

Annette Fisvik

Muhmad Kuhdume Fauzi

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

- Verdivurdering av Sesam AS -

Eksamenskode og navn:

BTH95031 – Bacheloroppgave i Økonomistyring og investeringsanalyse

Utleveringsdato:

05.01.2015

Innleveringsdato:

01.06.2015

Stuedsted:

BI Trondheim

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

Forord

De årene vi har studert ved BI Trondheim har gitt oss mye kunnskap og vært veldig lærerike for oss. Arbeidet med bacheloroppgaven har vært utfordrende og har krevd mye arbeid og disiplin. Under arbeidet med bacheloroppgaven har vi anvendt mye av kunnskapen vi har lært, og blitt flinke til å samarbeide. Dette har gjort oss mer trygge på oss selv og gitt oss erfaringer som vi kan ta med oss videre til arbeidslivet. Vi vil takke vår veileder Terje Berg for god veiledning og støtte.

God lesning.

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
SAMMENDRAG.....	1
1 INNLEDNING	2
2 METODE	3
2.1 INNHENTING AV DATA.....	3
2.2 KVALITATIV OG KVANTITATIV METODE	3
3 OM SESAM	4
4 BRANSJEBESKRIVELSE.....	5
5 STRATEGISK ANALYSE	6
5.1 EKSTERN ANALYSE.....	6
5.1.1 PESTEL-analyse	6
5.1.1.1 Politiske forhold.....	7
5.1.1.2 Økonomiske forhold	7
5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold.....	9
5.1.1.4 Teknologiske forhold.....	9
5.1.1.5 Samfunnmessige forhold.....	9
5.1.2 Analyse av bransjestrukturen	10
5.1.2.1 Eksisterende aktører i bransjen.....	11
5.1.2.2 Potensielle aktører i bransjen	11
5.1.2.3 Leverandører.....	12
5.1.2.4 Substitutter	12
5.1.2.5 Kundene.....	12
5.2 INTERN ANALYSE - RESSURSANALYSE	12
5.2.1 Sterke sider - ressurser.....	12
5.2.2 Svake sider	14
5.2.3 VRIO.....	15
5.3 SWOT-ANALYSE.....	16
6 REGNSKAPSANALYSE.....	17
6.1 LØNNSOMHET.....	17
6.1.1 Bruttofortjeneste.....	17
6.1.2 Driftsmargin.....	17
6.1.3 Totalkapitalrentabilitet	18
6.2 SOLIDITET.....	19

Verdivurdering av Sesam AS

6.2.1	<i>Gjeldsgrad</i>	19
6.2.2	<i>Egenkapitalandel</i>	20
6.2.3	<i>Rentedekningsgrad</i>	20
6.3	LIKVIDITET	21
6.3.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	21
6.3.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	21
6.4	OPPSUMMERING AV REGNSKAPSANALYSE.....	22
7	VERDIVURDERINGSMETODE	23
7.1.	MARKEDSBASERT METODE	23
7.2	BALANSEBASERT METODE	23
7.3	INNTJENINGSBASERT TILNÆRMING	23
7.3.1	<i>Forutsetninger</i>	24
8	BUDSJETTERING	25
8.1	RESULTATREGNSKAP	25
8.1.1	<i>Driftsinntekter</i>	25
8.1.2	<i>Varekostnad</i>	26
8.1.3	<i>Lønnskostnad</i>	26
8.1.4	<i>Avskrivning</i>	26
8.1.5	<i>Andre driftskostnader</i>	27
8.1.6	<i>Finansresultat</i>	27
8.1.7	<i>Skattekostnad</i>	28
8.1.8	<i>Utbytte</i>	28
8.2	BALANSE	28
8.2.1	<i>Anleggsmidler</i>	28
8.2.2	<i>Varelager</i>	29
8.2.3	<i>Kundefordringer</i>	29
8.2.4	<i>Andre fordringer</i>	30
8.2.5	<i>Kasse bank</i>	30
8.2.6	<i>Egenkapital</i>	30
8.2.7	<i>Utsatt skatt</i>	30
8.2.8	<i>Annen langsiktig gjeld</i>	30
8.2.9	<i>Leverandørgjeld</i>	31
8.2.10	<i>Skyldig offentlige utgifter</i>	32
8.2.11	<i>Annen kortsiktig gjeld</i>	32
9	BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	33
9.1	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	33

9.1.1	Risikofri rente.....	33
9.1.2	Markedets risikopremie.....	33
9.1.3	Beta	34
9.1.4	Småbedriftspremie.....	34
9.1.5	Beregning av avkastningskrav ved KVM	34
9.1.6	Integrert risikoanalyse	35
9.2	AVKASTNINGSKRAVET TIL TOTALKAPITALEN	37
9.2.1	Egenkapitalkostnad	37
9.2.2	Gjeldskostnad.....	37
9.2.3	Egenkapital- og gjeldsandel.....	38
9.2.4	Beregning av WACC	38
10	KONTANTSTRØM OG VERDIBEREGNING	39
10.1	FRI KONTANTSTRØM TIL TOTALKAPITALEN	39
11	SENSITIVITETSANALYSE	41
12	KONKLUSJON.....	42
13	OPPGAVEKRITIKK	42
	LITTERATURLISTE.....	43
	VEDLEGG.....	45
	VEDLEGG 1 - KONKURRENTANALYSE	45
	VEDLEGG 2 - HISTORISK RESULTATREGNSKAP	46
	VEDLEGG 3 - HISTORISK BALANSE	47
	VEDLEGG 4 – ESTIMERT RESULTATREGNSKAP.....	47
	VEDLEGG 5 – ESTIMERT BALANSE.....	48
	VEDLEGG 6 – VARIGE DRIFTSMIDLER 2011	48
	VEDLEGG 7 – VARIGE DRIFTSMIDLER 2012.....	49
	VEDLEGG 8 – VARIGE DRIFTSMIDLER 2013.....	49
	VEDLEGG 9 – UTSATT SKATT/SKATTEKOSTNAD	50
	VEDLEGG 10 – LÅNEBEREGNING/SIMULERING.....	50
	VEDLEGG 11 – SKATTEKOSTNAD/UTSATT SKATT	51
	VEDLEGG 12 – RESULTATREGNSKAP.....	53
	VEDLEGG 13 – BALANSE	54
	VEDLEGG 14 - ARBEIDSKAPITAL	54

Sammendrag

I denne oppgaven har vi gjort en verdivurdering av Sesam AS. Sesam er et gatekjøkken som er lokalisert på Studentersamfunnet i Trondheim.

Problemstillingen vi har valgt for vår oppgave er: *Hva er verdien av Sesam AS?*

Vi innledet oppgaven med å presentere bedriften og bransjen som bedriften opererer i. Deretter presenteres de metoder som er anvendt for innsamling av data og en gjennomgang av hvilke typer data som er brukt.

