterne leverandører for å levere en rekke tjenester innenfor infrastruktur og konsulentvirksomhet. Innenfor maskinvare er Atea helt avhengig av flere eksterne leverandører for å anskaffe utstyret som de videreselger til sine kunder. Atea skriver i sin årsrapport for 2022 at de forsøker å alltid ha minst to leverandører innenfor alle produktkategorier av maskinvare (Atea, 2023a). Dette vil bidra til å begrense forhandlingsmakten til leverandørene i noen grad. Vi vurderer leverandørenes forhandlingsmakt innen maskinvare segmentet til å være moderat.

Innenfor software-kategorien er leverandørenes forhandlingsmakt svært høy ettersom programvarene som selges er differensierte og det finnes få eller ingen substitutter til programvare som Microsoft Office 365 eller Adobe Creative Cloud og disse har også sterke merkevarer. IT-konsulent bedrifter er også helt avhengig av programvare til å kunne drifte sine skytjenester og løsninger gjennom sine datasentre. For eksempel er Atea helt avhengig av Amazon web services i sin skyløsning “hybrid multi-cloud platform” og har over 400 konsulenter som er opplært i denne skyteknologien (Atea, 2019). Dette markedet for cloud computing software er i dag dominert av noen få sterke aktører som Microsoft Azure, Amazon Web Services og Google Cloud som til sammen utgjør over 2/3 av markedet i 2024 (Statista, 2024).

Innenfor området Services er det de ansatte som anses som leverandørene av arbeidskraften som kreves for at selskapene kan levere IT-rådgivning til sine kunder. Som nevnt i PESTEL-analysen er det allerede i dag stor mangel på IT-kompetanse. Dette gjør at eksisterende arbeidstakere kan kreve høye lønninger for sitt arbeid og bedriftene må være villige til å betale høye lønninger for å være konkurransedyktige. Dette er på grunn av at de ansatte kan velge å gå over til konkurrenter, starte for seg selv eller bli ansatt i en bedrift som har behov for IKT-kompetanse.

Leverandørens forhandlingsmakt	Lav	Moderat	Høy
Hardware		X	
Software			x
Services			x

Tabell 4.1: Leverandørens forhandlingsmakt

Kundens forhandlingsmakt - Moderat

Kundens forhandlingsmakt er den muligheten som kunden har til å forhandle om pris og kvalitet på bedriftens produkter og tjenester. Kunden har interesse av å få høyest kvalitet til lavest mulig pris. Kundens forhandlingsmakt er høy hvis kundene er få og store, bedriften selger ikke-differensierte produkter, det er lave byttekostnader og produktet som bedriften selger utgjør en betydelig kostnad for kunden. (Roos et al., 2014 s.92).

I IT-konsulentbransjen selges det som nevnt en rekke ulike produkter og tjenester til kundegruppene som både er private og offentlige virksomheter. Produktene og tjenestene som selges til bedriftene er ofte solgt gjennom kontrakter, med en varighet på 3-5 år. Dette begrenser ofte kundenes forhandlingsmakt (Atea, 2023a).

Innenfor maskinvarekategorien har kundene betydelig forhandlingsmakt, ettersom kundene kan gå til anskaffelse av samme produkter hos andre leverandører. Som for eksempel Komplett og Elkjøp, i disse butikkene kan store kunder registrere seg som bedriftskunder. Nettbutikkene til IT-konsulentene tilbyr altså ingen unike produkter som kundene ikke kan anskaffe hos andre leverandører. Likevel kan det være fordelaktig for bedrifter å benytte seg av IT-konsulenter for store anskaffelser, ettersom IT-konsulenter blant annet kan bistå med rådgivning underveis og service desk til kunden.

I kategorien for software, omfatter det ulike produkter og tjenester som selges til kundene. Når det gjelder videresalg av eksisterende programvare, har kunden betydelig forhandlingsmakt, da den samme programvare kan kjøpes direkte fra leverandøren i stedet for gjennom IT-konsulenter. Dette forhindrer IT-konsulentenes mulighet til å ta høyere pris enn leverandøren. Når det gjelder salg av skytjenester, er imidlertid kundenes forhandlingsmakt mer moderat. Dette skyldes at skytjenestene som tilbys av IT-konsulenter ofte er tilpasset kundenes behov, noe som medfører byttekostnader for kunden.

Innenfor services er kundens forhandlingsmakt begrenset som følge av at IT-kompetanse er helt essensielt å ha tilgang til for at bedrifter kan følge med i den digitale utviklingen i samfunnet. Likevel opplever mange bedrifter vanskeligheter med å ansette nok personer med relevant IT-kompetanse og de må derfor benytte seg av eksterne konsulenter.

Kundenes forhandlingsmakt	Lav	Moderat	Høy
Hardware			x
Software		X	
Services	x		

Tabell 4.2: Kundenes forhandlingsmakt

Trussel fra substitutter - Lav

Trussel fra substitutter utgjør en begrensning for bransjens lønnsomhet. Et substitutt er et produkt eller en tjeneste som kan tilfredsstille det samme behovet som bedriftens egne produkter eller tjenester som da også vil være konkurrenter. (Roos et al., 2014 s.92).

I IT-konsulentbransjen vurderes trusselen fra substitutter for lav ettersom det eksisterer få alternativer til IT-konsulenter annet enn at bedriften forsøker å ansette egne IKT-medarbeidere. Likevel er det flere selskaper som driver med IT-rådgivning som ikke er tradisjonelle IT-konsulentselskaper, for eksempel er revisjonsselskaper som PwC og Deloitte, de er veldig store på IT-rådgivning og IT-sikkerhet.

Dagens konkurrenter - Moderat/Lav

Den største faktoren som påvirker bransjens lønnsomhet er konkurranseintensiteten mellom eksisterende aktørene i bransjen. Konkurranseintensiteten avhenger av hvor mange aktører det er i bransjen og hvor sterk konkurranse det er blant aktørene. Lønnsomheten i bransjen vil særlig bli negativt påvirket, dersom det er lav bransjevekst og aktørene selger standardiserte produkter og tjenester. Ettersom dette vil gjøre at aktørene kun har mulighet til å konkurrere på pris. (Roos et al., 2014 s.90-92).

Det eksisterer i dag svært mange aktører i IT-konsulentbransjen, ifølge rapporten fra Abelia er det i dag 3 431 bedrifter i denne bransjen hvor de aller fleste er små- og mellomstore bedrifter som har under 100 ansatte (Abelia, 2022). Atea, som er den største IT-konsulentselskapet

innenfor IT-infrastruktur i Norden, skriver i sin årsrapport at de mener å ha rundt 23% markedsandel i det nordiske IT-infrastruktur markedet, noe som er omtrent tre ganger høyere enn sin største konkurrent (Atea, 2023a).

Historisk sett har IT-konsulentbransjen opplevd høy vekst, med en gjennomsnittlig årlig vekstrate 8% de siste tre årene ifølge tall fra IDC (Atea, 2023a). Ifølge nyere tall fra IDC estimerer de imidlertid at veksten i den nordiske IT-konsulentbransjen forventes å ligge på omtrent 6-7 prosent i perioden 2023-2026. Dette vil hovedsakelig skyldes økt vekst i markeder knyttet til skytjenester, Internet of Things, Cybersikkerhet og Kunstig intelligens (IDC, 2023).

Som tidligere nevnt, omfatter IT-bransjen mange ulike tjenester, at det er mulig for et IT-konsultentselskap å differensiere tilbudet sitt fra sine konkurrenter som gjør at priskonkurransen ikke nødvendigvis blir så sterk. For eksempel satser Knowit mye innenfor media og kommunikasjon. TietoEvry satser mye på egenutviklede programvare løsninger innenfor bank, industri og helseforetak. Dustin Group satser på en sterk posisjon innenfor små- og mellomstore bedriftssegmentet og Atea som har en sterk posisjon innenfor offentlig sektor.

4.2.3 Oppsummering av ekstern analyse

Vi kom fram til i PESTEL-analyse at denne bransjen har høye vekstmuligheter som følge av nye teknologier innenfor generativ AI, Cybersikkerhet og cloud computing. Videre at inflasjonen i den norske og globale økonomien har blitt stabilisert som følge av sentralbankens rentehevinger som gjør at bedriftenes lånekostnader kommer til å holde seg relativt stabilt fremover. Samtidig ventes det at den norske økonomien kommer til å ha svak vekst i BNP i årene fremover.

Likevel oppdaget vi noen utfordringer knyttet til IT-sektoren, som Norges mangel på IKT-kompetanse i årene fremover. Det kan gjøre det vanskelig for IT-konsulentbransjen å finne nok ansatte til å dekke etterspørsel etter sine tjenester. Bærekraft er en annen viktig makrofaktor for IT-konsulentbransjen da denne bransjen står for høye karbonutslipp og det blir stadig viktigere for IT- bedriftene å redusere sine karbonutslipp.

I Porters fem krefteranalyser kom vi frem til at IT-konsulentbransjen er særlig preget av høy konkurranse, det er mange aktører i bransjen og det er stor fare for nyetableringer.

Leverandørene til IT-konsulentene har betydelig makt på grunn av at de er konsentrerte og det

eksisterer få substitutter som bidrar til å presse ned marginene på produktene som videreselges. Dette tyder på en høy konkurranse mellom aktørene og som vi så i kapittel 2 har IT-konsulentselskapene relativt lave driftsmarginer. Til tross for dette er konkurranseintensiteten blant de eksisterende aktørene i dag ikke så høy på grunn av den raske veksten i markedet. Og på grunn av muligheten IT-konsulentselskapene har til å differensiere sine tilbud ved å satse på ulike kundesegmenter eller spesialisere seg på bestemte teknologier.

4.2.4 Bransjefordel

Basert på den eksterne analysen har vi avdekket at IT-konsulentbransjen er veldig attraktiv på grunn av sine gode vekstmuligheter. Etterspørselen etter digitale tjenester og den stadige utviklingen av nye teknologier, vil gjøre at IT-bransjen vil holde seg lønnsom i årene som kommer. Likevel kan denne lønnsomheten bli truet, dersom det oppstår en svak vekst i markedet for IT-konsulenttjenester på et senere tidspunkt. Det vil føre til at eksisterende aktører vil konkurrere om markedsandeler for å opprettholde vekst. Derfor vurderes bransjefordelen som moderat til høy, og dette forventes å vedvare i årene framover. Drevet av den sterke veksten i bransjen, som vil spesielt være preget av nye IT-områder, for eksempel generativ AI.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I en intern ressursorientert analyse undersøker man hvorfor noen bedrifter i samme bransje er mer lønnsomme enn andre på grunn av deres unike ressurser som kan gi opphav til konkurransefortrinn. Imidlertid vil få ressurser kunne opprettholde slike konkurransefortrinn over tid, siden konkurrenter vil forsøke å imitere disse ressursene. Dette vil etter hvert svekke meravkastningen til ressursen. For å finne ut om Atea har slike ressurser som gir opphav til konkurransefortrinn, gjennomføres det en ressursanalyse. I analysen kartlegger vi først ressursene som er viktige for at Atea kan realisere sin verdiskapning og deretter anvender vi VRIO-rammeverket. (Roos et al., 2014 s.132-142).

4.3.1 Kartlegging av ressursbeholdningen

En ressurs er definert som en viktig innsatsfaktor som selskapet trenger til å realisere sin strategi. Det finnes 5 ulike typer ressurser: monetære ressurser, fysiske ressurser, organisasjonsressurser, relasjonsressurser og menneskelige ressurser. Vi har identifisert tre viktige ressurser som Atea trenger for å realisere sin verdiskapning: strategiske partnere, kompetanse og Goitloop.

Strategiske partnere - relasjonsressurs

Atea har mange strategiske partnere som de er helt avhengig av for å kunne levere sine IT-infrastruktur-løsninger. Atea som det største konsernet innen IT-infrastruktur i Norden har klart å oppnå det høyeste sertifiseringsnivået hos sine velkjente globale leverandører. Slik som Microsoft, Apple, Hewlett Packard, Lenovo og IBM (Atea, 2023a). Sertifiseringsordningene som Atea har med sine leverandører er et kvalitetsstempel som viser at Atea har stor kunnskap og høy leveransekapasitet innenfor leverandørens produkter. For eksempel har Atea sertifisering som “Cisco Advanced Customer Experience Specialization” som Atea ble tildelt i 2020 (Atea, 2020a). Med denne sertifiseringen gjør dette Atea til Cisco sin største strategiske partner i Nord-Europa.

IT-Kompetanse - menneskelig ressurs

Atea sin aller viktigste ressurs er den kompetansen som de ansatte har. Gjennom sine IT-konsulenter hjelper Atea kundene med å finne de IT-løsningene som er best egnet for at kunden skal realisere sin IT-strategi. Atea sitt mål er å kunne hjelpe kunden i alle fasene av sin digitale utvikling, enten det gjelder innkjøp av utstyr, skytjenester, prosjektledelse, strategisk rådgivning og informasjonssikkerhet og personvern. For å kunne tilby denne brede kompetansen er det viktig for Atea å hele tiden videreutvikle de ansattes kompetanse gjennom intern kursing og sertifiseringer. Atea vektlegger å ha en sterk bedriftskultur gjennom “the place to be” der målet er å tiltrekke seg et bredt spekter av kompetanse og erfaringer. (Atea, 2024i).

GoITLoop - organisasjonsressurs

Goitloop er Ateas sitt gjenvinningsprogram for avhending av utrangert IT-utstyr for å ta det inn i sirkulæreøkonomien som vil gjøre IT-driften mer bærekraftig og samtidig redusere miljøbelastningen (Atea, 2024j). Goitloop-tjenesten er en enkelt og kostnadseffektiv prosess for kundene og Atea har mottatt flere utmerkelse for sitt bærekraftsarbeid gjennom hovedsakelig Goitloop- tjenesten. I Ateas bærekraftsrapport fra 2022 skriver Atea at bærekraft er et av deres største konkurransefortrinn (Atea, 2022b).

4.3.2 Analyse av ressursfordel (VRIO-rammeverket)

Vi skal nå anvende VRIO-rammeverket for å undersøke om noen av de tre ressursene som beskrevet ovenfor kan gi opphav til varige konkurransefortrinn for Atea. Ifølge VRIO-rammeverket må en ressurs oppfylle fire vilkår: verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert for å kunne skape et varig konkurransefortrinn.

Strategiske partnere - relasjonsressurs

Verdifull

Atea er fullstendig avhengig av sine partnere for å kunne levere på alle sine forretningsområder. Derfor utgjør de strategiske partnerskapene en svært verdifull ressurs for selskapet. Atea har som sagt en veldig høy sertifiseringsgrad hos sine leverandører, dette gjør Atea stand til å levere løsninger til sine kundene på konkurransedyktig vilkår. Sertifiseringer viser i tillegg at Atea har stor leveransekapasitet og kompetanse på sine forretningsområder.

Sjelden

De strategiske partnerskapene til Atea er ikke sjelden ressurs, ettersom de komparative selskapene til Atea har mange av de samme partnerskapene. TietoEvry og Dustin Group har eksempelvis også samarbeid med Cisco, Microsoft, IBM og VMware, i tillegg til andre partnerskap som Atea ikke har (TietoEvry, 2024).

Ikke-imiterbar

De strategiske partnerskapene er heller ikke en ikke-imiterbar ressurs fordi de store IT-konsulentselskapene har mulighet til å opparbeide partnerskap med de ledende globale IT-leverandørene av maskin- og programvare. Det kan likevel være vanskelig for mindre IT-konsulentselskaper å få tilgang til de samme partnerskapene.

Organisert

Ressursen er i veldig stor grad organisert fordi disse partnerskapene er kritiske for at Atea kan levere sine IT-løsninger til kundene og drive med verdiskapning.

IT-kompetanse - menneskelig ressurs

Verdifull

Som et IT-konsultentselskap er Atea helt avhengig av å ha nok kompetente IT-medarbeidere for å kunne levere sine produkter og tjenester til kundene. Som vi var inne på i PESTEL-analysen har Norge allerede en mangel på IT-kompetanse, noe som fører til at mange norske bedrifter må leie eksterne IT-konsulenter og denne kompetansen kommer bare til å bli mer verdifull i årene fremover.

Sjelden

Selv om IT-kompetanse er Atea sin viktigste ressurs, er ikke denne ressursen sjelden med tanke på det store antallet IT-konsulentbedrifter i Norden. Konkurrentene til Atea har mange av de samme rådgivningstjenestene som Atea.

Ikke-imiterbar

IT-kompetanse er heller ingen ikke-imiterbar ressurs på grunn av at det allerede er bedrifter som har denne kompetansen og ansatte som sitter på denne kompetansen har mulighet til å gå over til konkurrenter.

Organisert

IT-kompetansen som Atea sitter på brukes aktivt i alle forretningsområdene deres for å hjelpe kundene i alle mulige faser med alt fra innkjøp til support til avanserte skytjenester og cybersikkerhet.

Goitloop - organisasjons ressurs

Verdifull

Goitloop er en verdifull ressurs fordi dette hjelper både Atea og kunden med å bidra med resirkulering og redusere klimagassutslipp for å skape en mer bærekraftig IT-infrastruktur. I tillegg er dette gjenvinnings- programmet en veldig nyttig måte for Atea sine kunder å bli kvitt sitt IT-utstyr på. Atea tar god hånd om utstyret slik at det slettes for alt innhold og kunden får 50% av verdien til utstyret som videreselges (Sandefjord næringsforening, 2023).

Sjelden

Gjenvinningsprogrammet som Atea har er ikke en sjelden ressurs fordi blant annet TietoEvry har et liknende resirkuleringsprogram, og gjennom dette programmet har TietoEvry klart å resirkulere eller gjenbruke 93% av innsamlede laptopen i 2022 (TietoEvry, 2023). Dustin Group har også lignende tjeneste som de kaller for take back-programmet (Dustin Group, 2023).

Ikke-imiterbar

Ettersom konkurrenter til Atea har liknende bærekraftige løsninger, er denne ressursen imiterbar særlig blant de store IT-selskapene. Etter hvert som IT-sektoren blir mer bærekraftig og får mye fokus mot seg blant gjennom strengere regulatoriske krav, vil denne ressursen være en gjenstand for kopiering.

Organisert

Ressursen er organisert fordi den er en sentral del av Atea sin bærekraftstrategi slik at de kan oppnå sine mål om 100% gjenvinning av IT-utstyr og 50% reduksjon i klimagassutslipp innen 2030. (Atea, 2022b)

4.3.3 Konklusjon til ressursanalysen

Basert på VRIO-analysen kom vi fram til at Atea ikke besitter noen særegne ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn. Det til tross for at selskapet er et markedsledende og vokser på alle sine forretningsområder, ikke besitter ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn per i dag. Derfor vurderer vi ressursfordelen til Atea som lav, noe som betyr at selskapet ikke forventes å skape et bedre avkastning enn bransjen på sikt.

VRIO	Kategori	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konklusjon
Strategiske partnerskap	Relasjons ressurs	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranse partiet
IT-kompetanse	Menneskelig ressurs	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranse partiet
Goitloop	Organisasjon sressurs	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranse partiet

Tabell 4.3: VRIO-analyse Atea

4.4 Konklusjon strategisk analyse

4.4.1 Strategisk fordel

Ateas strategisk fordel består av både en bransjefordel og en ressursfordel, som sier noe om hvorvidt selskapet klarer å skape en rentabilitet som er større enn avkastningskravet.

I den eksterne analysen konkluderte vi med at IT-konsulentbransjen har en høy bransjefordel, drevet av den sterke veksten i IT-sektoren og fremvoksende teknologier, som for eksempel generativ AI. Vi kom også fram til at det vil være viktig å imøtekomme etterspørselen etter IKT-kompetanse i dag og i fremtiden. Dette er fordi det er mangel på IT-kompetanse i Norge og fram mot 2030 vil det være behov for 40 000 nye IT-konsulenter.

I Porter analysen avdekket vi en bransjestruktur særlig preget av høy konkurranse, høy trussel for nyetableringer og det er mange aktører i bransjen. På grunn av mulighetene som eksisterer kan konsulentselskaper velge å differensiere sine tilbud og satse veldig mye på enkelte kundesegmenter eller teknologier.

I den interne analysen kom vi fram til at ressursfordelen er lav som følge av at Atea ikke besitter noen unike ressurser som kan forventes å skape varige konkurransefortrinn. Dette betyr at Atea har konkurranseparitet med sine konkurrenter og selskapet kan derfor ikke forventes å skape en høyere avkastning enn sine konkurrenter på sikt.