For å løse vår problemstilling startet vi med en strategisk analyse, hvor vi gjennomgikk eksterne og interne faktorer som Sesam må forholde seg til. Funnene vi gjorde har vært med på å påvirke fremtidig kontantstrøm og beregningen av avkastningskravet i oppgaven. I analysen så vi at de viktigste ressursene Sesam har er merkevaren og kundelojaliteten. En av svakhetene til Sesam er at de har opplevd en stadig utskiftning i bedriftens ansatte den siste tiden. I tillegg oppstår det også språkproblemer da alle som jobber på Sesam har minoritetsbakgrunn.

Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse hvor vi har beregnet forskjellige nøkkeltall for å si noe om bedriftens stilling og utvikling. Vi så i dette kapittelet at blant annet lønnsomheten har gått noe ned i de siste årene, og har dermed lagt dette til grunn for videre beregninger.

Vi har deretter sett på ulike verdsettelsesmetoder og fant ut at det var mest hensiktsmessig å bruke en inntjeningsbasert metode. Ved denne metoden beregnet vi den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. For å beregne avkastningskravet til egenkapitalen brukte vi integrert risikoanalyse som baserer seg på funnene i den strategiske analysen. Dette ble beregnet til å være 8,90%. Avkastningskravet til totalkapitalen ble beregnet til 4,52%. Dette ble brukt til å neddiskontere den frie kontantstrømmen ved nåverdiberegning.

Etter at verdien ble beregnet, utføres en sensitivitetsanalyse som viser verdien av totalkapitalen dersom avkastningskravet endres.

Verdien til totalkapitalen ble satt til å være **kr 5 012 133**.

1 Innledning

Nå er tiden kommet for å avlegge bacheloroppgave innen fordypningen økonomistyring og investeringsanalyse. I denne oppgaven har vi foretatt en verdivurdering av Sesam AS. Sesam AS er et velkjent gatekjøkken som har vært i bransjen i 26 år. Vi valgte Sesam fordi vi ønsket å se hvordan en liten bedrift har klart å overleve i en bransje hvor det ofte kommer nye aktører og hvor mange aktører forsvinner.

Vi har tatt sikte på at Sesam AS avslutter driften i 2019, og ønsker derfor å finne verdien av selskapet på dette tidspunktet. Dermed falt valget på å gjennomføre en verdivurderingsoppgave. Problemstillingen vår er derfor som følger:

Hva er verdien av Sesam AS?

Kommunikasjonen med bedriften har vært begrenset. Vi startet med et møte med innehaver tidlig i semesteret, men har ikke fått flere møter etter det. Vi har også hatt problemer med å få utlevert regnskapstall, og ikke fått tilgang til noe, inkludert regnskapet for 2014. Vi har dermed kjøpt tilgang til fullt regnskap for 2011, 2012 og 2013 via Proff.no, og ellers tatt utgangspunkt i regnskapstall som er offentliggjort på samme nettsted. Regnskapet for 2014 har vi estimert basert på historiske tall.

Øvrige opplysninger

- En av kandidatene har minoritetsbakgrunn
- Tall i tabeller er presentert i hele 1000 (kr)
- Sesam AS blir ofte omtalt som bare Sesam
- Dersom det står ”ifølge daglig leder”, ”ifølge Sesam” eller ”ifølge innehaver”, henvises det til uttalelser fra daglig leder under møte eller telefonkontakt.

2 Metode

Metoden er redskapet eller fremgangsmåten vi bruker for å løse et problem. I denne oppgaven brukes metoden til å hente de data vi trenger for å få et så riktig bilde av bedriften som mulig, og den brukes til å forstå hvordan en verdivurdering skal gjennomføres (Dalland 2014)

2.1 Innhenting av data

Når man skal innhente data stilles det krav. Dataene må være relevante i forhold til problemstillingen og de må være pålitelige. Ved innhenting av data har vi brukt både primærdata og sekundærdata. Primærdata er data som samles inn til eget formål mens sekundærdata er samlet inn av andre, altså data som allerede eksisterer (Dalland 2014). Vi har hentet primærdata gjennom et intervju med daglig leder av Sesam. Vi har stilt han spørsmål som vi føler er relevant i forhold til oppgaven. Sekundærdata har vi hentet på for eksempel Proff.no hvor vi fant historiske regnskap. Vi hentet opplysninger om risikofri rente, styringsrente og inflasjon på Norges bank sine nettsider. Og vi har funnet informasjon om markedets risikopremie på PWC.

2.2 Kvalitativ og kvantitativ metode

Vi kan skille mellom kvalitative og kvantitative metoder. Kvantitative metoder gir data i form av målbare enheter, mens kvalitative metoder har som mål å fange opp mening og opplevelse som ikke lar seg tallfeste eller måle (Dalland 2014). I vår oppgave har vi benyttet både kvalitative og kvantitative metoder. Kvantitative metoder ble blant annet benyttet under regnskapsanalyse og prognostisering av kontantstrøm. Kvalitative metoder ble delvis benyttet blant annet i den strategiske analysen.

3 Om Sesam

Sesam AS er et gatekjøkken lokalisert på Studentersamfunnet i Trondheim. Bedriften ble startet opp i 1989 av Ibrahim Mansour og Solveig Pedersen Mansour som et enkeltpersonforetak og ble kalt Sesam Snarmat. I 1996 endret bedriften selskapsform til aksjeselskap, og navnet ble da Sesam AS. Sesam AS ble stiftet med to eiere og da seks ansatte. Etter god omsetning ble avdeling nord startet i 2001 i samme bygg, og antall ansatte økte til tolv. Per dags dato har Sesam fortsatt tolv ansatte fordelt på to avdelinger.

Sesam har spesialisert seg på hurtigmatsservering, og serverer blant annet hamburger, kebab og pizza. Sesam har i løpet av de siste årene skapt en solid merkevare, "Sesamburgeren", som også gir hovedinntekten. Sesam har hatt en solid økning i inntekter, og det mest vellykkede året var 2011, da omsetningen var på 14,3 millioner kr.

Ifølge Ibrahim består kundegruppen til Sesam av for det meste studenter og folk som er opptatt av kvalitet, og mange av kundene er faste lojale kunder som ofte kommer tilbake.

4 Bransjebeskrivelse

Sesam AS tilhører gatekjøkkenbransjen (Proff 2015). Bransjen er ikke så stor i Trondheim og den er preget av høy konkurranse. I Trondheim består bransjen av små bedrifter som konkurrerer mot hverandre, noe som gjør at lønnsomheten er lav. Mange av gatekjøkkenene har vanskelig for å opprettholde driften over tid, og det er mange nedleggelse/konkurser, dette ser vi av en konkurrentanalyse vi foretok via proff.no. Denne ligger i vedlegg 1.