Dermed vurderer vi den strategiske fordelen samlet sett som relativt moderat og den kommer mest sannsynlig til å ligge stabilt i de neste årene fremover, hovedsakelig på grunn av gode vekstmuligheter i bransjen. Vi forventer også at den strategiske fordelen til Atea kommer hovedsakelig til å være forårsaket av bransjefordelen og i mindre grad av ressursfordelen.

	Historisk → Fremtid
Bransjefordel	Moderat/Høy → Høy
+Ressursfordel	Lav → Lav
=Strategisk fordel	Moderat → Moderat

Tabell 4.4: oppsummering strategisk fordel

4.4.2 Oppsummering av strategisk analyse (SWOT-analyse)

Internanalyse	
Styrker (S)	Svakheter (W)
<ul style="list-style-type: none"> ● Strategiske partnerskap med ledende teknologileverandører <ul style="list-style-type: none"> ○ Høyeste sertifisering hos sine leverandører ○ Stor leveransekapasitet ○ Tilgang til den nyeste teknologien ● IT-kompetanse <ul style="list-style-type: none"> ○ Høy etterspørsel etter IT-kompetanse ○ Kundesupport, rådgivning ● Gjenvinningsprogrammet Goitloop <ul style="list-style-type: none"> ○ Omdømme ○ Bærekraft og lavere miljøavtrykk ○ Enkelt og sikkert 	<ul style="list-style-type: none"> ● Ingen unike ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn men konkurranseparitet de fleste ressursene
Eksternanalyse	
Muligheter (O)	Trusler (T)
<ul style="list-style-type: none"> ● Nye teknologier som gir nye vekstmuligheter og forretningsområder ● Skytjenester blir stadig viktigere for bedrifters infrastruktur ● Sirkulærøkonomi og grønne IT-løsninger <ul style="list-style-type: none"> ○ Nye verdiskapningsområder ○ Lavere karbonavtrykk ● Høy forventet vekst i IT-konsulentbransjen 	<ul style="list-style-type: none"> ● Nye konkurrenter på grunn av lave etableringshinder ● Høy leverandørmakt særlig innenfor programvare ● IT-sektoren har et høyt klimaavtrykk ● GDPR og nye lovreguleringer ● Svak vekst i Norsk økonomi i årene fremover ● Høy inflasjon i Norsk og internasjonal økonomi ● Økt konkurranseintensitet i bransjen ● Mangel på IT-kompetanse

Tabell 4.5: SWOT-analyse

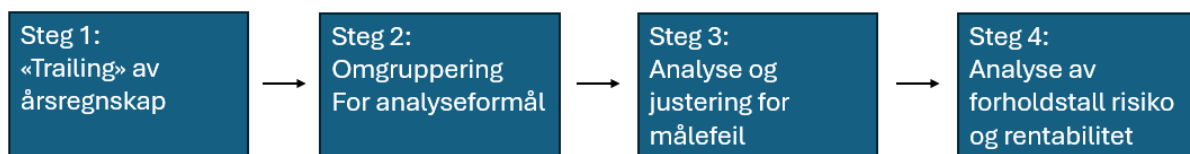
Del 2: Regnskapsanalyse

Kapittel 5: Regnskapsanalyse

5.1 Rammeverk for regnskapsanalysen

I dette kapitlet skal vi presentere de rapporterte regnskapstallene til Atea og gjøre de klare for regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen baserer seg på Knivsflås rammeverk for regnskapsanalyse. (Knivsflå, 2020, plansje 3) Hensikten med regnskapsanalysen er å få en god innsikt i de underliggende økonomiske forholdene til selskapet og dette vil gi oss grunnlaget for å utarbeide fremtidsregnskapet i kapittel 9.

Rammeverket for regnskapsanalyse tar utgangspunkt i fire steg slik som vist i figur 5.1. I første steg utarbeider vi en «trailing» av kvartalsrapportene for å utarbeide årsregnskapet for 2023. Deretter gjennomføres det en omgruppering av balanse og resultatregnskapet for analyseformål og verdsettelse. Videre foretas det en analyse og eventuelle justeringer for målefeil i regnskapet. I siste steg gjennomføres det en analyse av forholdstall for å analysere risiko og rentabilitet. I dette kapitlet skal vi gjennomføre steg 1-3 og steg 4 gjennomføres i kapittel 6 og 8.



Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse

5.2 Praktiske valg

Valg av analyseperiode

Før vi kan foreta regnskapsanalysen må vi først avklare analyseperioden. Valg av analyseperioden vil avhenge av selskapets stabilitet og eventuelle endringer som har skjedd underveis i selskapets forretningsområder. Atea har opplevd jevn og stabil vekst og selskapet har ekspandert betydelig gjennom strategiske oppkjøp for å utvikle sine forretningsområder og markedsposisjon. Selskapet har hatt veldig lik forretningsvirksomhet over tid, noe som gjør det mulig for oss å velge en lengre analyseperiode. Derfor har vi valgt en analyseperiode på 7 år, fra 2017 til 2023.

Valg av analysenivå

Vi har to valg når det kommer til analysenivå av Ateas regnskap, enten kan vi analysere Ateas regnskap på selskapsnivå eller på konsernnivå. Siden konsernregnskapet ofte gir bedre informasjon enn et selskapsregnskap, anbefaler Knivsflå at man baserer seg på konsernnivå (Knivsflå, 2020, plansje 3). Et konsernregnskap består av et morselskap og tilhørende datterselskaper som skal betraktes som en økonomisk enhet. Vi finner det også hensiktsmessig å bruke konsernregnskapet til Atea. Dette ettersom morselskapet Atea ASA kun er et holdingselskap som eier flere datterselskaper som driver den faktiske forretningsvirksomheten til selskapet innen IT-infrastruktur og konsulenttenester.

Valg av komparative selskaper

Valg av komparative selskaper gjøres med den hensikt å finne et bransjegjennomsnitt som skal danne et sammenligningsgrunnlag i forholdstallanalysen. Bransjegjennomsnittet vil representere gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene og Atea sitt regnskap. Det er viktig å ha en slik "benchmark" for å måle forholdstallene opp mot, slik at vi kan få innsikt i hvordan Ateas risiko og lønnsomhet står i forhold til resten av bransjen. Vi beskrev våre komparative selskaper i kapittel 2 som er TietoEvry, Knowit og Dustin Group.

5.3 Presentasjon av regnskapet

Nedenfor kommer en kort presentasjon av konsernregnskapet til Atea for perioden 2017-2022. Tallene er hentet direkte fra selskapets årsrapporter og er oppgitt i millioner norske kroner.

Resultatrapport

NOK in million	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	32 438	34 709	36 655	39 503	28 491	32 397
Cost of sales	-25 221	-27 174	-28 897	-31 266	-20 045	-23 395
Gross profit	7 217	7 535	7 758	8 237	8 446	9 002
Payroll and related costs	-5 068	-5 457	-5 584	-5 904	-6 130	-6 540
Other operating costs	-975	-1 018	-766	-745	-656	-651
Restructuring costs	0	0	0	-37	0	0
Share based compensation	0	0	-73	-53	0	0
EBITDA	1 174	1 060	1 335	1 498	1 660	1 811
Depreciation and amortisation	-376	-370	-584	-638	-614	-615
Amortization related to acquisitions	0	0	-5	-5	0	0
Operating profit (EBIT)	798	690	746	855	1 046	1 196
Financial income	6	10	17	12	14	8
Financial expense	-81	-66	-107	-117	-118	-121
Net financial items	-75	-56	-90	-105	-104	-113
Profit before tax	723	634	656	750	942	1 083
Tax	-181	-167	-127	-159	-182	-235
Profit for the period	542	467	529	591	760	848

Tabell 5.1: Atea konsernresultat 2017-2022

I tabellen kan vi se at Atea har hatt en relativt stabil og jevn vekst de siste seks årene og at selskapet ikke har rapportert noen underskudd i denne perioden. Årsresultatet har hatt en meget god vekst, særlig fra perioden 2020 til 2022 som, der 2022 var det året selskapet hadde et historisk godt årsresultat. En tilsynelatende kraftig reduksjon i salgsinntektene fra 2020 til 2021, skyldes hovedsakelig en prinsippendring for inntektsføring som Atea innførte, der de endret på måten de rapporterer sine salgsinntekter. Dette fremkommer av årsrapporten 2022, der selskapet forklarer at de har gått fra å rapportere brutto salgsinntekter til netto salgsinntekter i henhold til IFRS 15. Denne prinsippendringen påvirker likevel ikke bruttofortjenesten, driftsresultat eller årsresultat i regnskapet, ettersom varekostnaden er justert tilsvarende og selskapet fortsatt rapporterer brutto salgsinntekter i notene (Atea, 2023a).

Balanseoppstilling

Atea Balance Sheet NOK in million	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
ASSETS						
Property, plant and equipment	628	525	498	538	493	541
Right-of-use assets		92	996	1 288	1 200	1 253
Deferred tax assets	487	401	354	303	276	207
Goodwill	3 845	3 901	3 881	4 088	3 942	4 132
Other intangible assets	273	237	237	289	328	452
Investment in associated companies	12	13	15	17	0	0
Long-term subleasing receivables			102	83	53	36
Other long-term receivables	6	28	25	20	29	99
Non-current assets	5 251	5 197	6 108	6 626	6 321	6 720
Inventories	591	830	798	797	1 191	1 198
Trade receivables	6 648	6 445	4 380	5 818	5 189	6 701
Other receivables	1 299	1 541	1 752	1 606	1 916	2 268
Short-term subleasing receivables			149	126	71	45
Other financial assets	1	1	1	5	7	4
Cash and cash equivalents	1 125	764	1 769	1 605	1 353	922
Current assets	9 664	9 581	8 849	9 957	9 727	11 138
Total assets	14 915	14 778	14 957	16 583	16 048	17 858
EQUITY AND LIABILITIES						
Share capital and premium	355	410	464	503	657	680
Other reserves	1 425	1 418	1 360	1 627	1 444	1 518
Retained earnings	1 594	1 409	1 251	1 254	1 406	1 531
Equity	3 374	3 237	3 075	3 384	3 507	3 729
Interest-bearing long-term liabilities	120	557	472	475	475	0
Long-term sublease liabilities			102	83	53	36
Long-term leasing liabilities			768	1 039	986	1 018
Other long-term liabilities	13	8	8	7	190	116
Deferred tax liabilities	275	234	185	165	164	145
Non-current liabilities	408	799	1 535	1 769	1 868	1 315
Trade payables	6 755	7 125	6 113	6 934	6 574	8 100
Interest-bearing current liabilities	903	224	575	7	8	586
Current sublease liabilities			149	126	71	45
Current leasing liabilities			273	310	284	318
Tax payable	121	231	213	133	136	265
Provisions	258	247	111	184	27	50
Other current liabilities	3 088	2 904	2 905	3 710	3 562	3 424
Other financial liabilities	8	10	8	28	12	26
Current liabilities	11 133	10 741	10 347	11 432	10 674	12 814
Total liabilities	11 541	11 540	11 882	13 201	12 542	14 129
Total equity and liabilities	14 915	14 777	14 957	16 585	16 049	17 858

Tabell 5.2: Konsernbalanse til Atea

Tabellen viser Ateas konsernbalanse for regnskapsårene 2017-2022. På grunn av avrundinger i årsrapporten, er det små, men ubetydelige avvik mellom totale eiendeler og summen av egenkapital og gjeld. I 2019 foretok Atea endringer i sine regnskapsprinsipper for behandling av leasingkontrakter i tråd med den nye regnskapsstandarden IFRS 16 leieavtaler (Atea, 2020b). Denne regnskapsstandarden pålegger selskaper å balanseføre operasjonelle leasingavtaler. I Atea sitt tilfelle har de balanseført bruksrett og leasing fordringer knyttet til fremleie. Disse postene står derfor tomme i årene 2017-2018 for Atea, fordi dette var før IFRS 16 ble innført i 2019.

5.3.1 «Trailing» av årsregnskapet 2023

Etter å ha presentert Ateas årsregnskap for analyseperioden, skal det nå utføres en såkalt “trailing” for årsregnskapet 2023. Dette gjøres for å kunne benytte den nyeste og oppdaterte regnskapsinformasjonen om selskapet. Ved utgangen av 2023 var kvartalsrapporten for Q3 den siste tilgjengelige kvartalsrapporten for dette regnskapsåret. Trailing går ut på å konstruere et fullstendig årsregnskap ved å bruke de siste tilgjengelige kvartalsrapportene. Siden vi kun hadde tilgang til kvartalsrapportene Q1-Q3 den 31.12.2023 må vi sette opp et budsjett for fjerde kvartal 2023, basert på kvartalsrapporten fra fjerde kvartal 2022 (Knivsflå, 2020, plansje 3).

	Q1-Q3 2023	Q4 2023T	2023T
Revenue	25 305	9 820	35 125
Cost of sales	-17 859	-7 202	-25 061
Gross profit	7 446	2 618	10 064
Payroll and related costs	-5 423	-1 808	-7 231
Other operating costs	-669	-223	-892
EBITDA	1 354	587	1 941
Depreciation and amortization	-513	-171	-684
Operating profit (EBIT)	841	416	1 257
Financial income	15	5	20
Financial expense	-145	-66	-211
Net financial items	-130	-61	-191
Profit before taxes	711	355	1 066
Tax (22%)	-160	-78	-238
Profit for the period	551	277	828

Tabell 5.3: Trailing for Q4 2023T

I kvartalsrapporten Q3 2023 skriver Atea om forventninger om en svakere vekst i salgssinntekter i kommende kvartaler, dette kommer som følge av at forrige år var et rekordår for maskinvare salg (Atea, 2023b). I tredje kvartal 2023 var det derfor en nedgang i salgssinntekter på rundt 4% sammenlignet med Q3 2022. For å unngå å være for optimistiske i trailingen for Q4 2023, velger vi å budsjettere med de samme salgssinntektene og varekostnadene som i Q4 2022. Driftskostnader, som lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger er relativt faste kostnader som har økt mye det siste året. Vi budsjetterer derfor med at driftskostnadene blir gjennomsnittet av Q1-Q3 2023 i Q4 2023. Finansinntekter og -kostnader har også økt betraktelig, som følge av den generelle renteøkningen i økonomien de to siste årene. Derfor forutsetter vi at disse finansielle postene, vil være på samme nivå som Q3 2023. Til slutt beregner vi skatten ved å bruke en skattesats på 22% på resultat før skatt.

Trailing for balanseoppstilling

I trailing av balansen skal vi bruke den siste tilgjengelige balansen som var tredje kvartal 2023. Vi merker her oss at noen balanseposter knyttet til fremleie og annen finansielle eiendeler og finansiell gjeld ikke er oppgitt i Q3 2023, så disse postene er derfor angitt som null.

Atea Balance Sheet 2023T			
NOK in million			
ASSETS		EQUITY AND LIABILITIES	
Property, plant and equipment	511	Share capital and premium	680
Right-of-use assets	1 313	Other reserves	1 763
Deferred tax assets	186	Retained earnings	1 770
Goodwill	4 307	Equity	4 213
Other intangible assets	541	Interest-bearing long-term liabilities	588
Investment in associated companies	0	Long-term sublease liabilities	0
Long-term subleasing receivables	0	Long-term leasing liabilities	1 149
Other long-term receivables	206	Other long-term liabilities	148
Non-current assets	7 064	Deferred tax liabilities	150
Inventories	834	Non-current liabilities	2 035
Trade receivables	3 996	Trade payables	5 007
Other receivables	2 523	Interest-bearing current liabilities	570
Short-term subleasing receivables	0	Current sublease liabilities	0
Other financial assets	0	Current leasing liabilities	423
Cash and cash equivalents	1 019	Tax payable	150
Current assets	8 372	Provisions	49
		Other current liabilities	2 989
		Other financial liabilities	0
		Current liabilities	9 188
		Total liabilities	11 223
Total assets	15 436	Total equity and liabilities	15 436

Tabell 5.4: Atea trailing balanse for 2023

5.4 Omgruppering av regnskapet for analyseformål

Regnskapet gir oss mye informasjon om selskapets underliggende økonomiske situasjon, men under IFRS er regnskapet mer kreditororientert enn investororientert (Gjesdal, 2007). Dette gjør regnskapet mindre egnet for verdsettelses formål og lønnsomhetsanalyse. Derfor må vi omgruppere regnskapstallene til Atea for å gjøre dem mer egnet til investor formål. I omgrupperingen av regnskapet er det viktig å skille mellom poster som er knyttet til de underliggende driftsmessige aktivitetene til selskapet og poster som er tilknyttet selskapets finansiering.

5.4.1 Omgruppering av balansen

Ved omgruppering av balanseoppstillingen skiller vi mellom rentebærende og ikke-rentebærende gjeld og driftsmessige eiendeler og finansielle eiendeler. (Hansen, 2020). Dette gjør vi for å komme frem til tre sentrale kapitalstørrelser: netto driftsmessige eiendeler, netto rentebærende gjeld og sysselsatt kapital. Netto driftsmessige eiendeler eller netto driftskapital er de driftsmessige eiendelene knyttet til kjernevirksomheten fratrukket ikke-rentebærende gjeld. Netto rentebærende gjeld er selskapets finansielle gjeld fratrukket finansielle eiendeler og er tilknyttet selskapets finansieringsaktiviteter. Sysselsatt kapital er egenkapital pluss rentebærende gjeld. Disse kapitalstørrelsene er sentrale i verdsettelsen og lønnsomhetsanalysen av selskapet. (Knivsflå, 2020, plansje 5)

Atea Balance Sheet NOK in million	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023T
Driftsmessige eiendeler:							
Property, plant and equipment	628	525	498	538	493	541	511
Defferred tax assets	487	401	354	303	276	207	186
Goodwill	3 845	3 901	3 881	4 088	3 942	4 132	4 307
Other intangible assets	273	237	237	289	328	452	541
Investment in associated companies	12	13	15	17	0	0	0
Other long-term receivables	6	28	25	20	29	99	206
Inventories	591	830	798	797	1 191	1 198	834
Trade receivables	6 648	6 445	4 380	5 818	5 189	6 701	3 996
Other receivables	1 299	1 541	1 752	1 606	1 916	2 268	2 523
Sum driftsmessige eiendeler	13 789	13 921	11 940	13 476	13 364	15 598	13 104
(-)Driftsmessige forpliktelser:							
Deferred tax liabilities	275	234	185	165	164	145	150
Trade payables	6 755	7 125	6 113	6 934	6 574	8 100	5 007
Tax payable	121	231	213	133	136	265	150
Provisions	258	247	111	184	27	50	49
Other current liabilities	3 088	2 904	2 905	3 710	3 562	3 424	2 989
Sum driftsmessige forpliktelser	10 497	10 741	9 527	11 126	10 463	11 984	8 345
Netto driftsmessige eiendeler	3 292	3 180	2 413	2 350	2 901	3 614	4 759
Egenkapital:							
Share capital and premium	355	410	464	503	657	680	680
Other reserves	1 425	1 418	1 360	1 627	1 444	1 518	1 763
Retained earnings	1 594	1 409	1 251	1 254	1 406	1 531	1 770
Sum egenkapital	3 374	3 237	3 075	3 384	3 507	3 729	4 213
Finansiell gjeld:							
Interest-bearing long-term liabilities	120	557	472	475	475	0	588
Long-term sublease liabilities			102	83	53	36	0
Long-term leasing liabilities			768	1 039	986	1 018	1 149
Other long-term liabilities	13	8	8	7	190	116	148
Interest-bearing current liabilities	903	224	575	7	8	586	570
Current sublease liabilities			149	126	71	45	0
Current leasing liabilities			273	310	284	318	423
Other financial liabilities	8	10	8	28	12	26	0
Sum finansiell gjeld	1 044	799	2 355	2 075	2 079	2 145	2 878
Sysselsatt kapital	4 418	4 036	5 430	5 459	5 586	5 874	7 091
(-)Finansielle eiendeler:							
Right-of-use assets		92	996	1 288	1 200	1 253	1 313
Long-term subleasing receivables			102	83	53	36	0
Short-term subleasing receivables			149	126	71	45	0
Other financial assets	1	1	1	5	7	4	0
Cash and cash equivalents	1 125	764	1 769	1 605	1 353	922	1 019
Sum finansielle eiendeler	1 126	857	3 017	3 107	2 684	2 260	2 332
Netto finansiell gjeld	-82	-58	-662	-1 032	-605	-115	546
Netto driftskapital	3 292	3 179	2 413	2 352	2 902	3 614	4 759

Tabell 5.5: omgruppert balanse for Atea 2017-2023T

5.4.2 Omgruppering av resultatregnskapet

I omgrupperingen av resultatrapporten skal vi finne hvilke poster som kan knyttes til kjernevirksomheten som representerer den underliggende inntjeningen fra driften, dvs vi skiller ut unormale poster og poster som ikke er tilknyttet driften (Knivsflå, 2020, plansje 4). Vi skal også fordele skattekostnaden mellom de driftsmessige postene og finansposter slik at vi finner det driftsmessige resultatet fra kjerneaktivitetene etter skatt og skatteeffekten av finansielle poster (Hansen, 2020). Vi velger også å justere salgsinntekter for årene 2021-2023 for å bruke bruttosalgsinntektene slik at tallene er mer sammenlignbare med tidligere år.

NOK in million	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T
Revenue	32 438	34 709	36 655	39 503	41 136	46 664	51 496
Cost of sales	-25 221	-27 174	-28 897	-31 266	-32 690	-37 662	-41 432
Gross profit	7 217	7 535	7 758	8 237	8 446	9 002	10 064
Payroll and related costs	-5 068	-5 457	-5 657	-5 957	-6 130	-6 540	-7 231
Other operating costs	-975	-1 018	-766	-745	-688	-723	-892
EBITDA	1 174	1 060	1 335	1 535	1 628	1 739	1 941
Depreciation and amortisation	-376	-370	-589	-643	-614	-615	-684
Operating profit (EBIT)	798	690	746	892	1 014	1 124	1 257
Tax effect, operating profit	-198	-179	-147	-190	-198	-244	-280
Net operating profit after tax (NOPAT)	601	511	599	702	816	880	977
Financial income	6	10	17	12	14	8	20
Financial expense	-81	-66	-107	-117	-118	-121	-211
Tax shield, net financial items (22%)	17	12	20	23	23	25	42
Net financial items, after taxes	-59	-44	-70	-82	-81	-88	-149
Net profit, before special items	542	467	529	620	735	792	828
Sale of Atea mobile business	0	0	0	0	32	72	0
Restructuring costs	0	0	0	-37	0	0	0
Tax effect, special items (22%)	0	0	0	8,14	-7,04	-15,84	0
Profit for the period	542	467	529	591	760	848	828

Tabell 5.6: Omgruppert resultatrapport for Atea 2017-2023T

5.5 Analyse og justeringer av målefeil

I det tredje steget i regnskapsanalysen, skal vi utføre en analyse og justering for målefeil i regnskapet til Atea. Ifølge Knivsflå er målefeil i regnskapet avvik fra faktiske underliggende økonomiske inntjeninger og verdier. Ved å korrigere for målefeilene vil man redusere avvikene knyttet til feil i regnskapet. Det kan være flere kilder til målefeil og Knivsflå beskriver tre ulike former for målefeil (Knivsflå, 2020, plansje 7).

Målefeil av type 1 oppstår på grunn av den historiske kostmodellen i finansregnskapet som fører til en rentabilitet som overstiger avkastningskravet. Denne type form for målefeil er den strategiske fordelene som vi ønsker å studere og den gir oss god innsikt i den underliggende økonomiske lønnsomheten. Målefeil av type 2 oppstår som følge av at regnskapsstandardene krever innregning og måling som ikke nødvendigvis gjenspeiler de faktiske økonomiske investeringene. Denne formen for målefeil vil medføre at man overvurderer den strategiske fordelene. Årsakene til type 2-målefeil kan være manglende balanseføring, feil målemodell eller feil i skjønsmessige periodiseringer. Målefeil av type 3 oppstår som følge av

regnskapsmanipulasjon eller andre feil i utarbeidelsen av finansregnskapet som fører til at regnskapet ikke reflekterer de virkelige økonomiske realitetene i selskapet.

Vi kan ekskludere målefeil type 3, ettersom Atea er revisjonspliktig og deres regnskap blir grundig gjennomgått av statsautoriserte revisorer. Vi har sett på gjennomgangen av revisjonsberetningen for 2022, der oppdragsansvarlige for revisjon har kommet frem til at regnskapet for 2022 er i samsvar med IFRS-regnskapsstandardene og at årsrapporten gir et rettviseende bilde av Ateas økonomiske realiteter. Bruk av IFRS, innebærer at Atea har et betydelig innslag av historisk kost og virkelig verdi. Selskapet bruker historisk kost for både materielle og immaterielle eiendeler, og bruker virkelig verdi for finansielle eiendeler og gjeld. Dette gir opphav til målefeil 1, fordi som vi ser bruker Atea historisk kostmodellen.

Når det kommer til målefeil 2 er det noen poster som Atea ikke har balanseført. Selskapet skriver i sin årsrapporten at de ikke har noen aktiviteter knyttet til forskning og utvikling. Markedsføringskostnader blir kostnadsført løpende under andre driftskostnader i resultatregnskapet. Dette kan føre til målefeil 2, fordi man undervurderer den investerte kapitalen, og det gir høyere rentabilitet. En annen årsak til målefeil 2, kan være innregning av operasjonelle leasingavtaler og leasingforpliktelser. I 2017 og 2018 hadde Atea ikke balanseført disse avtalen, men dette var før IFRS 16. Dette gjør at regnskapstallene fra disse årene blir mindre sammenlignbare med nyere tall fra 2019-2023.

For å oppnå pålitelig rentabilitetsmålinger og verdivurderinger, vil det være ideelt å korrigere for eventuelle målefeil. Likevel har vi som regnskapsbrukere svært begrenset tilgang til informasjon som gjør det vanskelig for oss å foreta korrigeringer for målefeil. Det kan føre til at vi foretar feil ved å korrigere for målefeil, der det kan gå utover nytten og vi risikerer kanskje å tilføre mer støy til regnskapet til Atea. Derfor skal vi bruke de regnskapspostene slik de er fremstilt i årsregnskapet uten å gjennomføre noen korrigeringer for målefeil. Vi er likevel bevisste på at Ateas regnskap inneholder målefeil type 1 og 2.

Kapittel 6: Analyse av risiko

6.1 Rammeverk for forholdstallsanalysen

Basert på den omgrupperte balansen og resultatregnskapet er neste steg i regnskapsanalysen å gjennomføre en forholdstallsanalyse for å vurdere Ateas risiko og rentabilitet. Formålet med dette kapittelet vil være å se på relevante forholdstall for å måle selskapets finansielle risiko gjennom likviditetsanalyse og soliditetsanalyse. I likviditetsanalysen måles den kortsiktige kredittrisikoen og i soliditetsanalysen måles den langsiktige kredittrisikoen. Resultatene fra risikoanalysen vil danne grunnlaget for å gjøre en syntetisk kredittrating av Atea, basert på våre beregninger og vurdering av selskapets kredittrisiko. Den syntetiske ratingen vil være avgjørende for å evaluere selskapets gjeldskostnad som utgjør en del av avkastningskravet WACC i kapittel 7 (Knivsflå, 2020, plansje 9)

6.2 Analyse av kredittrisiko på kort sikt – Likviditetsanalyse

Analyse av kortsiktig risiko består av å analysere selskapets likviditetssituasjon på kort sikt. Hensikten vil være å finne ut om Atea klarer å dekke sine løpende betalingsforpliktelser gjennom sine likvide midler og inntjening, og om det foreligger en risiko for at Atea kan oppleve likviditetsutfordringer på kort sikt. Relevante forholdstall er likviditetsgrad 1 og rentedekningsgraden for å vurdere Ateas kortsiktige kredittrisiko. (Knivsflå, 2020, plansje 9)

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beregnes ved å dele omløpsmidler på kortsiktig gjeld. Dette forholdstallet måler i hvilken grad Atea er i stand til å dekke sine kortsiktige forpliktelser med de likvide midlene selskapet har til rådighet. En tommelfingerregel er at dette forholdstallet bør være minst eller høyere enn 2, noe som vil si at Ateas omløpsmidlene vil være minst dobbelt så store som den kortsiktige gjelden til selskapet. Som det fremgår av tabell 6.1, ser vi at Atea har hatt en ganske stabil likviditetsgrad gjennom vår analyseperiode. Den har ligget mellom intervallet 0,855-0,911, dette er veldig svakt i forhold til tommelfingerregelen. Den ligger også under bransjegjennomsnittet. Likevel skriver Atea i sin årsrapport at selskapet har betydelig likviditetsreserve gjennom sine låneavtaler. I utgangen av 2022 hadde selskapet en likviditetsreserve på 4,835 millioner NOK, noe som indikerer at Atea ikke har betalingsproblemer når det kommer til de kortsiktige gjeldsforpliktelsene. (Atea, 2023a).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	Gjennomsnitt
Atea Likviditetsgrad 1 (OM/KG)	0.868	0.892	0.855	0.871	0.911	0.869	0.911	0.883
Bransjegjennomsnitt	0.921	0.991	0.812	0.971	1.024	0.980		0.950

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden måler forholdet mellom nettoresultatet til sysselsatt kapital (driftsresultat etter skatt + finansinntekter etter skatt) delt på finanskostnader etter skatt. Dette forholdstallet vil fortelle oss hvorvidt Atea klarer å dekke sine løpende finansielle kostnader gjennom sin drift. For Atea ser vi at selskapet har en solid rentedekningsgrad mellom intervallet 7,34 og 10. I 2023 økte rentekostnadene betydelig, noe som reduserte rentedekningsgraden til 6. Dette indikerer at Atea har stor evne til å betjene sine rentekostnader. Sett i forhold til bransjegjennomsnittet kan vi se at Atea har ligget rundt bransjegjennomsnitt de siste 4 årene fra 2019 til 2022. Bransjegjennomsnittet ser vi at det svinger veldig mye fra år til år, der i 2022 var det en betydelig økning i finanskostnader, som sannsynligvis skyldes økte lånekostnader til bedriftene som følge av renteøkninger fra sentralbankene. Likevel har rentedekningsgraden vært solid i sin helhet gjennom analyseperioden. Vi merker oss at selv om selskapet har en svak likviditetsgrad, klarer Atea likevel å skape gode nok inntjeninger for å dekke sine kortsiktige forpliktelser og rentekostnader.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	Gjennomsnitt
Atea Rentedekningsgrad, etter skatt	9,579	10,071	7,338	7,881	8,910	9,222	6,032	8,433
Bransjegjennomsnitt	14,570	19,417	6,106	6,530	11,180	7,234		10,839

Tabell 6.2: Rentedekningsgraden

6.3 Analyse av kredittrisiko på lang sikt - Soliditetsanalyse

Analyse av soliditet tar sikte på å analysere om Atea kan betjene sine langsiktige forpliktelser og i hvilken grad selskapet har økonomiske ressurser for å tåle fremtidige tap. Sentrale forholdstall i en soliditetsanalyse er egenkapitalprosenten og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2020, plansje 9).

Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er det viktigste forholdstallet for å si noe om et selskaps evne til å tåle tap ved dårlige økonomiske tider, ettersom egenkapitalen er det viktigste virkemiddelet mot fremtidig tap. Egenkapitalprosenten er definert som selskapets egenkapital i prosent av totalkapitalen og forklarer hvor mye av totalkapitalen som er finansiert med egenkapitalen og gjeld. Som vi ser av tabellen under, har Atea opprettholdt en stabil egenkapitalprosent på mellom 20,4-22,6% noe som er forholdsvis lavere enn bransjegjennomsnittet. Dette indikerer at våre komparative selskaper har finansiert mer av sin drift gjennom egenkapitalen enn Atea. I 2022 kan vi se at egenkapitalandelen i bransjen er nesten det dobbelte av Ateas egenkapitalandel. Likevel har Ateas egenkapitalprosenten økt betydelig til 27,3% i trailing

året, noe som indikerer at selskapet har hatt en positiv utvikling og at selskapet er bedre rustet til dårlige økonomiske tider.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	Gjennomsnitt
Atea Egenkapitalprosent	22,6 %	21,9 %	20,6 %	20,4 %	21,9 %	20,9 %	27,3 %	22,2 %
Bransjegjennomsnitt	31,2 %	32,3 %	37,3 %	37,1 %	41,4 %	40,6 %		36,7 %

Tabell 6.3: Egenkapitalprosent

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten (ROIC) er definert som netto driftsresultatet etter skatt, delt på netto driftsmessige eiendeler/kapital. Dette forholdstallet representerer den avkastningen som selskapet oppnår på den investerte driftskapitalen og måler lønnsomheten selskapet skaper gjennom sin kjernevirksomhet. En god netto driftsrentabilitet er viktig for at et Atea skal betjene sine renter og avdrag på låneforpliktelser uten at det går utover egenkapitalen på lang sikt. Som vi ser av tabell 6.4, har Atea hatt en betydelig høyere rentabilitet avkastning enn sine konkurrenter i bransjen. Dette indikerer at Atea har god soliditet likevel, selv om selskapet har en svak egenkapitalandel. Den sterke lønnsomheten til Atea gjennom sin drift, gjør at selskapet kan finansiere mer med gjeld enn resten av bransjen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	Gjennomsnitt
Atea Netto driftsrentabilitet	-/-	15,8 %	21,4 %	29,5 %	31,1 %	27,0 %	23,3 %	24,7 %
Bransjegjennomsnitt	-/-	16,4 %	8,9 %	7,4 %	12,8 %	9,5 %		11,0 %

Tabell 6.4: Netto driftsrentabilitet

6.4 Oppsummering - Syntetisk rating

Nå som den kortsiktige likviditetsrisiko- og langsiktige soliditets risikoanalysen er gjennomført, er neste steg å oppsummere funnene gjennom en syntetisk rating. En syntetisk rating er en samlet kredittvurdering på selskapets totale kredittisiko, det vil si selskapets evne til å betjene sine kortsiktige og langsiktige låneavtaler. Ifølge Knivsflå foregår rangeringen av kredittisiko basert på ulike ratingklasser hvor AAA er den høyeste rating klassen og BBB er mer enn tilfredsstillende, mens rating D gir den svakeste kredittscoren (Knivsflå, 2020, plansje 9). Vi skal basere vår syntetiske rating på Knivsflå sin tabell for ratingene man kan gi de fire forskjellige forholdstallene.

Som det fremgår av tabellen 6.5, har Atea fått en samlet vurdering på A-/BBB+, såkalt “investment grade”, noe som innebærer lav sannsynlighet for mislighold. Dette betyr at Atea har en god kredittvurdering. Videre kan vi se fra tabellen at Atea har relativt svake balansetall målt som likviditetsgrad 1 og egenkapitalprosent, men høye inntjeninger som følge av en høy rentedeckningsgrad og netto driftsrentabilitet som bidrar til å trekke kredittvurderingen opp.

Atea Syntetisk Rating	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023T	Rating
Likviditetsgrad 1	0,868	0,892	0,855	0,871	0,911	0,869	0,911	
Rating	B	B	B	B	B+	B	B+	B+
Rentedekningsgrad	9,579	10,071	7,338	7,881	8,910	9,222	6,032	
Rating	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA	AA+
Egenkapitalprosent	22,6 %	21,9 %	20,6 %	20,4 %	21,9 %	20,9 %	27,3 %	
Rating	B	B	B	B	B	B	B+	B
Netto driftsrentabilitet	-/-	15,78 %	21,43 %	29,47 %	31,09 %	27,01 %	23,34 %	
Rating	-/-	A-	A+	AA+	AAA-	AA+	A+	AA
Syntetisk rating								A-/BBB+

Tabell 6.5: Syntetisk rating av Atea

For å sammenligne vår syntetiske rating av Atea i forhold til en ekstern aktør, har selskapet Nordic Credit Rating vurdert Atea til en BBB+ rating, som er veldig nære vår egen vurdering. Denne kredittvurderingen begrunnes med at den er stabil på lang sikt som følge av sterke inntjeninger, moderate investeringsbehov og Ateas markedsposisjon (Nordic credit rating, 2023).

Kapittel 7: Avkastningskrav

7.1 Teori for avkastningskrav

I dette delkapitlet skal vi forsøke å estimere avkastningskravet til Atea. Avkastningskravet vi kommer frem til i dette kapittel skal brukes i de inntjeningsbaserte modellene i den fundamentale verdivurderingen. Avkastningskravet vil også være en nyttig benchmark og danne grunnlaget for å utføre lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Vi skal allerede her påpeke at det er vanskelig å estimere selskapets avkastningskrav og det vil dermed være usikkerhet rundt avkastningskravet vi kommer frem til.

Et avkastningskrav er viktig for enhver investering fordi investorene vil kreve avkastning på deres kapital, derfor må selskapet gi en tilstrekkelig avkastning på den investerte kapitalen. For å kunne gi en tilstrekkelig avkastning må derfor avkastningskravet ta hensyn til inflasjon, pengenes tidsverdi og risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s.152-153). I dette kapitlet skal vi estimere den totale kapitalkostnaden WACC til Atea som er det vektete gjennomsnittet av avkastningskravet til egenkapitalen og gjeldskostnaden.

Formelen for WACC:

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + D} + R_d * \frac{D}{E + D} * (1 - s)$$

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

s = nominell selskapsskatt

7.2 Egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden er det avkastningskravet aksjonærene forventer å få på sin investerte egenkapital i selskapet. Dette avkastningskravet skal kompensere aksjonærene ved å ta hensyn til risiko. Det er to former for risiko: den usystematiske risikoen som berører det enkelte selskap og den systematiske risikoen som er generelle markedsforhold som påvirker alle selskapene. Den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort ved å investere i flere selskaper og en diversifisert investor vil dermed sitte igjen med bare den systematiske risikoen.

Den vanligste metoden for å estimere egenkapitalkostnaden er ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM), men det finnes også andre metoder slik som Arbitrage Pricing modellen og Fama & Frenchs trefaktormodell. Vi skal imidlertid benytte oss av kapitalverdimodellen fordi det er den mest brukte i praksis og den er enklere å anvende enn de andre modellene. Ifølge kapitalverdimodellen er egenkapitalkostnaden en funksjon av den risikofrie renten og en risikopremie knyttet til selskapets systematiske risiko (Kaldestad & Møller, 2016, s.155-156).

Formelen for egenkapitalkostnaden:

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

R_f = risikofri rente

R_m = avkastning på markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = Markedets risikopremie

β = selskapets egenkapitalbeta

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastningen en investor kan forvente å oppnå på en risikofri plassering, som er en investering som er uten fare for konkurs eller mislighold. Det betyr at den risikofrie renten er det avkastningskravet en investor bør kreve som et minimum for alle andre investeringer. I praksis er det flere metoder som kan benyttes for å fastslå den risikofrie renten. Den vanligste metoden for å finne estimatet på risikofrie renten er avkastningen på en 10-årig statsobligasjon (PwC, 2023), men det er også mulig å velge en kortsiktig pengemarkedsrente eller å benytte forskjellig risikofrie renter for hvert år i en analyseperioden (Kaldestad & Møller, 2016, s.156).

7.2.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen er et mål på aksjens systematiske risiko, som er risikoen for hvor mye aksjen svinger i forhold til en markedsportefølje målt som kovarians. Betaen på en markedsportefølje er alltid lik 1 som er den gjennomsnittlige betaen av selskapene som er med i markedsporteføljen. (Kaldestad & Møller, 2016, s.159-160). Ved en egenkapitalbeta på 1.2, vil altså aksjen svinge 20% mer enn markedet. Egenkapitalbetaen for et selskap kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians mellom aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

7.2.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen en investor kan forvente å oppnå i tillegg til den risikofrie renten på sine investeringer. Risikopremien er ikke konstant og den kan estimeres på forskjellige metoder, men disse metodene har sine fordeler og ulemper: historisk premie basert på historiske data, implisitt premie basert på markedets fremtidige forventninger eller spørreundersøkelse blant investorer. (Kaldestad & Møller, 2016, s.166-169). Et eksempel på en slik spørreundersøkelse er en spørreundersøkelse som gjennomføres av PwC blant norske institusjonelle investorer. Resultatene fra denne undersøkelsen viser at størrelsen på markedsrisikopremien som benyttes av investorer i det norske markedet ligger på rundt 5% og den har vært mer eller mindre konstant i perioden 2015-2023 (PwC, 2023).

7.2.4 Fastsettelse av egenkapitalkostnaden

For risikofri rente skal vi ta utgangspunkt i en 3-måneders pengemarkedsrente for Atea. Grunnen til at vi velger en kortsiktig rente fremfor en langsiktig rente er fordi den kortsiktige renten er høyere enn den langsiktige renten på en 10-årig statsobligasjon. Hvis vi hadde benyttet en langsiktig rente kan vi risikere å undervurdere avkastningskravet. Ifølge Norges-bank var avkastningen på en norsk 3-måneders statsobligasjon på 4,513% den 29. Desember 2023 (Norges-bank, 2024). Videre med hjelp av månedlige aksjekurser for Atea og S&P 500-indeksen i perioden fra januar 2019 til 31. desember 2023, har vi regnet ut egenkapitalbetaen for Atea til å være 0,904. Dette er noe høyere fra estimatet til Yahoo Finance, som har estimert egenkapitalbetaen til selskapet til 0,81 (Yahoo Finance, 2024). Når det gjelder markedsrisikopremien for 2023 ligger den som sagt på 5% ifølge spørreundersøkelsen til PwC (PwC, 2023). Denne risikopremien, sammen med de andre tallene som er nevnt i dette avsnittet, gir grunnlaget for å estimere egenkapitalkostnaden for Atea ved å benytte kapitalverdimodellen. Som det fremgår av tabellen 7.1 har vi kommet frem til et egenkapitalkostnad på 8,04% for Atea.