En av utfordringene i gatekjøkkenbransjen er det utbredte fokuset på sunnhet, en trend med fokus på sunt kosthold og trening, og ifølge opplysningskontoret for frukt og grønt (2014) har forbruket av frukt og grønnsaker økt de siste årene. Denne trenden fører til at mange kanskje ønsker å unngå gatekjøkkenmat, som ofte anses for å være usunn. Sesam har fulgt med på markedet og oppdaget dette, og for å imøtekomme denne trenden har Sesam ønske om å starte opp ”sunnhetshjørnet”, som vil erstatte avdeling nord. De ønsker å servere sunnere matvarer som for eksempel kylling, salater, frukt, og mat generelt som inneholder mindre kalorier. Sesam håper på at dette vil tilfredsstille de eksisterende kundene, og tiltrekke seg et nytt segment. Vi har ikke fått noe mer konkret informasjon om denne planen, og vi vet ikke om dette vil iverksettes i det hele tatt, så vi ser derfor bort fra dette når vi beregner kontantstrøm senere i oppgaven.

5 Strategisk analyse

I dette kapitlet skal vi gjøre en strategisk analyse for å prognostisere utviklingen til Sesam AS i fremtiden. Først vil vi foreta en ekstern analyse, for å kartlegge selskapets makroomgivelser og mikroomgivelser. Vi vil se på hvilke aktører som befinner seg i Sesams strategiske handlingsrom og forsøke å finne ut hvordan bedriften best kan forholde seg til dem (Løwendahl og Wenstøp 2010). For å avdekke dette vil vi foreta en PESTEL-analyse og en analyse av bransjestrukturen. Deretter vil vi foreta en intern analyse, ved å se på selskapets ressursbeholdning og konkurransefortrinn. Til slutt vil vi oppsummere dette i en SWOT-analyse, hvor vi ser på de eksterne og interne faktorene samlet sett.

Vi ønsker å se om resultatene kan ha innvirkning på fremtidig kontantstrøm, og vi vil bruke ulike risikofaktorer i Sesams strategiske handlingsrom til beregne et avkastningskrav.

5.1 Ekstern analyse

I denne analysen vil vi se på hvilke utfordringer Sesam kan møte i omgivelsene. Vi ser først på makroomgivelsene ved hjelp av PESTEL-analysen, og deretter på mikroomgivelsene ved å analysere bransjestrukturen.

5.1.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en analyse av en bedrifts makroomgivelser. PESTEL-analysen tar for seg ulike forhold som virker inn på bedriftens virksomhet. Disse forholdene er:

Political – Politiske forhold

Economical – Økonomiske forhold

Sociocultural – Sosiokulturelle forhold

Technological – Teknologiske forhold

Environmental – Samfunnsmessige Forhold

Legal – Juridiske forhold

Disse forholdene kan være med på å forklare hvordan omgivelsene påvirker bedriften eller hvordan man skal møte ulike utfordringer på best mulig måte. I analysen kan man starte med å se på hvilke forhold som historisk sett har spilt en sentral rolle, og deretter se om disse forholdene kan påvirke fremtiden (Roos, Krogh og Roos 2010).

5.1.1.1 Politiske forhold

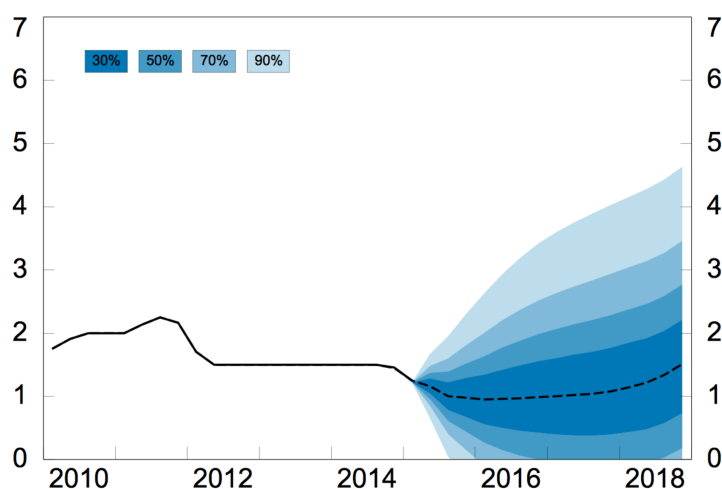
Arbeidsgivere er pålagt å betale arbeidsgiveravgift for sine ansatte. Kommunen hvor virksomheten har sitt hovedkontor avgjør satsen for arbeidsgiveravgiften. Sesam er lokalisert i Trondheim kommune, som ligger i sone 1 (Skatteetaten 2015a). Dette betyr at de betaler en arbeidsgiveravgift på 14,1% (Skatteetaten 2015b). Det er finansdepartementet som bestemmer soneinndelingen, og er dermed en politisk faktor Sesam må forholde seg til.

5.1.1.2 Økonomiske forhold

Styringsrenten

Norges Banks viktigste virkemiddel er styringsrenten, som er renten på bankenes innskudd opp til en viss kvote i Norges Bank. Endringer i Norges banks styringsrente vil normalt ha gjennomslag for bankenes innskudds- og utlånsrenter (Norges Bank 2015a). Sesam tok opp lån i 2012, og dermed kan en endring i styringsrenten ha innvirkning på Sesams økonomiske situasjon. En høyere rente kan også påvirke kjøpekraften hos forbrukerne. Det kan føre til at kundene til Sesam har mindre penger og velger andre alternativer.

Figuren under viser styringsrenten i prosent de siste fem årene og anslag fremover.



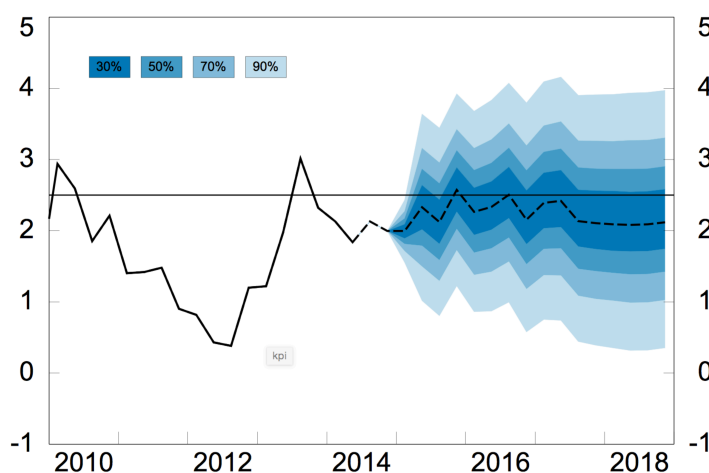
Figur 5.1 Historisk styringsrente med fremtidig anslag. Hentet fra Norges bank

Av figuren ser vi at styringsrenten har vært stabil fra 2012 til 2014, men at anslagene viser at den vil gå litt ned i fremtiden.

Inflasjon

Et annet forhold Sesam må forholde seg til er inflasjon. Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål på 2,5% for pengepolitikken i Norge. Det vil si at pengepolitikken blir innrettet mot at konsumprisene over tid skal vokse med nær 2,5% årlig (Norges bank 2015b).