Egenkapitalkostnad:	
Risikofri rente	4,51 %
Skattesats	22,0 %
Markedets risikopremie	5,0 %
Beta	0,904
Atea risikopremie	4,52 %
Risikofri rente (etter skatt)	3,52 %
Atea egenkapitalkostnad	8,04 %

Tabell 7.1: Ateas egenkapitalkostnad

7.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er den avkastningen kreditorer vil kreve for å gi et lån til et selskap.

Gjeldskostnaden består av to variabler, den risikofrie renten og en kredittrisikopremie. Ifølge Kaldestad & Møller (2016, s.173), vil kredittrisikopremien være avhengig av sannsynligheten for at selskapet vil misligholde lånet og hvor mye kreditorene kan forvente å få tilbake ved konkurs. For å finne sannsynligheten for at et selskap vil misligholde sine forpliktelser kan vi se på selskapets kredittvurdering, hvor selskap med lavere kredittvurdering vil ha høyere kredittrisikopremier. Det finnes tre metoder for å estimere selskapets gjeldskostnad: bruke lånerenten selskapet betaler på sine lån i dag, beregne avkastningen på selskapets børsnoterte obligasjoner eller å basere seg på en syntetisk kredittvurdering. (Kaldestad & Møller, 2016, s.172-176).

Ved bruk av den første metoden for å estimere gjeldskostnaden er det ikke sikkert at renten selskapet betaler i dag vil være representativt for nye lån, derfor tar vi ikke utgangspunkt i denne. Metode 2 ekskluderer vi også ettersom Atea ikke har noen obligasjoner som er notert på Oslo Børs. Den siste metoden er egnet for vårt formål, da den er basert på den syntetiske ratingen i kapittel 6. Ettersom vi kom frem til nesten den samme kredittvurdering for Atea som Nordic Credit Rating gjorde, gjør den seg ekstra egnet i vårt tilfelle. Ved bruk av denne metoden trenger vi å benytte en kredittspredningstabell for å finne kredittrisikopremien for selskapets rating. Vi skal basere vår vurdering av kredittrisikopremien på Knivsflå sin kredittspredningstabell (Knivsflå, 2020, plansje 10).

7.3.1 Fastsettelse av gjeldskostnad

I kapittel 6 kom vi frem til at Atea har en kredittrating på BBB+ basert på både vår egen analyse og kredittvurderingsrapporten til Nordic Credit Rating. Ifølge Knivsflå skal et selskap med en A-rating ha en kredittrisikopremie på 1%, mens et selskap med en BBB-rating har en premie på 1,4% etter skatt. (Knivsflå, 2020, plansje 10) Vi anslår dermed at Atea skal ha en kredittrisikopremie på rundt 1,2% etter skatt. Gjeldskostnaden etter skatt blir dermed 4,72%, som tabellen under viser.

Gjeldskostnad:	
Risikofri rente (før skatt)	4,51 %
Kredittrisikopremie (etter skatt)	1,20 %
Skattesats	22,00 %
Gjeldskostnad (etter skatt)	4,72 %

Tabell 7.2: Ateas gjeldskostnad

7.4 Fastsettelse av avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Før vi kan fastsette avkastningskravet til totalkapitalen må vi først finne Atea sin selskapsverdi (EV). Dette gjør vi ved å finne selskapets markedsverdi pluss netto rentebærende gjeld. I kapittel 2, kom vi frem til at markedsverdien på Atea sin egenkapital er 14 520 MNOK i utgangen av 2023. På samme tidspunkt hadde selskapet en netto rentebærende gjeld på 546 MNOK som gir oss en selskapsverdi på 15 066 MNOK. Ettersom vi har også estimert Atea sin egenkapitalkostnad og gjeldskostnad, gir dette nå grunnlaget for å fastsette Atea sin totalkapital avkastningskravet (WACC) ved å bruke WACC formelen beskrevet i innledningen til kapitlet.

Totalkapitalkostnad	
Egenkapitalkostnad	8,04 %
Gjeldskostnad (etter skatt)	4,72 %
Egenkapitalandel (E/EV)	96,38 %
Gjeldsandel (D/EV)	3,62 %
WACC	7,92 %

Tabell 7.3: Ateas totalkapitalkostnad (WACC)

Vi har her beregnet et totalavkastningskrav (WACC) til Atea på 7,92% som er den vektede kapitalkostnaden av netto rentebærende gjeld og markedsverdien av egenkapitalen. Vi kan se at det totale vektede avkastningskravet er lavere enn selskapets netto driftsrentabilitet som vi analyserte i kapittel 6, dette tyder på at Atea sitter med en betydelig strategisk fordel. Vi skal se nærmere på dette i neste kapittel.

7.5 Ateas historiske avkastningskrav

Nå som vi har regnet ut Ateas vektede kapitalkostnad (WACC), kan vi nå regne ut hva selskapets historiske avkastningskrav har vært i analyseperioden. Det historiske avkastningskravet skal vi bruke i neste kapittel for å beregne strategisk fordel. For å regne ut det historiske avkastningskravet må vi først regne ut selskapets “unlevered” beta. Unlevered beta, også kjent som forretningsbeta, er betaverdien til et selskap hvis det var 100% egenkapitalfinansiert og den er dermed et mål på selskapets operasjonelle risiko. Vi finner denne betaen ved å justere egenkapitalbetaen for selskapets kapitalstruktur, ved å trekke ut gjelden.

Ifølge (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 310) kan selskapets unlevered beta beregnes ved bruk av følgende formel:

$$\beta_a = \frac{\beta_e}{1 + \frac{NIBL}{MVE}}$$

β_a er unlevered beta

β_e er egenkapitalbetaen

NIBL er selskapets netto rentebærende gjeld

MVE er selskapets markedsverdi av egenkapitalen

Etter at vi har regnet ut selskapets unlevered beta kan vi finne egenkapitalbetaen ved å bruke følgende formel:

$$\beta_e = \beta_a * (1 + \frac{NIBL}{MVE})$$

Atea unlevered beta	
Egenkapitalbeta (β_e)	0,904
Netto finansiell gjeld (NIBL)	546
Markedsverdi av EK (MVE)	14 520
Unlevered beta (β_a)	0,871

Tabell 7.4: Ateas unlevered beta

Ved hjelp av Ateas unlevered beta som vi har beregnet i tabell 7.4 har vi regnet ut Ateas historiske egenkapitalkostnad og WACC. For enkelhetens skyld antar vi at den risikofrie renten, markedets risikopremie og gjeldskostnaden er konstant i analyseperioden og vi justerer avkastningskravet til egenkapitalen for selskapets kapitalstruktur. Som vi ser har den vektete kapitalkostnaden WACC holdt seg veldig stabil over analyseperioden, dette gir mening siden verdien av selskapet ikke påvirkes av selskapets finansieringsstruktur. (Knivsflå, plansje 10, 2020).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Risikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Egenkapitalbeta	0,865	0,867	0,831	0,804	0,843	0,863	0,904
Ateas risikopremie	4,33 %	4,34 %	4,15 %	4,02 %	4,21 %	4,32 %	4,52 %
Risikofri rente	3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %	3,52 %
Egenkapitalkostnad	7,85 %	7,86 %	7,67 %	7,54 %	7,73 %	7,84 %	8,04 %
Gjeldskostnad	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %
Egenkapitalandel	100,66 %	100,48 %	104,88 %	108,38 %	103,40 %	100,91 %	96,38 %
Gjeldsandel	-0,66 %	-0,48 %	-4,88 %	-8,38 %	-3,40 %	-0,91 %	3,62 %
WACC	7,87 %	7,87 %	7,82 %	7,78 %	7,84 %	7,87 %	7,92 %

Tabell 7.5: Ateas historiske avkastningskrav

Kapittel 8: Lønnsomhetsanalyse

8.1 Rammeverk for lønnsomhetsanalysen

Nå som vi har gjennomført en risikoanalyse og fastsatt et avkastningskrav, er siste steget i regnskapsanalysen å gjøre en analyse av lønnsomheten av selskapet. For å analysere lønnsomheten vil vi utføre en rentabilitetsanalyse for å fastslå den strategiske fordel til Atea, også kalt superrentabilitet. Som tidligere nevnt i kapittel 4, har et selskap en strategisk fordel, hvis egenkapitalrentabiliteten overstiger avkastningskravet til egenkapitalen. Etter at vi har beregnet den strategiske fordel skal vi i dette kapittelet bryte ned den strategiske fordel i forskjellige komponenter gjennom dekomponering for å finne Atea sin bransjefordel og ressursfordel. (Knivsflå, 2020, plansje 11).

Ateas strategiske fordel:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalrentabilitet (ROE)	14,13 %	16,76 %	19,19 %	21,33 %	21,89 %	20,86 %
-Avkastningskrav til egenkapitalen	7,86 %	7,67 %	7,54 %	7,73 %	7,84 %	8,04 %
Strategisk fordel	6,27 %	9,09 %	11,65 %	13,60 %	14,05 %	12,82 %

Tabell 8.1: Ateas strategiske fordel

Fra tabellen kan vi se at Atea har hatt en betydelig strategisk fordel i alle årene i analyseperioden. Vi ser også at den strategiske fordel har økt betydelig over tid, der i de siste 3 årene har den strategiske fordel ligget på rundt 13-14%. Egenkapitalrentabiliteten har også vært positiv i hele analyseperioden og vi ser en markant økning på den rentabiliteten over tid i perioden 2018-2022.

Ifølge Knivsflå kan egenkapitalrentabiliteten og dermed den strategiske fordel dekomponeres ved følgende formel:

$$EKR = NDR + (NDR - NFGR) * NFGG$$

EKR = Egenkapitalrentabiliteten

NDR = Netto driftsrentabilitet

NFGR = Netto finansiell gjeldsrentabilitet

NFGG = Netto finansiell gjeldsgrad

I formelen ovenfor ser man at egenkapitalrentabiliteten består av netto driftsrentabilitet og en gearingsfordel knyttet til selskapets netto finansielle gjeldsgrad. Dersom netto driftsrentabilitet er større enn netto finansiell gjeldsrentabilitet vil økt gjeld ha en positiv påvirkning på selskapets egenkapitalrentabilitet. Videre kan denne formelen sammen med

bransjegjennomsnittet og avkastningskravet brukes for å dekomponere selskapets strategiske fordel i fire komponenter: en ressursfordel, en bransjefordel, en gearingsfordel og en finansieringsfordel. (Knivsflå, 2020, plansje 11) Hvor ressursfordelen, bransjefordelen og gearingsfordelen er knyttet til selskapets drift mens finansieringsfordelen er knyttet til selskapets finansielle aktiviteter.

8.2 Strategisk fordel - Drift

8.2.1 Bransjefordel

Bransjefordel - Drift	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet, bransje	16,35 %	8,92 %	7,43 %	12,77 %	9,53 %	10,51 %
-WACC	7,87 %	7,82 %	7,78 %	7,84 %	7,87 %	7,83 %
=Bransjefordel	8,48 %	1,11 %	-0,35 %	4,94 %	1,66 %	2,68 %

Tabell 8.2: Ateas bransjefordel

Bransjefordelen er den strategiske fordelen som alle bedriftene har til felles og kan måles som differansen mellom bransjens netto driftsrentabilitet og avkastningskravet WACC, som det fremgår av tabellen 8.2. Bransjefordelen, som er den strategiske fordelen, gjør det mulig for aktørene i IT-bransjen i Norden å oppnå en driftsrentabilitet som overstiger avkastningskravet. Denne bransjefordelen oppstår som følge av de eksterne mulighetene og truslene bransjen står overfor i sine omgivelser. Bransjefordelen kan dermed knyttes til den eksterne bransjeorienterte strategiske analysen. Vi bruker Atea sin WACC som en tilnærming til bransjens totale avkastningskrav, dette er en rimelig forutsetning siden de ulike bedriftene bør ha omtrent det samme totale avkastningskravet ettersom de har tilnærmet lik virksomhet. (Knivsflå, 2020, Plansje 12).

Som det fremgår av tabellen har vi kommet til en bransjefordel på 2,68% basert på et tidsvektet gjennomsnitt, noe som betyr at IT-konsulentbransjen i Norden er en lønnsom bransje og dette stemmer godt overens med den eksterne analysen vi gjennomførte i kapittel 4 der vi kom frem til at IT-konsulentbransjen burde ha en bransjefordel som er moderat/høy. Dette er på grunn av IT-konsulentbransjens gode vekstmuligheter som følge av nye teknologier og økende etterspørsel etter IT-kompetanse.

8.2.2 Ressursfordel

Ressursfordelen er den strategiske fordelen gjør at selskapet oppnår en høyere rentabilitet enn bransjen. Et selskap vil oppnå en ressursfordel kun dersom selskapet besitter unike ressurser som gir opphav til konkurransefortrinn. Vi måler ressursfordelen som differansen mellom Ateas og bransjens netto driftsrentabilitet. (Knivsflå, 2020 Plansje 12). I VRIO-analysen konkluderte vi med at Atea ikke har noen unike ressurser som kan gi selskapet varige

konkurransefortrinn sammenlignet med sine konkurrenter i det nordiske IT-konsulentbransjen. Med andre ord, forventet vi at ressursfordelen til Atea ville være lav og at selskapet forventes å ha samme driftsrentabilitet som bransjegjennomsnittet.

Ressursfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet, Atea	15,8 %	21,4 %	29,5 %	31,1 %	27,0 %	26,6 %
Netto driftsrentabilitet, bransje	16,4 %	8,9 %	7,4 %	12,8 %	9,5 %	10,5 %
Ressursfordel	-0,6 %	12,5 %	22,0 %	18,3 %	17,5 %	16,1 %

Tabell 8.3: Ressurs fordel

Fra tabell 8.3 ser vi at Atea har en ressursfordel på 16,1%, dette følger av at selskapet har hatt en veldig positiv driftsrentabilitet i hele vår analyseperiode og vi kan se at den har økt mye fra perioden 2018 til 2021. Samtidig ser vi at bransjen ikke har hatt en like god utvikling i lønnsomheten som Atea. Dette tyder på at Atea har unike ressurser som kan gi selskapet betydelige konkurransefortrinn. Selv om vi kom fram til at ingen av ressursene vi analyserte i vår VRIO-analyse kan gi Atea varige konkurransefortrinn, kan selskapet likevel ha andre ikke-observerbare strategiske ressurser slik som en sterk merkevare.

Ifølge Knivsflå kan ressursfordelen videre dekomponeres gjennom DuPont modellen i en marginfordel og en omløpsfordel slik at vi kan analysere opphavet til ressursfordelen. Marginfordelen måler om selskapet har kostnadsfordeler sammenlignet med bransjen. Omløpsfordelen derimot måler hvor effektivt selskapet klarer å utnytte sin driftskapital. (Knivsflå, Plansje 12, 2020)

Marginfordel:

Marginfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftsmargin, Atea	1,47 %	1,63 %	1,78 %	1,98 %	1,89 %	1,81 %
Netto driftsmargin, bransje	3,57 %	3,02 %	2,90 %	5,63 %	4,10 %	4,03 %
Marginfordel (ulempe)	-2,10 %	-1,39 %	-1,13 %	-3,64 %	-2,21 %	-2,22 %
Bruttofortjeneste						
Bruttofortjeneste, Atea	21,71 %	21,16 %	20,85 %	20,53 %	19,29 %	20,44 %
Bruttofortjeneste, bransje	39,04 %	38,42 %	40,27 %	46,58 %	46,16 %	43,21 %
Differanse	-17,33 %	-17,26 %	-19,41 %	-26,04 %	-26,86 %	-22,77 %
Lønnskostnader						
Lønnskostnader i % av DI, Atea	-15,72 %	-15,43 %	-15,08 %	-14,90 %	-14,02 %	-14,83 %
Lønnskostnader i % av DI, Bransje	-26,02 %	-26,25 %	-27,80 %	-29,83 %	-30,73 %	-28,78 %
Differanse	10,30 %	10,82 %	12,72 %	14,92 %	16,72 %	13,95 %
Andre driftskostnader inkl. skatt						
Driftskostnader i % av DI, Atea	-4,52 %	-4,10 %	-4,00 %	-3,65 %	-3,39 %	-3,79 %
Driftskostnader i % av DI, Bransje	-9,44 %	-9,14 %	-9,56 %	-11,12 %	-11,32 %	-10,40 %
Differanse	4,93 %	5,04 %	5,56 %	7,48 %	7,93 %	6,61 %

Tabell 8.4: Margin fordel

Som det fremgår av tabellen ovenfor har vi regnet ut Atea har en marginulempen på -2,2% på sitt driftsresultat i forhold til bransjen. Dette indikerer at bransjen i gjennomsnitt oppnår en 2,2% høyere driftsmargin enn Atea. Årsaken til denne ulempen i driftsmarginen er at Atea har langt lavere bruttomargin enn bransjgjennomsnittet. I gjennomsnitt oppnår Atea kun halvparten av bruttofortjenesten til bransjen. Atea har likevel betydelig lavere lønns- og driftskostnader, noe som bidrar til å kompensere for denne ulempen. Siden Atea har lavere bruttofortjeneste samtidig som selskapet har lavere lønnskostnader i prosent av salgsinntekter enn resten av bransjen tyder dette på at Atea har noe annet forretningsfokus enn de andre bedriftene i bransjen. Forklaringen på disse forskjellene kan være at Atea fokuserer mer på videresalg av maskinvare, mens konkurrentene fokuserer mer på rådgivningstjenester og programvaretjenester med høyere marginer.

Omløpsfordel:

Omløpsfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftskapital omløpshastighet, Atea	10,726	13,107	16,587	15,668	14,325	14,571
Netto driftskapital omløpshastighet, bransje	4,579	2,951	2,558	2,270	2,326	2,677
Differanse	6,147	10,157	14,030	13,398	11,999	11,893
NDK Omløpshastighet antall dager, Atea	34,0	27,8	22,0	23,3	25,5	25,4
NDK Omløpshastighet antall dager, bransje	79,7	123,7	142,7	160,8	156,9	142,3
Differanse	-45,7	-95,8	-120,7	-137,5	-131,4	-116,9

Tabell 8.5: Omløpsfordelen

Omløpshastigheten er driftskapitalen i prosent av selskapets salgsinntekter og er et sentralt mål på hvor effektivt selskapet klarer å utnytte sin netto driftskapital. Omløpshastigheten måler hvor mye driftsinntekter selskapet skaper for hver krone investert i driftskapitalen. Omløpshastigheten kan også uttrykkes i antall dager ved å dele 365 på omløpshastigheten og den uttrykker dermed hvor mange dager selskapet binder opp kapital. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 168).

I tabell 8.5 har vi målt Ateas omløpsfordel til å være 11,89 basert på netto driftskapitalens omløpshastighet for årene 2018-2022. Dette betyr at for hver krone Atea investerer i sin netto driftskapital vil de skape 11,89 kroner mer enn bransjen. Alternativt kan omløpshastigheten tolkes som at Atea binder kapital i 25,4 dager kontra bransjgjennomsnittet som binder opp kapital 142,3 dager. Dette avviket er svært høyt og kan skyldes at Atea har et annerledes forretningsfokus enn sine konkurrenter, ved at Atea har en høyere andel av salgsinntekter i videresalg av maskinvare som har høy omløpshastighet, men lav bruttofortjeneste. En annen forklaring på avviket er at bransjen har andre regnskapsprinsipper knyttet til balanseføring av

goodwill. Gjør noe som bidrar til å redusere omløpshastigheten og dermed rentabiliteten for bransjegjennomsnittet.

Ressursfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftskapital omløpshastighet, bransje	4,579	2,951	2,558	2,270	2,326	2,677
*Atea marginfordel	-2,1 %	-1,4 %	-1,1 %	-3,6 %	-2,2 %	-2,2 %
=Vektet marginfordel	-9,6 %	-4,1 %	-2,9 %	-8,3 %	-5,1 %	-5,8 %
Atea netto driftsmargin	1,5 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %
*Atea omløpsfordel	6,147	10,157	14,030	13,398	11,999	11,893
=Vektet omløpsfordel	9,0 %	16,6 %	24,9 %	26,6 %	22,6 %	21,8 %
=Ressursfordel (MF+OMF)	-0,6 %	12,5 %	22,0 %	18,3 %	17,5 %	16,1 %

Tabell 8.6: Dekomponering av ressursfordel

Tabell 8.6 viser den vektete fordelingen ressursfordelen bestående av margins- og omløpsfordelen. Den vektete marginfordelen er her regnet ut som Ateas marginfordel multiplisert med bransjens omløpshastighet. Mens den vektete omløpsfordelen er regnet ut som Ateas netto driftsmargin multiplisert med Ateas omløpsfordel. Disse tallene viser hvor mye av Ateas ressursfordel som skyldes marginfordelen og hvor mye som skyldes omløpsfordelen.

8.2.3 Gearingfordel

Gearningsfordelen er skalering av den strategiske fordelen fra drift. Hvis selskapet har en positiv strategisk fordel drift vil det slå positivt ut på den strategiske fordelen å finansiere med gjeld. Med andre ord, jo høyere netto finansiell gjeldsgrad selskapet har, jo større blir gearingfordelen. For modne selskaper som er lønnsomme vil det normalt være gunstig å ha høyere netto finansiell gjeldsgrad, men dette øker også samtidig risikoen for eierne.

Gearingfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet (NDR)	15,78 %	21,43 %	29,47 %	31,09 %	27,01 %	26,56 %
-Netto driftskrav (WACC)	7,87 %	7,82 %	7,78 %	7,84 %	7,87 %	7,83 %
=Strategisk fordel drift (NDR-WACC)	7,91 %	13,61 %	21,69 %	23,25 %	19,15 %	18,73 %
*Netto finansiell gjeldsgrad (NFG/EK)	-0,0212	-0,1141	-0,2623	-0,2376	-0,0995	-0,161
=Gearingfordel (SFD*NFGG)	-0,17 %	-1,55 %	-5,69 %	-5,52 %	-1,91 %	-3,34 %

Tabell 8.7: Gearingfordel

Som det fremgår av tabell 8.7 er den tidsvektede gjennomsnittlige gearingfordelen til Atea negativ på -3,34%. Det innebærer at Atea har en negativ gearingeffekt som påvirker egenkapitalrentabiliteten negativt. Årsaken til dette er at Atea har mer finansielle eiendeler enn det selskapet har i finansiell gjeld, dette er bedre forklart i tabellen 8.8. I dette tilfellet innebærer dette at Atea har bundet opp vesentlig kapital i sine finansielle eiendeler, som sannsynligvis gir lavere rentabilitet enn investeringer i driftskapitalen. Dette trekker dermed

ned egenkapitalrentabiliteten, ettersom den netto driftsmessige rentabiliteten er høyere enn rentabiliteten på egenkapitalen.

Gearingsfordel	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	
Netto driftsrentabilitet (NDR)	15,78 %	21,43 %	29,47 %	31,09 %	27,01 %	26,56 %
-Netto driftskrav (WACC)	7,87 %	7,82 %	7,78 %	7,84 %	7,87 %	7,83 %
Strategisk fordel drift (NDR-WACC)	7,91 %	13,61 %	21,69 %	23,25 %	19,15 %	18,73 %
Gearingsfordel finansiell gjeld						
*Finansiell gjeldsgrad (FG/EK)	0,279	0,500	0,686	0,603	0,584	0,566
=Gearingsfordel (FGG)	2,21 %	6,80 %	14,88 %	14,02 %	11,18 %	11,07 %
Gearingsfordel finansielle eiendeler						
*Finansiell eiendelsgrad (FE/EK)	-0,300	-0,614	-0,948	-0,840	-0,683	-0,727
=Gearingsfordel (FEG)	-2,37 %	-8,35 %	-20,57 %	-19,54 %	-13,08 %	-14,41 %
*=Gearingsfordel (SFD*NFGG)	-0,17 %	-1,55 %	-5,69 %	-5,52 %	-1,91 %	-3,34 %

Tabell 8.8: Dekomponering av gearingfordelen

Som det fremgår av tabell 8.8 dekomponeringen av gearingfordelen har vi to komponenter, den ene knyttet til finansiell gjeld og den andre gearingfordelen er knyttet til finansielle eiendeler. Det vi kan lese av tabellen og som ble forklart i forrige avsnitt er at Atea har en positiv gearingfordel knyttet til finansiell gjeld, men totalt sett blir gearingeffekten negativ på grunn av en større finansiell eiendelsgrad.

8.3 Finansieringsfordel

I dette delkapitlet skal vi dekomponere finansieringsfordelen til Atea, som utgjør den andre komponenten av den strategiske fordel. Finansieringsfordelen forklarer den effekten finansielle poster har på den strategiske fordel. Finansieringsfordel kan dekomponeres i en finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser og en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld. Siden Atea ikke har noen minoritetsinteresser ser vi bort fra effekter knyttet til finansiering med minoritetsinteresser. Videre kan finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld dekomponeres i en finansieringsfordel knyttet til selskapets finansielle eiendeler og finansiell gjeld som til sammen utgjør finansieringsfordelen fra netto finansielle poster.

Finansieringsfordelen fra netto finansielle poster oppstår som følge av at selskapet enten har en lavere rentekostnad enn gjeldskostnad eller selskapet har en høyere rentabilitet på sine finansielle eiendeler enn gjeldskostnaden. I tabell 8.9 kan vi se at Atea har en lavere rentabilitet på sine finansielle eiendeler enn gjeldskostnaden, noe som bidrar til å trekke egenkapitalrentabiliteten ned. Vi ser også en lignende effekt i tabell 8.10 der Atea betaler en høyere rentekostnad enn gjeldskostnaden. Atea har dermed en negativ finansieringsfordel på -3,05%, dette tyder på at selskapet ikke har en rimelig finansiering av gjelden sin.

Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Finansielt eiendelskrav	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %
Finansielt eiendelsrentabilitet	0,79 %	0,68 %	0,31 %	0,38 %	0,25 %	0,41 %
Finansielt eiendelsgrad	0,3000	0,6138	0,9481	0,8404	0,6833	72,68 %
Finansieringsfordelen	-1,18 %	-2,48 %	-4,19 %	-3,65 %	-3,05 %	-3,15 %

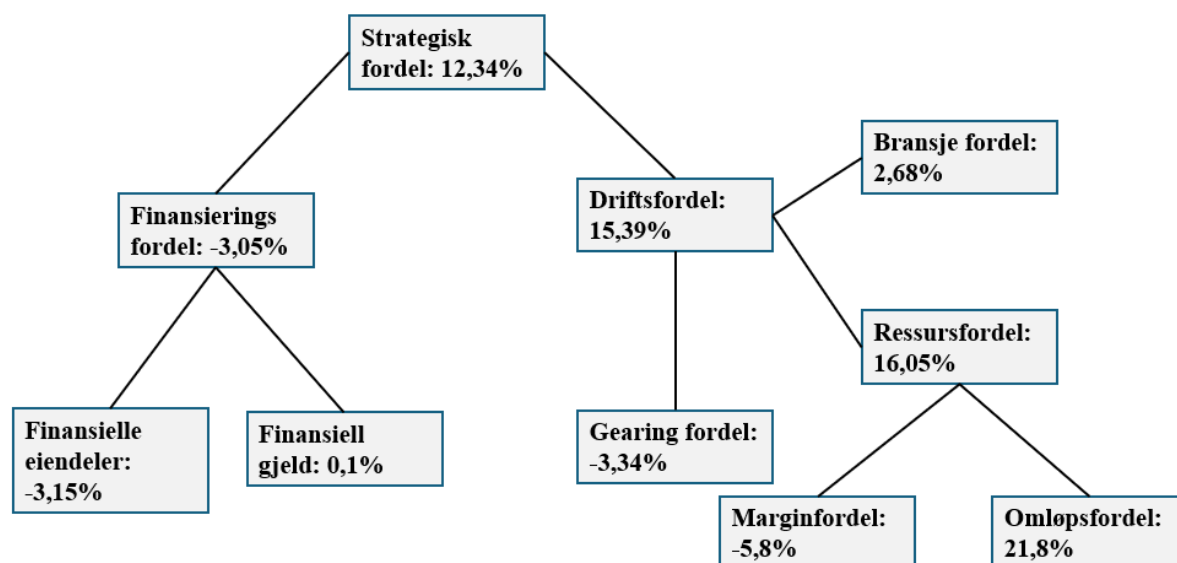
Tabell 8.9: Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel - Finansiell gjeld	2018	2019	2020	2021	2022	Tidsvektet
Vekter	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %	4,72 %
Finansielt gjeldsrentabilitet	5,6 %	5,3 %	4,1 %	4,4 %	4,5 %	4,62 %
Finansielt gjeldsgrad	0,2788	0,4997	0,6859	0,6028	0,5837	56,58 %
Finansieringsfordelen	-0,24 %	-0,29 %	0,41 %	0,17 %	0,15 %	0,10 %

Tabell 8.10: Finansieringsfordel finansiell gjeld

8.4 Oppsummering strategisk fordel

Basert på lønnsomhetsanalysen vi har gjennomført i kapittel 8.1-8.3 kan vi nå tallfeste Ateas strategiske fordel til å være 12,34%. Denne strategiske fordelen viser at Atea har hatt en god og lønnsom drift i perioden. Dette følger av at Atea har hatt en god utvikling i lønnsomheten i løpet av analyseperioden hvor den strategiske fordelen har vært positiv for alle årene. Den strategiske fordelen skyldes i hovedsak at Atea har hatt en svært betydelig ressursfordel som innebærer at Atea oppnår betydelig høyere lønnsomhet enn bransjegjennomsnittet. Dette indikerer at selskapet har en god ressursutnyttelse, som gjør at selskapet klarer å skape konkurransefortrinn i forhold til sine konkurrenter. Vi ser også at Atea har hatt en betydelig strategisk ulempe knyttet til sin finansiering som følge av at selskapet har mye kapital bundet opp i finansielle eiendeler som har dårlig avkastning.



Figur: 8.1: Dekomponering av Ateas strategiske fordel

Del 3: Verdivurdering

Kapittel 9: Fremtidsregnskap

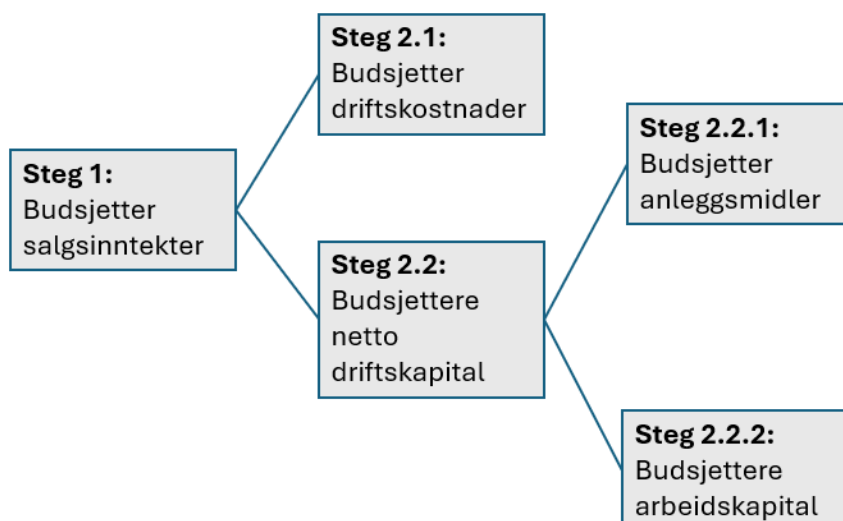
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

I dette kapitlet skal vi utarbeide et fremtidsregnskap for Atea som vi skal bruke i den fundamentale verdsettelsen. Et fremtidsregnskap er også kjent som fremtidsprognoser, er et budsjett på selskapets fremtidige inntjeninger og kontantstrømmer. I et fremtidsregnskap skiller vi mellom to prognoseperioder: den eksplisitte prognose perioden hvor vi spesifiserer selskapets budsjett drivere og budsjettperiodens slutt som fanger opp all verdiskapning som skjer etter den eksplisitte prognoseperioden. Ved budsjettperiodens slutt beregner vi en terminalverdi basert på siste års budsjetterte kontantstrøm ved å bruke Gordons vekstformel hvor vi baserer oss på selskapets langsiktige vekstrate. Siden ingen selskaper kan vokse mer enn den generelle økonomien på lang sikt er det vanlig å sette den langsiktige vekstraten på 2-4%. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s.197).

Kaldestad & Møller anbefaler en eksplisitt prognoseperiode på fem år, men vi kan også velge en kortere eller lengre periode avhengig av selskapets vekstpotensial. På bakgrunn av dette velger vi en prognoseperiode på 7 år fordi vi mener dette er tidspunktet hvor Atea vil være i en stabiliseringsfase. (Kaldestad & Møller, 2016, s.118)

I utarbeidelsen av Ateas fremtidsregnskap skal vi basere oss på prognosemalen til Plenborg & Kinserdal (2021, s.256). Vi ønsker å bruke dette rammeverket fordi dette lar oss sette opp et integrert budsjett av Ateas fremtidsregnskap, som vil bli presentert til slutten av kapitlet. Det integrerte budsjettet gjør at vi kan benytte oss av både residualinntekt-metoden (RIV) og fri kontantstrømmetoden i den fundamentale verdivurderingen i kapittel 10.

Vi har valgt å bruke 4 budsjett drivere; salgsinntektsvekst, driftsmargin, anleggsmidler og arbeidskapital i % av salgsinntekter. I fremtidsregnskapet er salgsinntektsveksten den viktigste budsjett driveren, ettersom alle andre poster tar utgangspunkt i nivået på salgsinntekter.

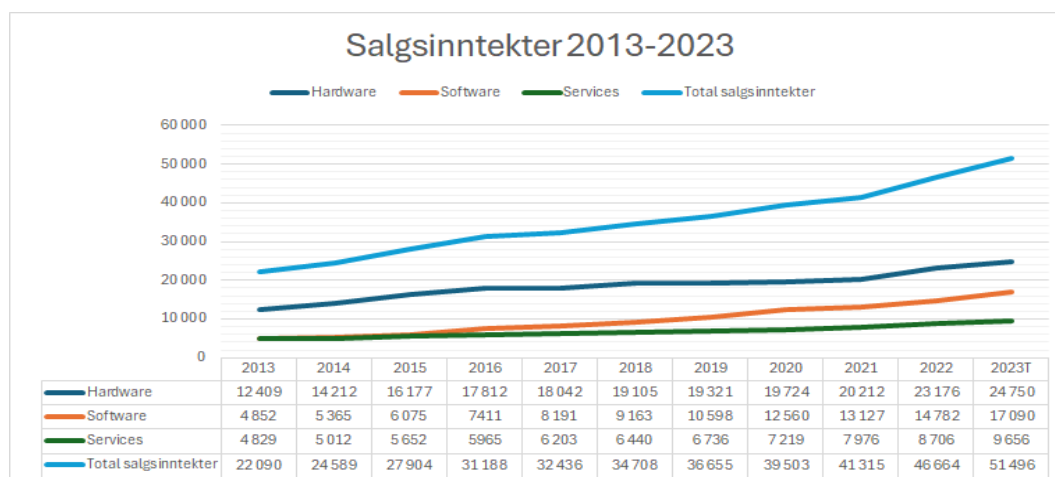


Figur 9.1: Fremtidsregnskap for våre budsjett drivere

9.2 Fremtidsregnskap

Budsjettering av fremtidige driftsinntekter

Ved budsjettering av fremtidige inntekter er det viktig å se på selskapets historiske salgsinntekter. Slik som illustrert på figuren nedenfor har Atea historisk sett hatt en sterk og stabil vekst i salgsinntekter. Selv om veksten har vært noe svakere i noen år har selskapet hatt en gjennomsnittlig vekst i salgsinntekter på 8,9% i perioden fra 2013-2023. Dette skyldes hovedsakelig at i denne perioden har selskapet opplevd vekst i alle sine forretningsområder.

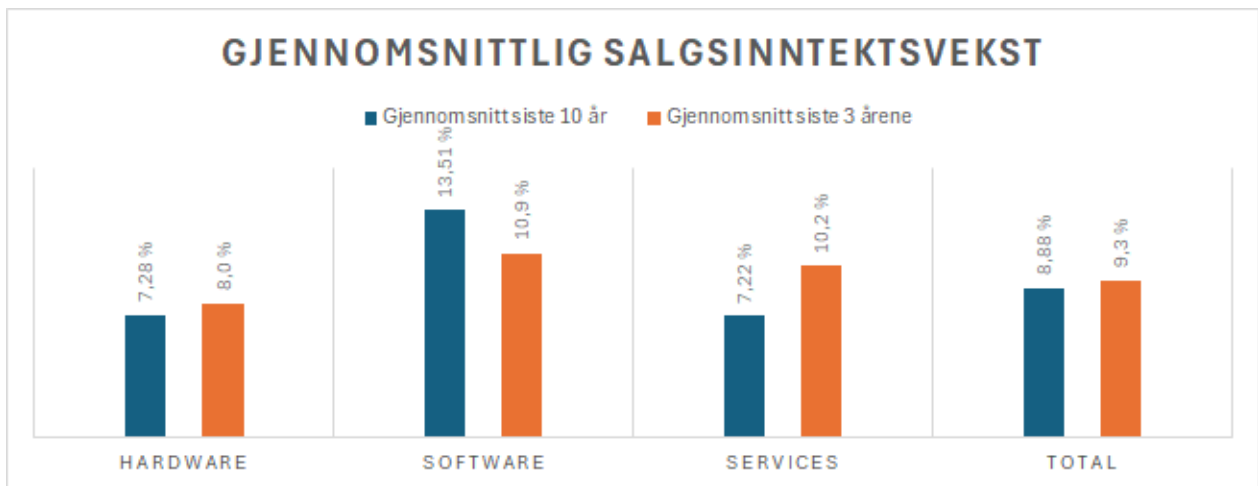


figur 9.2: Atea salgsinntekter de siste 10 årene

Forretningsområdet Hardware har hatt en gjennomsnittlig vekst på 7,3% i perioden 2013-2023. Hardware området har hatt en særlig stor vekst de siste 3 årene, men veksten var relativt flat i perioden 2018-2021. Den betydelig veksten i 2022 i hardware området skyldes hovedsakelig “post-pandemic”, perioden, der kunder så seg nødt til å oppgradere sine IT-infrastruktur etter hvert som de ansatte returnerte til arbeidsplassen. (Atea, 2023b)

Softwareområdet har også hatt en sterk vekst og har blitt et stadig viktigere forretningsområde for Atea. Med en gjennomsnittlig vekst på 13,5% er dette forretningsområdet som har vokst mest de siste 10 årene. Dette er som følge av at skybaserte løsninger blir en stadig viktigere del av bedriftenes IT-infrastruktur og Atea tilbyr et bredt spekter av skytjenester.

Servicesområdet har hatt en gjennomsnittlig vekst på 7,2% over de siste 10 årene. Dette området har hatt en særlig god vekst de siste 3 årene på 10,2%, noe som kan skyldes at IKT-kompetanse har blitt en forutsetning for at bedriftene kan lykkes med digitalisering.



figur 9.3: Atea gjennomsnittlig vekst i salgsinntekter

Hvis vi legger til grunn den historiske veksten til Atea og de vekstmulighetene som eksisterer i bransjen, forventer vi at Atea vil ha en vekst på 10% de tre første årene og 7% vekst de 4 siste årene i prognoseperioden. Denne veksten i salgsinntekter vil bli drevet frem av vekst i alle forretningsområdene til Atea, særlig innenfor skybaserte løsninger og konsulenttjenester. Vi forventer likevel at Atea vil ha en noe svakere vekst de siste 4 årene av prognoseperioden som følge av at markedet for disse tjenestene etter hvert vil bli mettet og det vil bli noe sterkere konkurranse mellom aktørene. Det kan også bli utfordrende for Atea å skaffe nok IT-kompetanse i fremtiden som følge av Norges mangel på IT-kompetanse. Etter den eksplisitte prognoseperioden legger vi til grunn en langsiktig vekstrate på 2% som er lik Norges-banks inflasjonsmål og i tillegg er dette en vanlig forutsetning i praksis. (PwC, 2023).

Budsjettering av fremtidige driftskostnader

For å kunne lage et fremtidsregnskap for Ateas driftskostnader baserer vi våre forventninger på selskapets historiske driftsmarginer. Dette gjør vi ved å lage en common-size analyse hvor alle driftskostnader er uttrykt i prosent av salgsinntekter.

I tabell 9.1 under ser vi Ateas historiske driftskostnader i % av salgsinntekter og driftsmargin. Som vi ser har driftsmarginen holdt seg veldig stabil på 2,41-2,46% de siste 3 årene. I fremtidsregnskapet finner vi det hensiktsmessig å budsjettere med driftsmarginen i den eksplisitte prognoseperioden som gjennomsnittet av 2021-2023 og holder seg på dette nivået gjennom hele prognoseperioden. Slik som så vi i kapittel 8 har Atea hatt en betydelig lavere driftsmargin enn bransjegjennomsnittet, men vi er forsiktige med å tolke dette som følge av at de komparative selskapene har noe ulikt forretningsfokus og dermed en annerledes kostnadsstruktur.

Common-size analyse	Historisk periode			Eksplisitt prognoseperiode						
	2021	2022	2023T	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Salgsinntekter	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Varekostnad	-79,47 %	-80,71 %	-80,46 %	-80,21 %	-80,21 %	-80,21 %	-80,21 %	-80,21 %	-80,21 %	-80,21 %
Bruttomargin	20,53 %	19,29 %	19,54 %	19,79 %	19,79 %	19,79 %	19,79 %	19,79 %	19,79 %	19,79 %
Lønnskostnader	-14,90 %	-14,02 %	-14,04 %	-14,32 %	-14,32 %	-14,32 %	-14,32 %	-14,32 %	-14,32 %	-14,32 %
Andre driftskostnader	-1,67 %	-1,55 %	-1,73 %	-1,65 %	-1,65 %	-1,65 %	-1,65 %	-1,65 %	-1,65 %	-1,65 %
EBITDA-margin	3,96 %	3,73 %	3,77 %	3,82 %	3,82 %	3,82 %	3,82 %	3,82 %	3,82 %	3,82 %
Avskrivninger og amortiseringer	-1,49 %	-1,32 %	-1,33 %	-1,38 %	-1,38 %	-1,38 %	-1,38 %	-1,38 %	-1,38 %	-1,38 %
Driftsmargin	2,46 %	2,41 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %	2,44 %

Tabell: 9.1 Ateas driftskostnader

Budsjettering av arbeidskapital

Arbeidskapitalen er definert som selskapets driftsrelaterte omløpsmidler fratrukket selskapets kortsiktige gjeld. Som vi kan se i tabellen nedenfor varierer Ateas arbeidskapital betydelig år for år, særlig på grunn av endringer i kundefordringer og leverandørgjeld. Vi ser også at Ateas arbeidskapital har vært negativ i alle årene. Siden selskapet har negativ netto arbeidskapital i % av salgsinntekter budsjetterer vi med at netto arbeidskapital i den eksplisitte prognoseperioden blir gjennomsnittet av årene 2021-2023, dette blir kanskje en noe høyere arbeidskapital enn hva som er vanlig for Atea, men fordelene er at vi unngår å bli for optimistiske i fremtidsregnskapet.

Common-size analyse	Historisk periode			Eksplisitt prognoseperiode						
	2021	2022	2023T	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Varelager	2,90 %	2,57 %	1,62 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %	2,36 %
Kundefordringer	12,61 %	14,36 %	7,76 %	11,58 %	11,58 %	11,58 %	11,58 %	11,58 %	11,58 %	11,58 %
Andre kortsiktige fordringer	4,66 %	4,86 %	4,90 %	4,81 %	4,81 %	4,81 %	4,81 %	4,81 %	4,81 %	4,81 %
Sum driftsrelatert omløpsmidler	20,17 %	21,79 %	14,28 %	18,74 %	18,74 %	18,74 %	18,74 %	18,74 %	18,74 %	18,74 %
Leverandørgjeld	15,98 %	17,36 %	9,72 %	14,35 %	14,35 %	14,35 %	14,35 %	14,35 %	14,35 %	14,35 %
Betalbar skatt	0,33 %	0,57 %	0,29 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %
Avsetninger	0,07 %	0,11 %	0,10 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %	0,09 %
Andre kortsiktige forpliktelser	8,66 %	7,34 %	5,80 %	7,27 %	7,27 %	7,27 %	7,27 %	7,27 %	7,27 %	7,27 %
Sum kortsiktig gjeld	25,04 %	25,37 %	15,91 %	22,11 %	22,11 %	22,11 %	22,11 %	22,11 %	22,11 %	22,11 %
Sum driftsrelatert arbeidskapital	-4,87 %	-3,58 %	-1,64 %	-3,36 %	-3,36 %	-3,36 %	-3,36 %	-3,36 %	-3,36 %	-3,36 %

Tabell: 9.2 Ateas driftsrelaterte arbeidskapital

Budsjettering av anleggsmidler

Anleggsmidler er også forutsatt å variere med nivået på salgsinntekter, for å øke salgsinntektene må selskapet investere mer i anleggsmidler slik som varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Slik som vi ser i tabell 9.3 har Ateas anleggsmidler i prosent av salgsinntekter holdt seg ganske stabilt de siste 3 årene på mellom 11-12% av selskapets salgsinntekter. Vi budsjetterer dermed med at anleggsmidler i % av salgsinntekter blir gjennomsnittet av 2021-2023.

Common-size analyse	Historisk periode			Eksplisitt prognoseperiode						
	2021	2022	2023T	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Varige driftsmidler	1,20 %	1,16 %	0,99 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %	1,12 %
Utsatt skattefordel	0,67 %	0,44 %	0,36 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %
Goodwill	9,58 %	8,85 %	8,36 %	8,93 %	8,93 %	8,93 %	8,93 %	8,93 %	8,93 %	8,93 %
Andre immatrielle eiendeler	0,80 %	0,97 %	1,05 %	0,94 %	0,94 %	0,94 %	0,94 %	0,94 %	0,94 %	0,94 %
Andre langsiktige fordringer	0,07 %	0,21 %	0,40 %	0,23 %	0,23 %	0,23 %	0,23 %	0,23 %	0,23 %	0,23 %
-Utsatt skatteforpliktelse	-0,40 %	-0,31 %	-0,29 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %	-0,33 %
Driftsrelaterte anleggsmidler	11,92 %	11,33 %	10,88 %	11,38 %	11,38 %	11,38 %	11,38 %	11,38 %	11,38 %	11,38 %

Tabell: 9.3 Ateas driftsrelaterte anleggsmidler

9.3 Presentasjon av fremtidsregnskap

I dette delkapittelet skal vi presentere Ateas fremtidsregnskap med utgangspunkt i de budsjettdriverne vi utarbeidet i forrige delkapittel. I beregning av skattekostnaden i fremtidsregnskapet har vi lagt til grunn en generell skattesats på 22%.

Resultatbudsjett

I resultatbudsjettet har vi forutsatt de fremtidige inntekter og driftskostnader til Atea. Som tidligere nevnt, antar vi at salgsinntekter vil øke med 10% de tre kommende årene, mens fra 2027P- 2030P, vil veksten avta til 7% vekst per år. Grunnen til at vi legger til disse forutsetningene er at vi tror at Atea har gode forutsetninger for å vokse på alle sine forretningsområder, spesielt skyløsninger og konsulenttjenester. Videre forventer vi at Atea vil opprettholde det samme lønnsomhetsnivået som i dag.

Balansebudsjett

Under har vi budsjettert balansen til Atea, der vi har lagt til grunn at anleggsmidler og netto arbeidskapital følger nivået på salgsinntektene. Vi mener dette er en realistisk forutsetning, hvis Atea skal få den veksten som vi har prognosert. Dette innebærer blant annet at selskapet må foreta flere investeringer, slik som for eksempel investere i flere eiendeler som datasentre eller oppkjøp av mindre virksomheter, som har vært en viktig vekststrategi for Atea.

Kontantstrømbudsjett

Til slutt setter vi opp et kontantstrømbudsjett for Atea basert på resultat- og balansebudsjettet. Her har vi regnet ut kontantstrøm både til driftskapitalen, ved å ta utgangspunkt i driftsresultat etter skatt og justere for endringer i netto driftskapitalen.

Fremtidsregnskap	Historisk periode			Eksplisitt prognoseperiode							"Steady state"	
	2021	2022	2023T	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	t+1	t+2
Resultatbudsjett:												
Salgsinntekter	41 136	46 664	51 496	56 646	62 310	68 541	73 339	78 473	83 966	89 844	91 640	93 473
Driftskostnader	-40 122	-45 540	-50 239	-55 264	-60 791	-66 870	-71 551	-76 559	-81 918	-87 653	-89 406	-91 194
Driftsresultat før skatt (EBIT)	1 014	1 124	1 257	1 381	1 519	1 671	1 788	1 914	2 047	2 191	2 235	2 279
Skatt på driftsresultat (22%)	-198	-244	-280	-304	-334	-368	-393	-421	-450	-482	-492	-501
Driftsresultat etter skatt (NOPAT)	816	880	977	1 077	1 185	1 304	1 395	1 493	1 597	1 709	1 743	1 778
Balansebudsjett:												
Anleggsmidler	4 904	5 286	5 601	6 444	7 088	7 797	8 343	8 926	9 551	10 220	10 424	10 633
Netto arbeidskapital	-2 003	-1 672	-842	-1 905	-2 095	-2 305	-2 466	-2 639	-2 823	-3 021	-3 081	-3 143
Netto driftskapital (NDK)	2 901	3 614	4 759	4 539	4 993	5 492	5 877	6 288	6 728	7 199	7 343	7 490
Kontantstrømbudsjett:												
Driftsresultat etter skatt (NOPAT)		880	977	1 077	1 185	1 304	1 395	1 493	1 597	1 709	1 743	1 778
-Endring i netto driftskapital		-713	-1 145	220	-454	-499	-384	-411	-440	-471	-144	-147
=Fri kontantstrøm til driftskapitalen (FCFF)		167	-168	1 297	731	804	1 010	1 081	1 157	1 238	1 599	1 631

Tabell: 9.4 Ateas fremtidsregnskap

Kapittel 10: Fundamental verddivurdering

10.1 Rammeverk for den fundamentale verddivurderingen

I dette kapitlet skal vi ta utgangspunkt i verdsettelsen metodene som vi beskrev i kapittel 3, for å finne det fundamentale verdiestimatet av Ateas aksje. Nærmere bestemt skal vi anvende to inntjeningsbaserte metoder, nemlig residual inntektsmodellen (RIV) og fri kontantstrømmodellen. I denne verddivurderingen skal vi bruke selskapskapitalen for å først selskapskapitalverdien og deretter beregne egenkapitalverdien ved å trekke ut netto rentebærende gjeld. Vårt argument for å benytte selskapskapitalmetoden er fordi den er mer robust overfor endringer i bedriftens kapitalstruktur. Utgangspunktet for verdsettelsen er fremtidsregnskapet utarbeidet i forrige kapittel og avkastningskravet vi beregnet i kapittel 7.

10.2 Selskapskapitalmetoden

Fri kontantstrømsmetoden (FCFF)

I fri kontantstrømsmetoden tar vi utgangspunkt i Ateas frie kontantstrøm fra drift for å verdsette Ateas netto driftskapital. Vi har regnet oss fram til et verdiestimat på 184,27 kr. Terminalverdien utgjør her en stor andel av verdiestimatet, 70,4% av selskapskapitalens verdi kan tilskrives terminalverdien, mens resterende 29,6% av verdien er nåverdien av kontantstrømmen i prognoseperioden.

FCFF metoden	Eksplisitt prognoseperiode							"Steady state"	
	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	t+1	t+2
Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)	1 297	731	804	1 010	1 081	1 157	1 238	1 599	1 631
WACC	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %
Diskonteringsfaktor	0,9266	0,8586	0,7956	0,7372	0,6831	0,6330	0,5865	0,5435	
Nåverdi av FCFF i prognoseperioden	1 202,3	627,9	640,0	744,9	738,6	732,3	726,0	869,0	
Terminalverdi								27 551	
Sum NV av FCFF i prognoseperioden	6 281								
Nåverdi av terminalverdien	14 974								
Selskapsverdi (EV)	21 255								
-Netto finansiell gjeld	-546								
Markedsverdi av EK	20 709								
Antall utestående aksjer	112 384 093								
Verdi per aksje	184,27								

Tabell 10.1: Fri kontantstrømmodellen

Residualinntektsmodellen (RIV)

I residualinntektsmodellen verdsetter vi driftskapitalen til Atea ved å beregne nåverdien av fremtidige residualinntekter. Verdiestimatet vi kommer frem til er på 184,27 kr per aksje som er det samme verdiestimatet som vi fikk fra den fri kontantstrømsmetoden. Ifølge RIV-modellen kan kun 22,4% av selskapsverdien forklares ut fra dagens bokførte netto driftskapital. Samtidig kan resten av verdiestimatet vårt på 77,6% forklares ut fra verdipremien. Grunnen til at verdipremien utgjør en så stor andel av verdiestimatet er på grunn av at Atea har en stor strategisk fordel som gjør at selskapet kan skape denne meravkastningen.

Residualinntektsmodellen (RIV)	Ekspisitt prognoseperiode						"Steady state"		
	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	t+1	t+2
Driftsresultat etter skatt (NOPAT)	1 077	1 185	1 304	1 395	1 493	1 597	1 709	1 743	1 778
Netto driftskapital (IB)	4 759	4 539	4 993	5 492	5 877	6 288	6 728	7 199	7 343
WACC	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %	7,92 %
Residualinntekt	700,5	825,7	908,2	959,9	1 027,1	1 099,0	1 176,0	1 172,8	1 196,3
Diskonteringsfaktor	0,9266	0,8586	0,7956	0,7372	0,6831	0,6330	0,5865	0,5435	
Nåverdi av RI i prognoseperioden	649,08	708,92	722,58	707,68	701,65	695,67	689,74	637,42	
Terminalverdi								20 208	
Sum nåverdi av RI i prognoseperioden	5 512,7								
Nåverdi av terminalverdien	10 983,0								
Bokført NDK år 0	4 759,0								
Selskapsverdi (EV)	21 254,7								
-Netto finansiell gjeld	-546,0								
Markedsverdi EK	20 709								
Antall utestående aksjer	112 384 093								
Verdi per aksje	184,27								

Tabell 10.2: Residualinntektsmodellen (RIV)

10.3 Sensitivitetsanalyse

En verdsettelsesprosess er forbundet usikkerhet rundt det verdiestimatet som vi kommer frem til, det eksisterer usikkerhet særlig rundt den langsiktige vekstraten og avkastningskravet. Derfor skal vi undersøke hvor sensitivt vårt verdiestimat er overfor ulike forutsetninger, gjennom en sensitivitetsanalyse. I sensitivitetsanalysen undersøker vi hvordan vårt verdiestimat blir påvirket ved å gjøre små endringer i våre forutsetninger.

Sensitivitetsanalyse av terminalverdien

Som det fremgår av tabell 10.5, vil en endring på -1% i WACC gi et verdiestimat på 211,35 kr i terminalverdien. Dette er ettersom terminalverdien er den mest usikre variabelen, som følge av at den utgjør en betydelig andel av verdiestimatet på rundt 70%. I det fundamentale verdiestimatet la vi til grunn at avkastningskravet etter prognoseperioden er lik det estimerte avkastningskravet og at langsiktig vekstrate er lik Norges Banks inflasjonsmål på 2%. Tabell 10.5 viser hvordan endringer i den langsiktige vekstraten og avkastningskravet (WACC) som brukes til å estimere terminalverdien påvirker verdiestimatet. Fra tabellen ser vi at verdiestimatet vårt er veldig sensitivt overfor endrede forutsetninger. Hvis for eksempel den

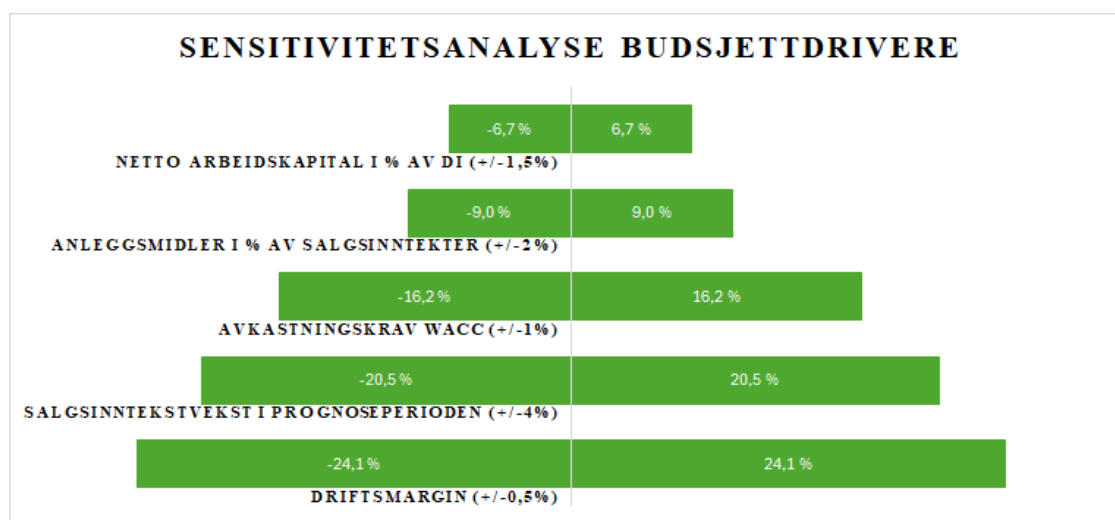
langsiktige vekstraten eller avkastningskravet endres med 1% vil verdiestimatet bli påvirket med rundt 20 kr.

Endring i WACC	Endring i langsiktig vekstrate (g)						
	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %
-1,5 %	184,27	196,56	211,35	229,49	252,25	281,67	321,16
-1,0 %	173,89	184,27	196,56	211,35	229,49	252,25	281,67
-0,5 %	165,01	173,89	184,27	196,56	211,35	229,49	252,25
0,0 %	157,33	165,01	173,89	184,27	196,56	211,35	229,49
0,5 %	150,62	157,33	165,01	173,89	184,27	196,56	211,35
1,0 %	144,71	150,62	157,33	165,01	173,89	184,27	196,56
1,5 %	139,46	144,71	150,62	157,33	165,01	173,89	184,27

Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av terminalverdien

Sensitivitetsanalyse av budsjettdriverne

Et annet usikkerhetsmoment i forbindelse med verdsettelsen er de budsjettdriverne som legges til grunn ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet vi utarbeidet i forrige kapittel. Derfor har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse av budsjettdriverne som vist i figuren 10.1. I figuren undersøker vi hvor sensitivt vårt verdiestimat er overfor ulike budsjettforutsetninger. Som vi ser er driftsmarginen den mest sensitive variabelen hvor verdiestimatet endres med hele +/- 24,1% dersom den endres med 0,5%. Endringer i salgs inntektsvekst på +/- 4% er den nest mest sensitive variabelen, dette henger med at alle våre andre budsjettdriverne uttrykkes i prosent av salgsinntekter. Likevel må det gjøres relativt store endringer i salgsinntekter før det gir betydelige utslag på verdiestimatet. Vi ser her også at avkastningskravet er en svært sensitiv variabel ettersom en endring på kun 1% vil skape betydelige utslag i verdiestimatet. Dette er et problem ettersom en endring på +/- 1% i avkastningskravet kan virke som en helt rimelig budsjettforutsetning og som nevnt i kapittel 7 eksisterer det usikkerhet rundt det estimerte avkastningskravet.



Figur 10.1: Sensitivitetsanalyse budsjettdriverne

10.4 Oppsummering av den fundamentale verdivurderingen

I dette kapitlet har vi gjennomført en fundamental verdivurdering av Atea. Vi har kommet frem til et verdiestimat på 184,27 kr per aksje, noe som er vesentlig høyere enn verdien på Atea aksjen den 31.12.2023. Likevel har vi sett at det eksisterer usikkerhet rundt verdiestimatet som følge av at terminalverdien utgjør en forholdsvis stor andel av verdiestimatet da den er veldig sensitiv overfor små endringer i vekst og avkastningskrav.

Kapittel 11: Komparativ verdivurdering

11.1 Rammeverk for den komparative verdivurderingen

I dette kapittelet skal vi gjennomføre en multiplbaserte verdivurdering av Atea som et supplement til den fundamentale verdivurderingen. Multiplikatormetoden baserer seg på å beregne nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer og dermed selskapsverdien ved å ta i bruk markedsverdier til de komparative selskapene. Denne metoden er veldig nyttig fordi den lar oss rimelighet vurdere vårt verdiestimat i den fundamentale verdivurderingen. I den komparative verdivurderingen skal vi anvende både multipler på egenkapitalnivå og selskapskapitalnivå, dette er ettersom en god multiplvurdering krever at man bruker flere ulike multipler for å få et pålitelig verdiestimat. Vi skal også anvende en bransjespesifikk multipl EV/Ansatte ettersom vi mener denne er meget egnet til å verdsette et konsultentselskap.