Figuren under viser inflasjonen i prosent de siste årene og anslag fremover.



Figur 5.2 Historisk inflasjon med fremtidige anslag. Hentet fra Norges bank

Økte kommunale avgifter og leieutgifter

Sesam har opplyst at kommunale avgifter har økt betraktelig de siste årene. De har i tillegg opplevd en økning i leieutgifter. Dette har innvirkning på Sesams økonomi i form av høyere kostnader.

5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

Konsumentenes behov, normer og sammensetning, er faktorer som inkluderes i sosiokulturelle forhold (Fjeldstad og Lunnan 2014). Sunnhettrenden er et forhold som kan påvirke konsumentene ved valg av spisested, fordi flere er mer bevisst på hva de spiser. Dermed er dette et sosiokulturelt forhold som Sesam må forholde seg til.

5.1.1.4 Teknologiske forhold

Sosiale medier

Internett har blitt en viktig markedsføringskanal for mange bedrifter de siste årene. Flere bedrifter velger å markedsføre seg gjennom blant annet sosiale medier. Siden det er hard konkurranse i gatekjøkkenbransjen, bør Sesam velge i hvilken grad de skal forholde seg til denne markedsføringskanalen.

Bestilling via internett

Flere restauranter og gatekjøkken som for eksempel Peppes, Sushi Bar og Smile pizza & grill tilbyr enkel bestilling av mat via internett. Dette er en løsning som Sesam ikke tilbyr, men en mulighet som de kan ta i betraktning i fremtiden.

5.1.1.5 Samfunnsmessige forhold

I dagens samfunn er det et stort fokus på miljø, og dette er et forhold som Sesam må vurdere i hvilken grad de vil forholde seg til. De kan for eksempel velge en mer miljøvennlig emballasje, da det ofte forekommer forsøpling utenfor Sesam, spesielt på kveldstid.

5.1.1.6 Oppsummering av PESTEL

Under vises en tabell med oversikt over de ulike faktorene, de funnene som er gjort, og de konsekvenser det medfører. Vi valgte i dette kapittelet å se bort i fra juridiske forhold, da vi ikke fant noen som er relevante for vår oppgave.

Faktorer	Funn	Konsekvens
Politiske	<ul style="list-style-type: none"> • Økt arbeidsgiveravgift 	<ul style="list-style-type: none"> • Økte avgifter kan føre til redusert fortjeneste
Økonomiske	<ul style="list-style-type: none"> • Styringsrenta • Inflasjon • Økte kommunale avgifter og leieutgifter 	<ul style="list-style-type: none"> • Økt rente kan føre til høyere lånekostnader • Dette kan påvirke Sesams priser • Økte kostnader
Sosiokulturelle	<ul style="list-style-type: none"> • Sunnhettrenden 	<ul style="list-style-type: none"> • Kundene kan velge sunnere alternativer
Teknologiske	<ul style="list-style-type: none"> • Sosiale medier • Internettbestilling 	<ul style="list-style-type: none"> • Kan tiltrekke seg flere kunder • Enklere løsning for kundene, bedre kundeservice
Samfunnsmessige	<ul style="list-style-type: none"> • Fokus på miljø 	<ul style="list-style-type: none"> • Forsøpling

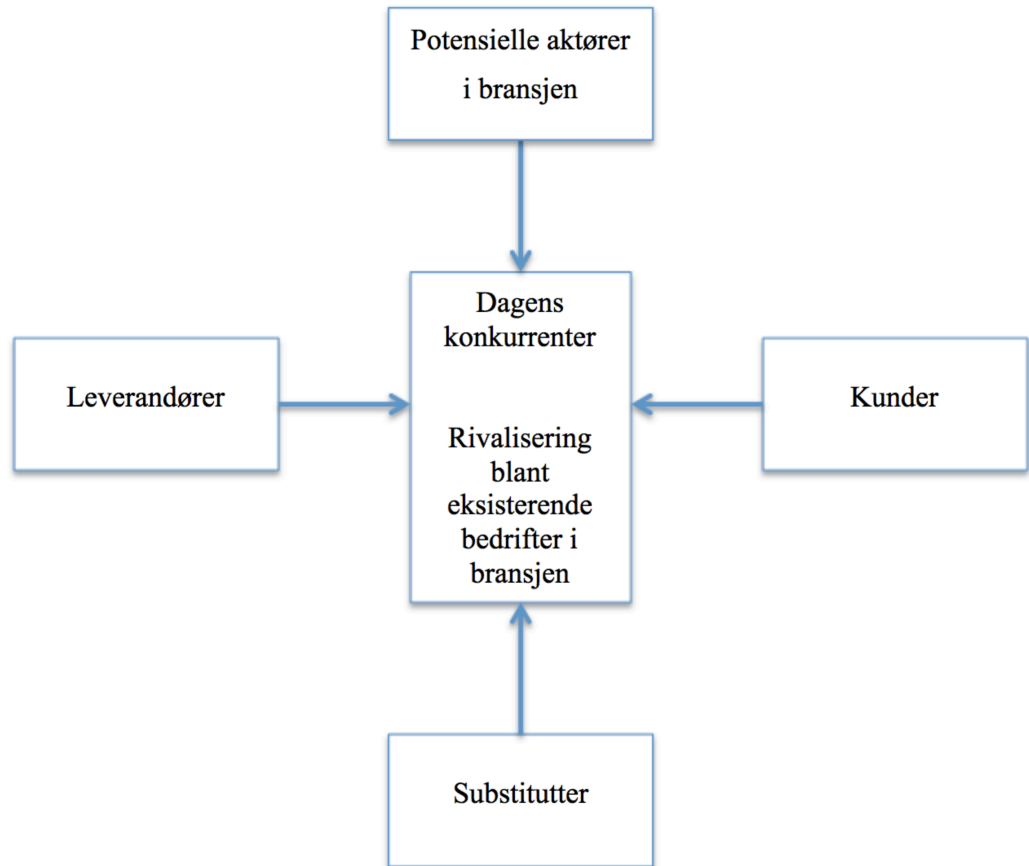
Figur 5.3 Oversikt over faktorer i PESTEL-analysen

5.1.2 Analyse av bransjestrukturen

I PESTEL-analysen drøftet vi faktorer som er knyttet til omgivelsene på et overordnet nivå, nå skal vi se på faktorer i de nære omgivelsene som mer direkte virker inn på bedriftens virksomhet.

Michael Porter definerer en modell som omfatter ulike aktører i en bransje. Ved hjelp av dette rammeverket kan man analysere de nye aktørene som ønsker å operere i markedet, kundenes forhandlingssituasjon, leverandørenes forhandlingssituasjon, innflytelsen fra substituerbare produkter som er tilgjengelig

for kundene og den rivaliseringen som foregår blant de eksisterende aktørene i bransjen (Roos, Krogh og Roos 2010).