11.2 Egenkapitalmultiplikatorer

P/E Multiplikator

Den første multiplikatoren vi anvender er “Price-to-earnings” multiplikatoren som er et forholdstall som måler aksjekursen i forhold til resultat per aksje. For Atea har vi en P/E på 17,12 som er høyere enn bransjegjennomsnittet. Dette indikerer at markedet priser inn høyere forventninger til fremtidig kontantstrømmer enn resten av bransjen. Dette kan være på grunn av markedet forventer en høyere vekst, høyere lønnsomhet eller lavere risiko for Atea sammenlignet med konkurrentene. Vi kan også se fra tabellen under, at Dustin Group har det laveste forventninger til fremtidig vekst og lønnsomhet enn resten av bransjen. Om vi verdsetter Atea-aksjen med en gjennomsnittlig P/E multipl får vi en aksjekurs på 90,09 kr, som er mye lavere enn verdiestimatet vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. Grunnen til at Atea verdsettes høyere enn de komparative selskapene kan være at Atea, som vi kom fram til tidligere i kapittel 8, har en betydelig ressursfordel og dermed konkurransefortrinn.

	P/E	Ateas Resultat per aksje	Verdi per aksje
Atea	17,12	7,37	126,18
TietoEvry	14,46	7,37	106,56
Dustin Group	6,37	7,37	46,98
KnowIT	10,94	7,37	80,65
Gjennomsnitt	12,23	7,37	90,09
Median	12,70	7,37	93,60

Tabell 11.1: P/E Multipl

P/B Multiplikator

Market-to-book er en annen egenkapitalmultipler som ser på hvordan markedsverdien til egenkapitalen er priset i forhold til den bokførte verdien til selskapets egenkapital. Vi har beregnet en P/B for Atea på 3,89, noe som er betraktelig høyere enn bransjegjennomsnittet. Dette kan indikere at markedet har høyere forventninger til rentabilitet på den bokførte egenkapitalen til Atea sammenlignet med resten av bransjen. Dette henger sammen med den strategiske fordelene til selskapet. Likevel vil vi være forsiktig med å tolke denne multiplere, ettersom selskapene kan ha svært ulike regnskapsprinsipper knyttet til balanseføring av verdier, nedskrivninger og avskrivninger blant våre komparative selskaper. Samtidig er mye av verdiskapningen hos konsulentselskaper knyttet til immaterielle eiendeler som ikke fanges opp i balansen slik som internt utviklet kompetanse, dette vil dermed begrense multiplereens nytteverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s.233). Verdiestimatet vi kom fram med denne metoden gir en verdi per aksje 62,84 kr, noe som er veldig lavt sammenlignet med P/E multiplere.

	P/B	Bokført EK per aksje	Verdi per aksje
Atea	3,89	37,49	145,97
TietoEvry	1,59	37,49	59,43
Dustin Group	0,21	37,49	7,70
KnowIT	1,02	37,49	38,24
Gjennomsnitt	1,68	37,49	62,84
Median	1,30	37,49	48,84

Tabell 11.2: P/B Multiplere

11.3 Selskapskapitalmultiplikatorer

EV/EBIT

Blant selskapskapital multiplikatorer er særlig EV/EBIT en mye brukt multiplikator. Denne multiplikatoren er forholdstallet mellom selskapskapitalverdien og selskapets driftsresultat før skatt (EBIT). Fordelen med denne metoden er at den tar hensyn til at selskapene har forskjellige kapitalstrukturer. Som vi ser har Atea en EV/EBIT multiplere som ligger nært opp til bransjegjennomsnittet. Noe som tyder på at markedet forventer at Atea vil ha ganske like vekstmuligheter, lønnsomhet og risiko som resten av bransjen. Denne metoden gir et betydelig lavere verdiintervall sammenlignet med egenkapital multiplere noe som tyder på at denne metoden bedre fanger opp den underliggende verdiskapningen blant selskapene. Gjennomsnittlig verdiestimat for de fire selskapene er på 125 kr per aksje, noe som er litt lavere enn kursen på Atea aksjen den 31.12.2023 da kursen var 129,2 kr.

	EV/EBIT	EBIT	Estimert EV	Estimert MVE	Verdi per aksje
Atea	12,04	1 257,3	15 143,74	14 597,7	129,9
TietoEvry	12,17	1 257,3	15 307,23	14 761,2	131,3
Dustin Group	11,62	1 257,3	14 606,26	14 060,3	125,1
KnowIT	10,61	1 257,3	13 341,25	12 795,2	113,9
Gjennomsnitt	11,61	1 257,3	14 599,62	14 053,6	125,0
Median	11,83	1 257,3	14 875,00	14 329,0	127,5

Tabell 11.3: EV/EBIT Multippel

EV/Sales

EV/Sales måler verdien av selskapskapitalen fordelt på driftsinntektene til selskapet. En stor ulempe med å anvende denne multippelen er at den forutsetter at selskapene har like driftsmarginer. Som vi kom frem til i kapittel 8, har Atea en marginulempe som følge av at selskapet hadde en lavere driftsmargin enn bransjegjennomsnittet. Noe som sannsynligvis bidrar til at Atea er priset lavere enn resten av bransjen. Derfor kommer vi frem til betydelig høyere verdierestimer sammenlignet med EV/EBIT multippelen. Ved å benytte gjennomsnittlig verdi kommer vi frem til et verdierestimat for Atea-aksjen på 188,6 kr per aksje.

	EV/Sales	Salgsinntekter	Estimert EV	Estimert MVE	Verdi per aksje
Atea	0,44	35 125	15 618,00	15 072,0	134,1
TietoEvry	1,11	35 125	38 905,48	38 359,5	341,3
Dustin Group	0,23	35 125	8 073,48	7 527,5	67,0
KnowIT	0,69	35 125	24 386,58	23 840,6	212,1
Gjennomsnitt	0,62	35 125	21 745,89	21 199,9	188,6
Median	0,57	35 125	20 002,29	19 456,3	173,1

Tabell 11.4: EV/Sales Multippel

EV/Ansatte

For et IT-konsultentselskap er de ansattes kompetanse den viktigste verdidriveren til selskapet. Dette gjør det aktuelt å benytte oss av EV/Ansatte multippelen som er en bransjespesifikk multippel. Denne multippelen måler selskapsverdien fordelt på antall ansatte, for eksempel er en ansatt verdt 1,78 millioner kroner for Atea, noe som gjør at selskapet ligger litt over bransjegjennomsnittet. Denne multippelen indikerer hvor stor verdiskapning hver ansatt bidrar til i forhold til markedsverdien til selskapet. Som det fremgår av tabell 11.5, finner vi ikke veldig store avvik mellom selskapene, noe som kan tyde på at det er høy verdiskapning per ansatt i bransjen. Likevel er vi litt varsomme med å tolke denne multippelen, ettersom det ikke er sikkert at det eksisterer et lineært forhold mellom antall ansatte og hvor mye selskapet er verdt. Vi kommer frem til et gjennomsnittlig verdierestimat på 109,58 kr per aksje, noe som er litt lavere enn verdierestimatet fra EV/EBIT multippelen.

	EV/Ansatte	Antall ansatte	Estimert EV	Estimert MVE	Verdi per aksje
Atea	1,78	8 111	14 472,83	13 926,83	123,92
TietoEvry	1,40	8 111	11 372,37	10 826,37	96,33
Dustin Group	2,14	8 111	17 349,18	16 803,18	149,52
KnowIT	1,02	8 111	8 248,95	7 702,95	68,54
Gjennomsnitt	1,59	8 111	12 860,83	12 314,83	109,58
Median	1,59	8 111	12 922,60	12 376,60	110,13

Tabell 11.5: EV/Ansatte Multipl

11.4 Oppsummering – Komparativ verdierestimer

I dette kapitlet har vi gjennomført en komparativ verdierestimering av Atea gjennom å anvende 5 ulike verdsettelsesmultiplere. Ved å anvende de egenkapitalbaserte multiplikatorene får vi betraktelig lavere verdierestimerer enn når vi anvender selskapskapital multiplene. Som vi tidligere har beskrevet så er det forskjeller i selskapenes kapitalstruktur og forretningsområder, noe som gjør at egenkapital multiplene ikke er gode nok til å indikere verdiene til selskapet og derfor vektet vi egenkapital multiplene mindre enn selskapskapital multiplene. EV-multiplene derimot kommer frem til mer rimelige verdierestimerer og derfor er de vektet veldig mye mer. Vi får dermed et verdierestimat på 140,13 kr for Atea-aksjen ved å benytte oss av et vektet gjennomsnitt. I tilfelle tyder dette på at Atea aksjen var relativt riktig priset den 31.12.2023, ettersom verdiene ligger tett opp til aksjekursen som på det tidspunktet var 129,2 kr per aksje noe som var lavere enn i den fundamentale verdierestimeringen.

Multipl	Verdierestimat	Vekter
P/E	90,09	5,0 %
P/B	62,84	5,0 %
EV/EBIT	125,05	40,0 %
EV/Sales	188,64	35,0 %
EV/Ansatte	109,58	15,0 %
Vektet gjennomsnitt	140,13	100,0 %

Tabell 11.6: Multipl oppsummering

Kapittel 12: Oppsummering og handlingsstrategi

12.1 Oppsummering

Formålet med masteravhandlingen har vært å estimere verdien av egenkapitalen for Atea per 31.12.2023, med tilhørende aksjeverdi. I dette kapittelet vil vi oppsummere de viktigste funnene fra masteravhandlingen. Deretter skal vi komme frem til et endelig verdiestimat for Atea-aksjen, som vil danne grunnlaget for en handlingsstrategi, for å komme med en kjøp- eller salg anbefaling for aksjen.

I den strategiske analysen kom vi fram til at Atea har en svært gunstig strategisk posisjon. Dette følger av at IT-konsulentbransjen har høye vekstmuligheter gjennom ny teknologi og høy etterspørsel etter IT-kompetanse og IT-infrastruktur. Derfor har Atea gode muligheter for å vokse på alle sine forretningsområder, særlig innenfor områdene skytjenester, IT-sikkerhet og andre konsulenttjenester. Likevel fant vi noen strategiske utfordringer knyttet til IT-bransjen som for eksempel mangel på IKT-kompetanse, bransjens høye karbonavtrykk og høy konkurranseintensitet i bransjen. Vi konkluderte i den strategiske analysen at Atea har en moderat strategisk fordel.

I regnskapsanalysen undersøkte vi denne strategiske fordelene nærmere ved å basere oss på regnskapstallene til Atea og bransjen. Atea har en strategisk fordel på 12,34%, noe som betyr at selskapet har hatt en veldig god lønnsomhet i analyseperioden. Denne strategiske fordelene har vi deretter dekomponert i driftsfordel og finansieringsfordel. Vi kom fram til at den strategiske fordelene kan tilskrives i stor grad av Ateas sin betydelig ressursfordel som følge av en høy omløpsfordel. Samtidig har selskapet en marginulempe sammenlignet med bransjen. Bransjefordelen utgjør kun 2,68% av den strategiske fordelene, noe som var lavere enn det vi forventet. Vi kan dermed konkludere at Atea besitter betydelige konkurransefortrinn sammenlignet med bransjegenomsnittet. Til slutt fant vi også ut at Atea har en finansiering ulempe som følge av at selskapet har mye kapital investert i finansielle eiendeler som gir dårligere avkastning enn gjeldskostnaden.

Etter at vi gjennomførte den strategiske analysen og regnskapsanalysen, utarbeidet vi et fremtidsregnskap for Atea, for å finne selskapets fremtidige inntjeninger og kontantstrømmer. Her baserte vi oss på en eksplisitt prognoseperiode på 7 år, og at selskapet vil kunne være i en stabiliseringsfase etter år 2030. Dette fremtidsregnskapet ble så anvendt i den fundamentale verdivurderingen hvor vi kom frem til et verdiestimat på 184,27 kr per aksje basert på vårt fremtidsregnskap for Atea. Dette verdiestimatet er betydelig høyere enn hva markedsverdien

til Atea-aksjen var den 31.12.2023. Hvis markedet har priset selskapet riktig betyr dette at markedet hadde andre forventninger knyttet til selskapets fremtidige lønnsomhet, risiko og vekst. På en annen side reflekterer vårt verdiestimat våre høye forventninger til Ateas fremtidige vekst, at selskapet klarer å opprettholde dagens lønnsomhet og at avkastningskravet reflekterer selskapets faktiske risiko. Hvis våre antakelser er rimelige kan dette tyde på at Atea-aksjen var underpriset på dette tidspunktet. Det ligger derimot betydelig usikkerhet rundt dette verdiestimatet ettersom verdiestimatet er veldig sensitivt overfor endringer i avkastningskravet og langsiktig vekstrate.

I den komparative verdivurderingen, der vi har tatt i bruk multiplbaserte metoder, kom vi frem til et lavere verdiestimat enn i den fundamentale analysen. Med et gjennomsnittlig verdiestimat på 140,13 kr per aksje er dette verdiestimatet noe høyere enn aksjekursen den 31.12.2023. Dette verdiestimatet varierer derimot mye avhengig av hvilken multipl som anvendes og vi har tatt i bruk ulike multipler både på egenkapitalnivå og selskapskapitalnivå. Ved å anvende de egenkapitalbaserte multiplene kom vi frem til betydelig lavere verdiestimer enn ved å bruke de selskapskapital baserte multiplene. Dette skyldes blant annet at egenkapital multipler ikke tar hensyn til selskapets finansieringsstruktur.

12.2 Endelig verdiestimat og handlingsstrategi

Formålet med denne masteravhandlingen har vært å besvare problemstillingen: *Hva er egenkapitalverdien og aksjeverdien av Atea den 31.12.2023?*

Basert på den fundamentale og komparative analysen har vi estimert det endelige verdiestimatet på 169,56 kr per aksje. Som det fremgår av tabellen 12.1 har vi valgt å vektlegge det fundamentale verdiestimatet 2/3 og det komparative verdiestimatet 1/3 i det endelige verdiestimatet. Det fundamentale verdiestimatet vektet tyngre ettersom det er vår hovedmetode og utgangspunktet for vår verdsettelse av Atea.

Endelig verdiestimat	Verdi	Vekter
Fundamentalt verdiestimat	184,27	2/3
Komparativt verdiestimat	140,13	1/3
Endelig verdiestimat	169,56	

Tabell 12.1: Endelig verdiestimat

Ettersom vi har kommet fram til det endelige verdiestimatet på 169,56 kr på aksjen til Atea per 31.12.2023, har vi nå grunnlag for å anbefale en handlingsstrategi for Atea sin aksje.

Siden det eksisterer usikkerhet rundt verdiestimatet anbefaler Kaldestad & Møller (2016, s.24) å benytte et pålitelighetsintervall på mellom 10-15%. Vi benytter derfor en øvre- og nedre grenseverdi på +/- 10% for hvor mye aksjekursen avviker fra det endelige verdiestimatet for å avgjøre hvilke handlingsstrategier som bør benyttes. Som vist i tabell 12.2 bør man kjøpe Atea-aksjen dersom kursen er mindre enn 152,60 kr, derimot hvis kursen er over 186,51 bør man selge aksjen. Hvis aksjekursen ligger mellom disse to grenseverdiene, bør man holde på aksjen. Per 31.12.2023 var aksjekursen 129,2 kr. Siden kursen på dette tidspunktet var lavere enn den nedre grenseverdien, konkluderer vi med en kjøpsanbefaling på Atea-aksjen.

Handlingsstrategi	Nedre grenseverdi (-10%)	Endelig Verdiestimat	Øvre grenseverdi (+10%)
Anbefaling	Kjøp	Hold	Selg
Aksjekurs	152,60	169,56	186,51

Tabell 12.2: Handlingsstrategi for Atea-aksjen

Vårt verdiestimat har betydelige praktiske implikasjoner for en investor, de praktiske implikasjonene er når det er lønnsomt for en investor å kjøpe Atea-aksjen. Siden vi kom frem til at den fundamentale verdien av Atea-aksjen er betraktelig høyere enn aksjekursen vil det dermed lønne seg for en investor å kjøpe Atea-aksjen. Videre har vi kommet med en handlingsstrategi med en øvre og nedre grenseverdi som vil gjøre det mulig å tjene på at Atea-aksjen er underpriset med en god sikkerhetsmargin.

Referanser

Nettsider

Abelia. 2022. (u.d, 2022). *Nøkkeltall for teknologinæringen*. Abelia.no. hentet 2024, 30.Mars. Fra: <https://www.abelia.no/innsikt/teknologi/tall/>

Abelia. 2021. (u.d. 2021). *Fakta om rådgivernæringen*. Abelia.no. Fra: <https://www.abelia.no/innsikt/radgivere/tall/>

Atea. 2024a. (hentet 2024, 22.Mars). *Kundereferanser*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/kundereferanser/>

Atea. 2024b. (hentet 2024, 22.Mars). *Who we are?*. Atea.com. Fra: <https://www.atea.com/who-we-are>

Atea. 2024c. (hentet 2024, 22.Mars). *Microsoft*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/partnere/microsoft/>

Atea. 2024e. (hentet 2024, 22.Mars). *Skytjenester og datasenter*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/skytjenester-og-datasenter/>

Atea. 2024f. (hentet 2024, 22.Mars). *Konsulenttjenester*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/konsulenttjenester/>

Atea. 2024g. (hentet 2024, 22.Mars). *IT-sikkerhet*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/it-sikkerhet/>

Atea. 2024h. (2024, 17.januar). *Atea kåret til Norges mest bærekraftige selskap, og blant topp 50 globalt*. Atea.no. hentet 2024, 22.Mars. Fra: <https://www.atea.no/siste-nytt/baerekraft/atea-karet-til-norges-mest-baerekraftige-selskap/>

Atea. 2024i. (hentet 2024, 7.April). *Karriere*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/karriere/>

Atea. 2024j. (hentet 2024, 7.April). *La oss ta miljøansvar for deg med Goitloop*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/eshop/documents/goitloop>

Atea. 2023a. (publisert: 29. Mars, 2023). *Atea Annual Report 2022*. Atea. Fra: <https://www.atea.com/media/y5tn42nb/atea-annual-report-2022.pdf>

Atea. 2023b. (publisert: 2023, 30.september). *Atea Q3 Interim Report*. Atea. Fra: https://www.atea.com/media/h1415eaa/atea_q3_2022_report.pdf

Atea. 2023c. (publisert 15.desember, 2023). *Atea IT-sikkerhetsrapport 2023*. Atea.no. Fra: https://www.atea.no/media/0cybjnsl/atea_it-sikkerhetsrapport_2023.pdf

Atea. 2022a. (publisert 6.Mai, 2022). *Atea forklarer: Cloud computing*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/siste-nytt/skytjenester-og-datasenter/atea-forklarer-cloud-computing/>

Atea. 2022b. (publisert 29. Mars, 2023). *Atea sustainability report 2022*. Atea.com. Fra: <https://www.atea.com/media/hyph5jl3/atea-sustainability-report-2022.pdf>

Atea. 2020a. (publisert 16. Desember, 2020). *Atea fikk prestisjetung Cisco-sertifisering i Norge*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/siste-nytt/priser-og-utmerkelser/atea-fikk-prestisjetung-cisco-sertifisering-i-norge/>

Atea. 2020b. (publisert 17. Mars, 2020). *Annual report 2019*. Atea.com. Fra: https://www.atea.com/media/rncn2tu3/atea_annual_report_2019.pdf

Atea. 2019. (publisert 16. Oktober, 2019). *Atea innleder samarbeid med Amazon*. Atea.no. Fra: <https://www.atea.no/siste-nytt/om-atea/atea-innleder-samarbeid-med-amazon/>

Atea. 2010. (publisert 3. februar, 2010). *Atea annual report 2009*. Finansavisen.no. Fra: <https://documents.millistream.com/f9632eba-eaf7-4717-814a-feef444a7f89?language=en>

Azets. 2023. (publisert 11. Oktober, 2023). *GDPR: Hva det betyr for ditt selskap*. Azets.no. Fra: <https://www.azets.no/blogg/gdpr/>

Cognizant. 2024. (hentet 2024, 6. Mai). *Generativ AI*. Cognizant.com. Fra: <https://www.cognizant.com/no/nb/glossary/generative-ai>

Dagens Næringsliv. 2020. (publisert 23. Oktober, 2020). *Hackerangrepet mot Hydro enda dyrere enn tidligere antatt: Ny prislapp på 800 millioner kroner*. DN.no. Fra: <https://www.dn.no/bors/hydro/brasil/norsk-hydro/hackerangrepet-mot-hydro-enda-dyrere-enn-tidligere-antatt-ny-prislapp-pa-800-millioner-kroner/2-1-898620>