Figur 5.4 Porters fem konkurransekrefter

5.1.2.1 Eksisterende aktører i bransjen

Etter vår oppfatning er konkurransen blant de eksisterende aktørene hard og lønnsomheten er lav, dette bekrefter også Sesam. Mange av bedriftene i bransjen er ustabile, og det er som tidligere nevnt mange nedleggelse.

5.1.2.2 Potensielle aktører i bransjen

Sesam er godt etablert i bransjen og har god markedsposisjon som gjør at de kan tåle konkurranse fra nyetablerte aktører. Sesam har også en stor fordel ved at de har bygd opp merkevaren, "Sesamburgeren". Det kan være vanskelig for nye konkurrenter å utligne denne fordel. I tillegg kan det være vanskelig å hente markedsandeler fra Sesam, da de har mange lojale kunder. Dette kan gå utover lønnsomheten til nyetablerte bedrifter. Likevel er ikke barrieren for å etablere seg i bransjen så høy, fordi etableringskostnadene er relativt lave.

5.1.2.3 Leverandører

Sesam har et godt forhold til leverandørene, og har opprettet gode avtaler med dem. Sesams hovedleverandør er Stabburet, som også er leverandør til flere andre gatekjøkken i Trondheim. Dermed er en god avtale med denne leverandøren verdifull for Sesam. Leverandørens produkt er en viktig produksjonsfaktor for Sesam, dermed vil tap av avtalen med leverandøren utgjøre en trussel.

5.1.2.4 Substitutter

Produkter som kan dekke samme funksjon og behov betegnes som et substitutt (Roos, Krogh og Roos 2010). Å identifisere disse kan være vanskelig. Vi er nå inne i en sunnhetstrend hvor mange er opptatt av å spise sunnere, så alternativet til hamburger og pizza, kan eventuelt være sunnere alternativ som fiskeburger eller pizza laget på speltlomper. Dette kan føre til at kundene kan velge andre produkter.

5.1.2.5 Kundene

Kundene er ofte opptatt av god kvalitet og god service, og ønsker ofte å presse prisene nede (Roos, Krogh og Roos 2010). I denne bransjen er det svært lave byttekostnader for kunden, dermed er det lett for kunden å velge et annet gatekjøkken, dette øker i og for seg kundenes makt. Men i og med at produktet utgjør en ganske liten andel av kundenes totale kostnader og innkjøp, vil ikke kundenes makt være alt for stor.

5.2 Intern analyse - ressursanalyse

I forrige kapittel gjorde vi en analyse av de omgivelsene Sesam må forholde seg til, både på makronivå og på mikronivå. I dette kapitlet skal vi se på bedriftens sterke sider, altså hvilke strategiske ressurser som gir grunnlag for konkurransefortrinn. Vi skal også ta for oss hvilke svake sider Sesam har og til slutt vil vi foreta en VRIO-analyse.

5.2.1 Sterke sider - ressurser

Strategiske ressurser kan bestå av tradisjonelle ressurser som fysiske og monetære, men de er også ofte immaterielle ressurser, som medarbeiderne og kunnskapen de har, bedriftens rykte og forholdet til eksterne parter, patenter og

varemerker og så videre (Roos, Krogh og Roos 2010). Vi vil nå gå gjennom de viktigste ressursene Sesam besitter.

5.2.1.1 Merkenavn

Et merkenavn er av verdi for kunder i et marked som kjenner til merkenavnet. Det kan ofte gi positive assosiasjoner og kan øke sannsynligheten for at de vil kjøpe produktet som bærer merkenavnet (Selnes og Sørensen 1997, 137-139). Mange forbinder ofte Sesam med "Sesamburgeren". Dette er et merkenavn som Sesam har klart å skape i gatekjøkkenbransjen opp gjennom de årene de har drevet. Gjennom 25 år har de servert mat til kunder av god kvalitet både når det gjelder kvaliteten på kjøtt, og på måten burgeren er stekt, og det er mange av kundene som har vendt tilbake etter og ha hørt den kjente frasen "håpa smaka bra". Dette kan være mye av grunnen til at merkenavnet har blitt skapt.

5.2.1.2 Rykte/omdømme

Sesam har et svært godt rykte, og ifølge innehaver Ibrahim Mansour, så er dette grunnen til at Sesam har gjort det så bra. Han sier at mange av kundene er lojale og faste kunder som ofte vender tilbake. Vår oppfatning etter en tur innom Sesam og en prat med Ibrahim, er at det gode ryktet kanskje skyldes han selv. For det kan virke som at det er Ibrahim som ER Sesam. Mange av kundene kommer for å hilse på han, og ifølge Ibrahim selv blir noen kunder ofte skuffet dersom han ikke er i gatekjøkkenet når de kommer. Det siste året har han vært opptatt og ikke hatt tid til å være så mye tilstede, og han sier at han har merket en nedgang som kanskje kan skyldes dette.

5.2.1.3 Beliggenhet

Sesam er som tidligere nevnt lokalisert på Studentersamfunnet. Dette er en gunstig beliggenhet da Samfunnet ofte holder ulike arrangementer for studenter. Sesam tiltrekker seg også en stor del av disse studentene, og har også i tillegg en rabattordning for de som er medlem av Studentersamfunnet. Annethvert år arrangeres også Studenteruka på Samfunnet, en uke med konserter og arrangementer hver dag. Dette er ei uke hvor Sesam har svært høy omsetning ifølge daglig leder. Ifølge Sesam så har de størst omsetning i helgene, og ofte da i de helgene det holdes arrangementer på Samfunnet. Så sett fra denne siden så er

beliggenheten svært viktig for Sesam. På den andre siden så er Sesam lokalisert et godt stykke fra sentrum og de andre gatekjøkkenene, og i de helgene Samfunnet ikke har noen arrangementer, så kan plasseringen anses som ugunstig. Ibrahim selv mener også at beliggenheten ikke har så mye å si, fordi gatekjøkkenet ikke kan basere seg kun på å ha høy omsetning i helgene. Han mener at det er ryktet som har mest å si for omsetningen, og ikke beliggenheten.

5.2.1.4 Kompetanse

Sesams ansatte får god opplæring, og mange av de ansatte har jobbet i Sesam lenge og har god erfaring. Dette har ført til at Sesam har kunnet levere gode produkter til sine kunder. De siste årene har Sesam fått litt problemer med sine ansatte fordi mange har sluttet, slik at det har vært en del nye ansatte med mindre erfaring. Sesam har slitt litt med lojalitet blant ansatte, da en del av de har sluttet og etablert sine egne gatekjøkken.

5.2.1.5 Omsetning

Ifølge konkurrentanalysen vi foretok via Proff som ble nevnt tidligere, er Sesam den bedriften som har høyest omsetning av de som opererer i gatekjøkkenbransjen. Dette er en sterk side og indikerer at Sesam utnytter sine ressurser og sin posisjon i markedet.