Datatilsynet. 2023. (publisert 27. Juli 2023). *Vedtak i Google Analytics-saken*. datatilsynet.no. Fra: <https://www.datatilsynet.no/regelverk-og-verktoy/lover-og-regler/avgjorelser-fra-datatilsynet/2023/vedtak-i-google-analytics-saken/>

Deloitte. 2024. (hentet 2024, 6. Mai). *Tech Trends 2024*. Deloitte.com. Fra: <https://nor.deloitte.com/rs/712-CNF-326/images/Tech-trends-2024.pdf>

Dustin Group. 2023. (publisert: 2023, 8. November). *Annual and Sustainability Report 2022/2023*. Dustin Group AB. Fra: <https://www.dustingroup.com/sites/dustin/files/pr/202311081055-1.pdf>

Emagine. 2024. (publisert 4. Januar, 2024). *Dette får IT-ansatte og IT-konsulenter i lønn i 2024*. emagine.no. Fra: <https://emagine.no/blogs/it-konsulent-lonn/>

Gartner. 2024. (hentet 2024, 30. Mars). *IT Consulting*. Gartner.com. Fra: <https://www.gartner.com/en/information-technology/glossary/it-consulting>

Gjessing M. 2024. (publisert: 1.februar, 2024). *Vedum lover å skrote omstridt arbeidsgiveravgift neste år*. Digi.no. Fra: <https://www.digi.no/artikler/vedum-lover-a-skrote-omstridt-arbeidsgiveravgift-neste-ar/543173>

IDC. 2023. (publisert 6.Februar, 2023). *Challenges and Opportunities for the ICT Market in the Nordics*. blog-idceurope.com. Fra: <https://blog-idceurope.com/challenges-and-opportunities-for-the-ict-market-in-the-nordics/>

IKT-Norge. 2023. (publisert 6.februar, 2023). *Verdens grønneste IT-infrastruktur*. IKT-Norge.no. Fra: <https://ikt-norge.no/meninger/verdens-gronneste-it-infrastruktur/>

Knowit. 2023. (publisert: 6. April, 2023). *Knowit Annual Report 2022*. Knowit. Fra: <https://www.knowit.eu/globalassets/investor-relations/reports/english/2022/knowit-annual-report-2022.pdf>

Konsulentguiden. 2024. (publisert: 12. Januar, 2024). *Økende konsulentbruk innen Cloud og IT-sikkerhet*. Konsulentguiden.no. Fra: <https://www.konsulentguiden.no/it-intranet/okende-konsulentbruk-innen-cloud-og-it-sikkerhet/>

Kvadsheim S., (publisert 11.Mars 2024). *Rammer tusenvis av IT-konsulenter*. Finansavisen.no. Fra: <https://www.finansavisen.no/karriere/2024/03/11/8108729/mister-jobber-med-nye-innleieregler-rammer-tusenvis-av-it-konsulenter>

Nordnet. 2024. (hentet 2024, 22.Mars). *ATEA*. Nordnet.no. Fra: <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105662-atea>

Nordic Credit Rating. (publisert 19.september, 2023). *Atea ASA 'BBB+' long-term issuer rating affirmed; Outlook stable*. nordiccreditrating.com. Fra: <https://nordiccreditrating.com/issuer/atea-asa>

Norges Bank. 2024. (hentet 14.April). *Statslån - Generiske Renter*. Norges-bank.no. Fra: <https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=TBIL&duration=12M&frequency=B&startdate=2023-05-07&stopdate=2024-05-07>

Nytrøen A.T. 2023. (publisert: 20.oktober, 2023). *Blogg: Ekstra arbeidsgiveravgift - den ble ikke helt midlertidig likevel*. BDO. Fra: <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/ekstra-arbeidsgiveravgift-%E2%80%93-den-ble-ikke-helt-midlertidig-likevel>

Mossige. 2023. (publisert 18.Desember, 2023). *IT-infrastruktur - alt du ikke visste du trenger å vite*. Folq.no. hentet 2024. 30.Mars. Fra: <https://www.folq.no/blog/it-infrastruktur/#it-infrastruktur---alt-du-ikke-visste-du-trenger-å-vite>

PwC. 2023. (publisert 7.desember, 2023). Risikopremien i det norske markedet. pwc.no. Fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Regjeringen. 2019. (publisert 30.Oktober, 2019). *Ny personopplysningslov*. Regjeringen.no. Fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/statlig-forvaltning/personvern/ny-personopplysningslov/id2340094/>

Regjeringen. 2022. (publisert 19.desember, 2022). *NOU 2022:20 et helhetlig skattesystem*.
Regjeringen. Fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/2dcc57a783cc4403bbdb48558514dc38/no/pdfs/nou20222020020000dddpdfs.pdf>

Sandefjord Næringsforening. 2023. (publisert 21.April, 2023). *Rekordår for resirkulering av IT-utstyr*. sandefjordnaringsforening.no. Fra: <https://www.sandefjordnaringsforening.no/nyheter/rekordar-for-resirkulering-av-it-utstyr/>

Snl. 2024. (publisert 4.januar, 2024). *Parisavtalen*. Snl.no. Fra: <https://snl.no/Parisavtalen>

SSB. 2017. (publisert: 23.august, 2017). *Hva er egentlig BNP?*. ssb.no. hentet 31.mars 2024. Fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap/artikler/hva-er-egentlig-bnp>

Statista. 2024. (publisert 2.Mai, 2024). *Amazon Maintains Cloud Lead as Microsoft Edges Closer*. Statista.com. Fra: <https://www.statista.com/chart/18819/worldwide-market-share-of-leading-cloud-infrastructure-service-providers/>

Sævdold H. (publisert 2.februar, 2023). *Skyhøye energipriser, stigende rente, inflasjon og uro: Slik påvirkes IT-konsulenthusene*. Digi.no. Fra: https://www.digi.no/artikler/skyhoye-energipriser-stigende-rente-inflasjon-og-uro-slik-pavirkes-it-konsulenthusene/525663?hide_paid_offers=true

Tieto. 2019. (publisert: u.d., 2019). *EVRY og Tieto fusjonerer og skaper en ledende nordisk leverandør av digitale tjenester*. Tieto, Fra: <https://www.tieto.com/globalassets/files/investor-relations/2019/evry-og-tietofusjonerer-og-skaperenledendenordiskleverandor-av-digitale-tjenester.pdf>

TietoEvry. 2024. (hentet 2024, 15.Mars). *Partners Working with external partners to create customer value through co-innovation*. tietoevry.com. <https://www.tietoevry.com/en/about-us/partners/>

TietoEvry. 2023. (publisert: 14. Februar, 2023). *TietoEvry Annual Report 2022*. TietoEvry. Fra: https://www.tietoevry.com/en/SysSiteAssets/files/sustainability/ar-2022/tietoevry2022_annual_report_full-1.pdf

Tønnessen E., Larsen H. 2023. (publisert: 9.juni, 2023). *Næringslivet skriker etter IKT-kompetanse: 101 færre studie-plasser*. Khrono. Fra: <https://www.khrono.no/naeringslivet-skriker-etter-ikt-kompetanse-101-faerre-studie-plasser-1/786988>

Yahoo Finance. 2024. (Hentet 2024, 14.April) *Atea ASA (ATEA.OL)*. finance.yahoo.com

Fra: <https://finance.yahoo.com/quote/ATEA.OL?guccounter=1>

Forelesningsplansjer

Knivsflå K.H. 2020. hentet fra: course.nhh.no. <https://course.nhh.no/master/ACC421A/plansjar.htm>

Knivsflå K.H. Plansje 1. (u.d., 2020). *01 - BUS440 Verdivurdering med rekneskapsanalyse*

Knivsflå K.H. Plansje 2. (u.d., 2020). *02 - Strategi, rekneskap og verdi*

Knivsflå K.H. Plansje 3. (u.d., 2020). *03 - Rekneskapsanalyse ramme og "trailing"*

Knivsflå K.H. Plansje 4. (u.d., 2020). *04 - Omgruppering for analyse*

Knivsflå K.H. Plansje 5. (u.d., 2020). *05 - Omgruppering balanse og kontantstrøm*

Knivsflå K.H. Plansje 7. (u.d., 2020). *07 - Målefeil*

Knivsflå K.H. Plansje 8. (u.d., 2020). *08 - Justering av målefeil*

Knivsflå K.H. Plansje 9. (u.d., 2020). *09 - Syntetisk rating*

Knivsflå K.H. Plansje 10. (u.d., 2020). *10 - Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*

Knivsflå K.H. Plansje 11. (u.d., 2020). *11 - Strategisk rentabilitetsanalyse*

Knivsflå K.H. Plansje 12. (u.d., 2020). *12 - Strategisk driftsanalyse*

Rapporter

Norges Bank. 2023a. (publisert: 14. desember, 2023). *Pengepolitisk rapport 4/2023*. Norges Bank. Fra: https://www.norges-bank.no/contentassets/f5a3457c0977418cabe1bc0064eb085b/ppr_2023-4.pdf?v=14122023091018

Oslo Economics. 2018. (publisert: 29. januar, 2018). *IT-konsulentvirksomhet*. Oslo Economics. Fra: https://www.digi.no/filer/filer/Oslo_Economics_Kartlegging_av_utvikling_og_oppkj%C3%B8psvirksomhet_i_bransjen_for_IT-konsulentvirksomhet.pdf

Samfunnsøkonomisk analyse. 2021. (publisert: 20. januar, 2021). *Norges behov for IKT-kompetanse i dag og framover*. Rapport 1-2021. Samfunnsøkonomisk analyse AS. Fra: <https://ikt-norge.no/wp-content/uploads/r1-2021-behov-for-og-tilbud-av-ikt-kompetanse-1.pdf>

Samfunnsøkonomisk analyse. 2023. (publisert: 18. desember, 2023). *Kunstig intelligens i Norge – nytte, muligheter og barrierer*. Rapport 35-2023. Samfunnsøkonomisk analyse AS. Fra: https://www.nho.no/contentassets/3c125fc0083e42dfa0dd09dfc4260788/kunstig_intelligens_i_norge_rapportsammendrag_soa2023.pdf

Artikler og fagbøker

Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 20(1), 43–52. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2004-01-06>

Dyrnes, S. (2011). RIV-B og RIV-E – bedre verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 41–55. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-05>

Dyrnes, S., & García De Olalla, I. (2023). Verdsettelse – en introduksjon og oversikt over sentrale deler av verdsettelsesprosessen. *Praktisk økonomi & finans*, 39(3), 189–209. <https://doi.org/10.18261/pof.39.3.2>

Roos, G., Krogh, G. von, Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi en innføring* (6. utg). Fagbokforlaget.

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), 3–17. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2007-02-02>

Hansen, O.-B. (2020). Det korrigerede regnskapets verdirelevans. *Praktisk Økonomi & Finans*, 36(4), 334–347. <https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2020-04-10>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering* (2. utgave). Fagbokforlaget.

Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial statement analysis: Valuation, credit analysis, performance evaluation* (2nd edition). Fagbokforlaget.

Porter, M. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, January 2008, 78–93.

Figur- og tabelloversikt:

Figur 2.1: Kursutvikling Atea aksje s.8

Figur 2.2: Fordelingen av brutto salgsinntekter for Ateas forretningsområder s.9

Figur 2.3: Omsetning (i MNOK) s.14

Figur 2.4: Omsetning per ansatt s.14

Figur 2.5: Driftsmargin s.15

Figur 3.1: Rammeverk for verdivurdering s.22

Figur 4.1: Porters fem konkurransekrefter s.30

Tabell 4.1: Leverandørens forhandlingsmakt s.33

Tabell 4.2: Kundernes forhandlingsmakt s.34

Tabell 4.3: VRIO-analyse Atea s.40

Tabell 4.4: oppsummering strategisk fordel s.41

Tabell 4.5: SWOT-analyse s.42

Figur 5.1: Rammeverk for regnskapsanalyse s.43

Tabell 5.1: Atea konsernresultat 2017-2022 s.45

Tabell 5.2: Konsernbalanse til Atea s.46

Tabell 5.3: Trailing for Q4 2023T s.47

Tabell 5.4: Atea trailing balanse for 2023 s.48

Tabell 5.5: omgruppert balanse for Atea 2017-2023T s.49

Tabell 5.6: Omgruppert resultatrapport for Atea 2017-2023T s.50

Tabell 6.1: Likviditetsgrad 1 s.52

Tabell 6.2: Rentedeckningsgraden s.53

Tabell 6.3: Egenkapitalprosent s.54

Tabell 6.4: Netto driftsrentabilitet s. 54

Tabell 6.5: Syntetisk rating av Atea s.55

Tabell 7.1: Ateas egenkapitalkostnad s.58

Tabell 7.2: Ateas gjeldskostnad s.59

Tabell 7.3: Ateas totalkapitalkostnad (WACC) s.60

Tabell 7.4: Ateas unlevered beta s.61

Tabell 7.5: Ateas historiske avkastningskrav s.61

Tabell 8.1: Ateas strategiske fordel s.62

Tabell 8.2: Ateas bransjefordel s.63

Tabell 8.3: Ressurs fordel s.64

Tabell 8.4: Margin fordelen s.64

Tabell 8.5: Omløps fordelen s.65

Tabell 8.6: Dekomponering av ressursfordel s.66

Tabell 8.7: Gearingfordel s.66

Tabell 8.8: Dekomponering av gearingfordelen s.67

Tabell 8.9: Finansieringsfordel finansielle eiendeler s.68

Tabell 8.10: Finansieringsfordel finansiell gjeld s.68

Figur: 8.1: Dekomponering av Ateas strategiske fordel s.68

Figur: 9.1: Fremtidsregnskap for våre budsjett drivere s.70

Figur 9.2: Atea salgsinntekter de siste 10 årene s.70

Figur 9.3: Atea gjennomsnittlig vekst i salgsinntekter s.71

Tabell: 9.1 Ateas driftskostnader s.72

Tabell: 9.2 Ateas driftsrelaterte arbeidskapital s.72

Tabell: 9.3 Ateas driftsrelaterte anleggsmidler s.73

Tabell: 9.4 Ateas fremtidsregnskap s.74

Tabell 10.1: Fri kontantstrømmodellen s.75

Tabell 10.2: Residualinntektsmodellen (RIV) s.76

Tabell 10.3: Sensitivitetsanalyse av terminalverdien s.77

Figur 10.1: Sensitivitetsanalyse budsjett drivere s.77

Tabell 11.1: P/E Multippel s.79

Tabell 11.2: P/B Multippel s.80

Tabell 11.3: EV/EBIT Multippel s.81

Tabell 11.4: EV/Sales Multippel s.81

Tabell 11.5: EV/Ansatte Multippel s.82

Tabell 11.6: Multippel oppsummering s.82

Tabell 12.1: Endelig verdiestimat s.84

Tabell 12.2: Handlingsstrategi for Atea-aksjen s.85

Vedlegg 1: Bransjeregnskap

Bransjeresultat

NOK in million	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Revenue	60 654,3	65 773,3	69 367,0	88 771,8	84 381,6	91 930,1
Other operating income	210,3	283,9	237,5	153,5	1 285,2	582,3
Total revenue	60 864,7	66 057,2	69 604,5	88 925,3	85 666,8	92 512,4
Cost of goods and services	-36 650,8	-40 271,1	-42 862,3	-53 119,3	-45 766,1	-49 813,1
Gross profit	24 213,9	25 786,1	26 742,2	35 806,1	39 900,7	42 699,2
Personnel expenses	-16 019,4	-17 190,3	-18 274,5	-24 724,7	-25 551,2	-28 433,6
Other operating expenses	-4 375,5	-4 657,9	-4 094,3	-5 178,0	-5 887,2	-6 801,9
EBITDA	3 819,0	3 937,9	4 373,4	5 903,4	8 462,3	7 463,8
Depreciation and amortization	-931,7	-934,7	-1 715,4	-2 573,4	-2 506,8	-2 603,2
Operating profit (EBIT)	2 887,3	3 003,2	2 657,9	3 330,0	5 955,4	4 860,5
Taxes from operations	-639,1	-644,1	-553,1	-747,2	-1 135,4	-1 070,9
Net operating profit after taxes (NOPAT)	2 248,2	2 359,1	2 104,8	2 582,8	4 820,0	3 789,7
Financial income	22,5	34,6	55,6	52,5	54,2	147,6
Financial expenses	-199,4	-157,5	-451,0	-515,2	-557,6	-692,1
Net financial items, before tax	-176,9	-122,9	-395,5	-462,7	-503,4	-544,5
Tax shield on net financial items (22%)	38,92	27,05	87,00	101,78	110,74	119,79
Net financial items, after tax	-138,0	-95,9	-308,5	-360,9	-392,6	-424,7
Net profit	2 110,2	2 263,2	1 796,3	2 221,9	4 427,4	3 365,0

Bransjebalanse

Bransjebalanse NOK in million	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Driftsmessige eiendeler						
Goodwill	12 310,5	12 940,0	28 240,1	34 103,4	34 288,7	35 361,8
Other intangible assets	1 493,1	1 465,3	5 286,1	5 472,2	5 844,3	5 803,8
Property plant and equipment	1 694,9	1 587,0	1 708,8	1 758,3	1 525,7	1 750,8
Deffered tax assets	746,7	643,6	890,4	699,2	577,2	552,5
Investment in associated companies	176,5	176,2	249,4	231,5	166,8	149,3
Other long-term receivables	102,7	184,7	537,0	363,1	468,2	359,9
Other non-current assets	91,0	72,7	8,0	8,7	168,3	223,2
Inventories	986,6	1 281,8	1 305,2	1 908,2	2 568,9	2 189,9
Trade and other receivables	13 959,8	13 863,0	14 120,3	16 186,8	16 566,5	18 710,9
Current tax assets	94,6	113,1	163,8	126,5	123,2	249,3
Other current assets	232,3	303,0	428,6	582,2	660,2	631,1
Sum driftsmessige eiendeler	31 888,8	32 630,3	52 937,8	61 440,0	62 958,0	65 982,6
-Driftsmessige forpliktelser						
Deffered tax liabilities	879,0	884,2	746,7	719,8	706,9	670,0
Trade payables	12 021,2	12 281,5	14 771,1	17 256,2	17 300,3	17 866,4
Tax payable	261,1	388,8	381,2	331,2	584,3	710,3
Provisions	359,4	320,6	291,7	665,0	223,6	251,4
Other current liabilities	4 100,2	4 173,1	4 152,5	5 522,0	5 601,5	5 495,4
Sum driftsmessige forpliktelser	17 620,9	18 048,2	20 343,1	24 494,2	24 416,7	24 993,5
=Netto driftsmessige eiendeler	14 267,9	14 582,1	32 594,7	36 945,8	38 541,2	40 989,1
Egenkapital						
Share capital and premium	2 904,8	3 638,5	3 640,2	6 168,8	8 126,5	8 137,1
Other reserves	1 584,7	1 567,8	13 235,1	14 246,0	13 644,3	14 484,4
Retained earnings	6 163,3	6 291,7	6 331,3	6 489,1	8 676,4	8 260,5
Sum egenkapital	10 652,7	11 497,9	23 206,5	26 903,9	30 447,1	30 882,1
Finansielle forpliktelser						
Interest-bearing long-term liabilities	3 167,6	4 425,7	11 918,5	18 102,8	15 505,3	15 827,1
Other long-term liabilities	410,0	194,5	901,1	820,1	1 049,2	873,3
Interest-bearing current liabilities	2 343,3	1 439,8	5 844,7	2 140,2	2 087,8	3 403,1
Sum finansielle forpliktelser	5 920,9	6 060,0	18 664,3	21 063,1	18 642,4	20 103,5
Sysselsatt kapital	16 573,6	17 557,9	41 870,9	47 967,0	49 089,5	50 985,6
-Finansielle eiendeler						
Right of use assets (RoU)	1,6	93,6	4 522,8	4 507,9	3 871,6	4 442,4
Other financial assets	9,3	10,2	107,8	146,4	173,8	166,4
Cash and cash equivalents	2 277,1	2 863,2	4 344,8	5 835,9	6 164,3	5 065,1
Other current financial assets	20,7	10,0	301,9	531,0	339,7	322,4
Sum finansielle eiendeler	2 308,7	2 976,9	9 277,3	11 021,2	10 549,4	9 996,3
Netto finansielle forpliktelser	3 612,2	3 083,1	9 387,0	10 041,9	8 093,0	10 107,3
Netto driftskapital	14 264,9	14 581,0	32 593,6	36 945,8	38 540,2	40 989,3