5.2.2 Svake sider

En av svakhetene til Sesam er som nevnt over at de har slitt med lojalitet blant ansatte. En annen svakhet er språkvanskeligheter. Alle som jobber på Sesam har minoritetsbakgrunn, og flere av dem har dårlig norskkunnskaper. Dette fører ofte til kommunikasjonsproblemer med kundene, og det kan av og til være vanskelig å yte god service.

5.2.3 VRIO

VRIO er et verktøy som kan brukes for å analysere verdien av ressursene en bedrift besitter. Den kan fortelle om en bedrifts ressurser gir grunnlag for varige konkurransefortrinn. Dersom varige konkurransefortrinn skal finne sted må ressursen ha fire egenskaper (Fjeldstad og Lunnan 2014). Forboksstaven i disse egenskapene utgjør navnet VRIO, og disse er:

Valuable – Verdifull

Rare – Sjelden

Inimitable – Vanskelig å kopiere

Organized – God utnyttelse av ressursen

Her følger en analyse av ressursene:

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å etterlikne	Godt organisert
Beliggenhet	Ja	Ja	Ja	
Kompetanse	Ja	Nei	Nei	Nei
Merkenavn	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja
Leverandør	Ja	Ja/Nei	Nei	Ja
Omdømme	Ja	Ja	Ja	Ja
Kunderelasjon	Ja	Ja/Nei	Ja	Ja

Figur 5.5 VRIO-analyse av Sesam AS

5.3 SWOT-analyse

Til nå har vi foretatt både en ekstern og en intern analyse av Sesam. Vi skal nå oppsummere disse i en SWOT-analyse. SWOT-analysen består av fire komponenter. Forbokstaven i disse komponentene utgjør navnet SWOT. Disse komponentene er: bedriftens sterke sider (strengths), bedriftens svake sider (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats). De to første utgjør den interne analysen, mens de to siste utgjør den eksterne analysen (Roos, Krogh og Roos 2010).

	Styrker	Svakheter
Interne	<ul style="list-style-type: none"> • Merkevaren "Sesamburger" • Lokasjon ved Samfunnet • Godt omdømme • Omsetning 	<ul style="list-style-type: none"> • Språk • Lojalitet blant ansatte
	Muligheter	Trusler
Eksterne	<ul style="list-style-type: none"> • Sunnere alternativ • Markedsføring via Sosiale medier • Internettbestilling • Miljøbevissthet 	<ul style="list-style-type: none"> • Sunnhetstrend • Renteoppgang • Økte avgifter

Figur 5.6 SWOT-analyse av Sesam AS

6 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi foreta en regnskapsanalyse av Sesam for å si noe om bedriftens økonomiske stilling og utvikling. Vi skal se på lønnsomhet, soliditet og likviditet, og se om dette kan ha noen innvirkning på fremtidig kontantstrøm.

6.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om en bedrifts evne til å skape overskudd (Kristoffersen 2014).

6.1.1 Bruttofortjeneste

Bruttofortjenesten sier noe om hvor mye bedriften har tjent på sitt salg før de øvrige kostnadene blir tatt hensyn til. Den utgjør forskjellen mellom salgsinntekt og varekostnad (Kristoffersen 2014).

$$\text{Bruttofortjeneste i \%} = \frac{\text{Bruttofortjeneste i kr} \cdot 100\%}{\text{Salgsinntekter}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Bruttofortjeneste	7463	7328	8742	7699	7512	7697
i %	59%	60%	61%	60%	57%	60%

Figur 6.1 Bruttofortjeneste i prosent

Som det fremgår av tabellen ovenfor så har bruttofortjenesten ligget ganske stabilt på rundt 60 % de siste seks årene.

6.1.2 Driftsmargin

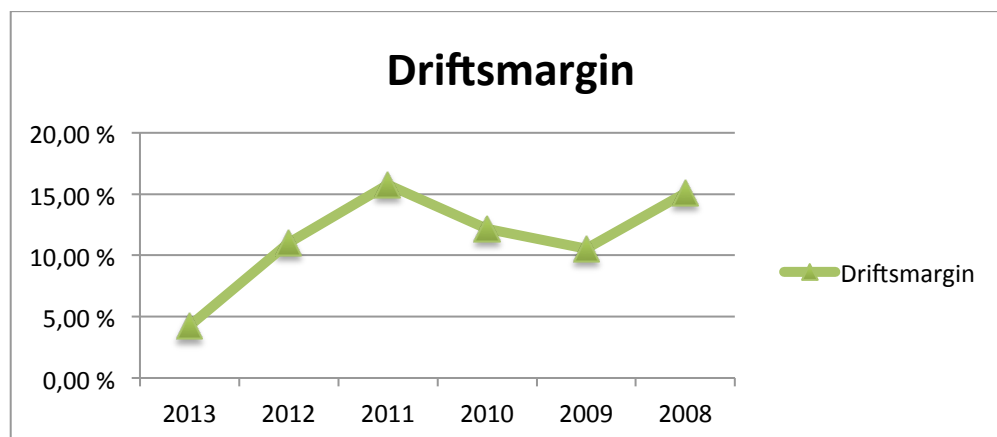
Driftsmarginen viser hvor mye bedriften har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader (Kristoffersen 2014).

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} \cdot 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Verdivurdering av Sesam AS

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Driftsmargin	4,24%	11,03%	15,76%	12,19%	10,53%	15,11%

Figur 6.3 Driftsmargin



Figur 6.4 Grafisk fremstilling av driftsmargin

De siste to årene har driftsmarginen hatt en nedgang. Dette vil bli tatt hensyn til ved beregningen av det fremtidige regnskapet.

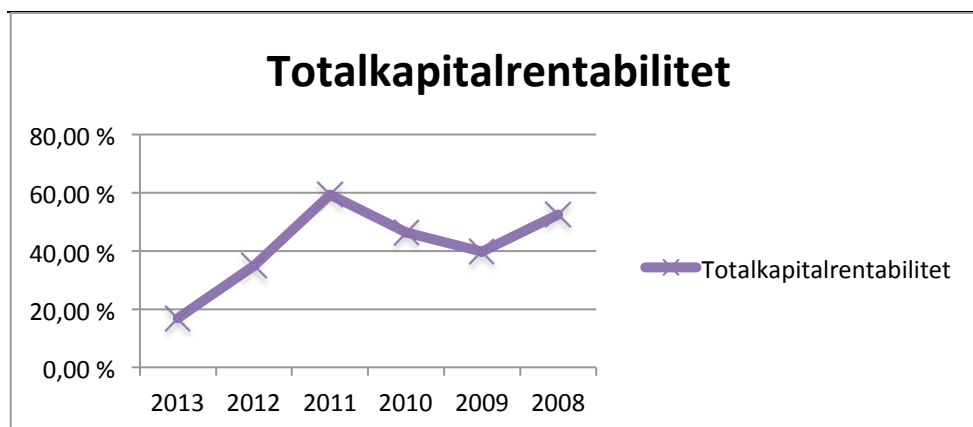
6.1.3 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler avkastningen på en bedrifts samlede kapital som er bundet i bedriften, og den gir uttrykk for nivået på periodens inntjening (Kristoffersen 2014).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \cdot 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Totalkapitalrentabilitet	16,89%	34,93%	59,23%	46,40%	39,79%	52,41%

Figur 6.5 Totalkapitalrentabilitet



Figur 6.6 Grafisk fremstilling av totalkapitalrentabilitet

Vi ser av figuren over at totalkapitalrentabiliteten var på sitt høyeste i 2011, og deretter har den gått ned betraktelig de siste årene. Vi legger dette til grunn ved beregning av kontantstrøm senere i oppgaven.

6.2 Soliditet

Soliditet sier noe om bedriftens evne til å tåle tap uten å havne i finansielle problemer (Tofteland 2014). Sentrale faktorer som påvirker bedriftens soliditet er egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

6.2.1 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom kapital som er finansiert av utenforstående og kapital som er finansiert av eierne. En gjeldsgrad på 1 betyr at egenkapitalen og sum gjeld er like stor. Det gir en egenkapitalandel på 50% (Kristoffersen 2014).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld} \cdot 100\%}{\text{Egenkapital}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Gjeldsgrad	4,31	5,81	7,44	6,17	5,98	7,23

Figur 6.9 Gjeldsgrad

Vi ser at gjeldsgraden har gått ned de siste årene.

6.2.2 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor prosent av eiendelene som er finansiert med egne midler. Dersom egenkapitalandelen er høy innebærer dette at bedriften lettere kan tåle tap (Kristoffersen 2014).

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Egenkapitalandel	18,84%	14,67%	11,85%	13,95%	14,32%	12,16%

Figur 6.10 Egenkapitalandel

Ifølge Kristoffersen vil de fleste virksomheter akseptere en egenkapitalandel på 30 til 35%. Sesam ligger under dette, men over grensa på 10% som er kravet for at aksjeselskaper kan dele ut aksjeutbytte. Egenkapitalandelen vil bli brukt senere i oppgaven ved beregning av avkastningskrav.

6.2.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgraden uttrykker evnen bedriften har til å betale sine renteforpliktelser (Kristoffersen 2014).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Rentedeckningsgrad	12	61	385	322	359	104

Figur 6.11 Rentedeckningsgrad

Denne størrelsen avhenger av lønnsomheten og renter på gjelden. Det finnes ingen generelle krav til størrelsen på rentedeckningsgraden, men ifølge Kristoffersen så hevder mange at den bør være større enn 3. Av tabellen ser vi at Sesam har hatt høy rentedeckningsgrad, men at den har gått ned de siste årene. Den tilfredsstillende uansett kravet om å være større enn 3.

6.3 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse av bedriftens betalingsevne, og innebærer en analyse av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen 2014).

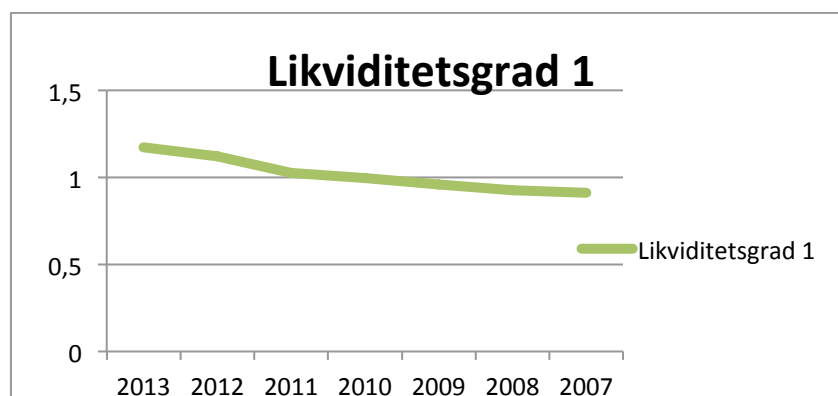
6.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 utgjør forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den bør være større enn 2. Det er sjelden at likviditetsgraden er så høy som dette kravet. Gjennomsnittet for aksjeselskaper i Norge lå på 1,2 i 2011 (Kristoffersen 2014).

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

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Likviditetsgrad 1	1,17	1,12	1,02	1,00	0,96	0,92

Figur 6.12 Likviditetsgrad 1



Figur 6.13 Grafisk fremstilling av likviditetsgrad 1

Av grafen ser vi at Sesam ligger litt under gjennomsnittet som ble beregnet i 2011, men at likviditeten har blitt forbedret de siste årene.

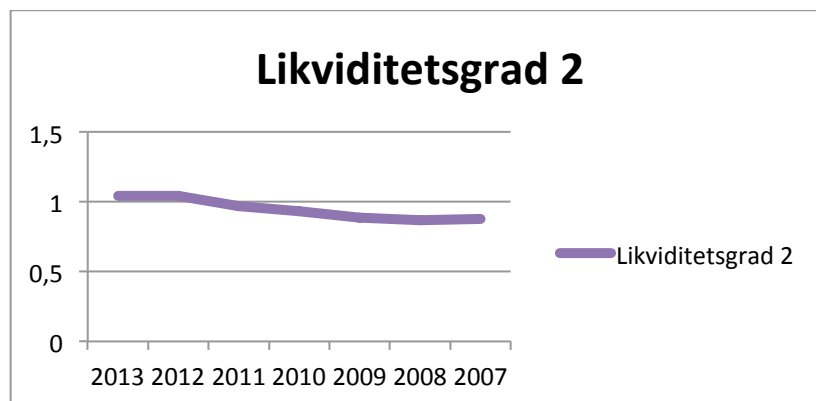
6.3.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 utgjør forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelager og kortsiktig gjeld. Denne bør være større enn 1 (Kristoffersen 2014).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Likviditetsgrad 2	1,04	1,04	0,97	0,93	0,89	0,87

Figur 6.14 Likviditetsgrad 2



Figur 6.15 Grafisk fremstilling av likviditetsgrad 2

Sesams likviditetsgrad har ligget litt under kravet, men de to siste årene har den ligget der den bør være.

6.4 Oppsummering av regnskapsanalyse

Nå har vi sett på Sesams lønnsomhet, soliditet og likviditet, og forsøkt å analysere dette ved hjelp av ulike nøkkeltall. Under lønnsomhet så ser vi at bruttofortjenesten er stabil, mens det har vært en nedgang i driftsmargin og total kapitalrentabilitet. Vi vil derfor ta høyde for at driftsinntektene vil være noe lavere i årene fremover når vi skal estimere fremtidige regnskapstall.

Vi så at soliditeten til Sesam har blitt forbedret de siste årene, men er fortsatt relativt lav. Den lave egenkapitalandelen vil også resultere i et lavere avkastningskrav som beregnes senere. I likviditetsanalysen så vi at likviditeten til Sesam har blitt forbedret de siste årene.

7 Verdivurderingsmetode

En verdsettelse av en bedrift er ifølge Gunnar A. Dahl (2011) ingen eksakt vitenskap, derfor bør det heller betegnes som en verdivurdering. Det finnes mange forskjellige verdivurderingsmetoder og disse er basert på ulike tilnærminger. Vi vil gå gjennom noen metoder, og deretter finne ut hvilken metode vi anser som mest hensiktsmessig å anvende.

7.1 Markedsbasert metode

Ved en markedsbasert tilnærming baseres verdien av selskapet på prising av sammenlignbare selskaper (Kaldestad og Møller 2011). Det har vært vanskelig å finne selskaper å sammenligne Sesam med, og dermed blir det vanskelig å gjennomføre denne tilnærmingen.

7.2 Balansebasert metode

Denne metoden baseres på hva eiendelene i selskapet kan selges for i markedet i dag. I Sesams tilfelle ligger mye av verdien i selskapet i de ansattes kompetanse, opparbeidede relasjoner med kunder og leverandører, dermed er det stor sannsynlighet for at verdien av selskapet undervurderes. Denne metoden er derfor ikke helt optimal å bruke (Kaldestad og Møller 2011).

7.3 Inntjeningsbasert tilnærming

Den metoden vi har valgt å bruke er en inntjeningsbasert tilnærming, mer konkret metoden for fri kontantstrøm. Denne metoden tar utgangspunkt i forventede fremtidige kontantstrømmer. Selskapets verdi er nåverdien av disse kontantstrømmene. I denne tilnærmingen skal vi: 1) Prognostisere fremtidige kontantstrømmer, 2) estimere et avkastningskrav og 3) diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet (Kaldestad og Møller 2011).

Denne metoden ser mindre på hva eiendelene er verdt, og mer på fremtidig inntjening. Fordelen med en inntjeningsbasert metode er at det tas høyde for at bedriften i det lange løp ikke er mer verdt enn den verdien bedriften kan forrente med et avkastningskrav. Ulempene med denne metoden er at det kan være

vanskelig å predikere fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet kan også være vanskelig å anslå (Dahl 2011).

7.3.1 Forutsetninger

Før vi starter med verdivurderingen må vi legge noen forutsetninger til grunn.

- Vi forutsetter at Sesam legger ned driften i utgangen av 2019. Dette er basert på uttalelser fra Sesams innehaver, om at han ikke ønsker å selge selskapet når han pensjoneres. Vi ønsker dermed å finne verdien på dette tidspunktet.
- Vi forutsetter at det ikke blir foretatt noen store investeringer i perioden.
- Vi forutsetter at år 2013 er et spesielt dårlig år, da vi ser at tidligere år har betydelig bedre tall.
- Vi har ikke fått tilgang til regnskap for 2014, dermed budsjetteres dette også.

8 Budsjettering

For å estimere fremtidig kontantstrøm må vi estimere regnskapstall for fremtiden. Vi har valgt å estimere tall 5 år frem i tid, altså frem til 2019, basert på historiske tall fra 6 år tilbake i tid.

8.1 Resultatregnskap

Resultatregnskapet gir oss oversikt over bedriftens inntekter og kostander i et regnskapsår.

8.1.1 Driftsinntekter

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707
Differanse i %	6%	3%	-2%	11%	-14%	4%

Figur 8.1 Historisk driftsinntekt

2009	2011	2013	Gjennomsnitt
3%	11%	4%	6%

2008	2010	2012	Gjennomsnitt
6%	-2%	-14%	-3,6%

Driftsinntektene til Sesam har stort sett hatt en jevn økning siden 1998, men de siste seks årene har de gått litt opp og ned, med en gjennomsnittlig økning på 0,2%. Kulturfestivalen Uka avholdes hvert andre år i tilknytning til Samfunnet, og det kan se ut som at driftsinntektene korrelerer med Uka. Sesam har hatt en økning i omsetningen i årene 2009, 2011 og 2013, dette er år hvor Uka har vært avholdt. Dersom vi ser på gjennomsnittlig differanse i prosent for årene 2009, 2011 og 2013 så er denne 6%, og for årene 2008, 2010 og 2012 så er gjennomsnittlig differanse i prosent -3,6%. Vi ønsker også å ta hensyn til at lønnsomheten har hatt en liten nedgang de siste årene, og vil derfor budsjettere fremtidige regnskapstall noe lavere en gjennomsnittet, med en økning på 5% for årene 2015, 2017 og 2019. For årene 2014, 2016 og 2018 vil vi budsjettere med -4%.

8.1.2 Varekostnad

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Varekostnad	5113	5694	5198	5542	4900	5244	
i % av driftsinntekter	40%	43%	40%	39%	40%	41%	41%

Figur 8.2 Historisk varekostnad

I de siste seks årene har varekostnaden i gjennomsnitt ligget på 41% av driftsinntektene. Varekostnaden settes dermed til 41% for budsjettering av fremtidig resultatregnskap.

8.1.3 Lønnskostnad

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Lønnskostnader	4525	4889	4915	5222	4621	5237	
i % av driftsinntekter	35%	37%	38%	37%	38%	41%	38%

Figur 8.3 Historisk lønnskostnad

Lønnskostnaden har ligget stabilt på rundt 38% de siste seks år, og vi vil derfor budsjettere med dette i fremtiden.

8.1.4 Avskrivning

Vi forutsetter lineære avskrivninger og ingen fremtidig investering. I 2013 var avskrivningene 155 000, så vi har valgt å avskrive med dette beløpet hvert år. Siste år blir avskrevet med 81 000.

8.1.5 Andre driftskostnader

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Andre driftskostnader	1077	1104	1050	1154	1241	1532	
i % av driftsinntekter	8%	8%	8%	8%	10%	12%	9%

Figur 8.4 Historisk annen driftskostnad

Andre driftskostnader har ligget mellom 8-12% av driftsinntektene de siste seks årene, med et gjennomsnitt på 9%. I den strategiske analysen fant vi ut at Sesam har opplevd en økning i kommunale avgifter de siste årene. Vi legger dette til grunn og velger å budsjettere posten andre driftskostnader med 12% av driftsinntektene i perioden fremover.

8.1.6 Finansresultat

Finansresultatet består av finansinntekter fratrukket finanskostnader.

Finansinntekter består av renteinntekter på bankinnskudd mens finanskostnader består av renter på langsiktig og kortsiktig lån (Kristoffersen 2014).

Det er vanskelig å anslå hvordan finansresultatet vil være i fremtiden, i og med at rentenivået er vanskelig å anslå. I den eksterne analysen tidligere i oppgaven så vi av figuren at styringsrenten er anslått å gå litt ned i årene fremover. Dermed vil vi anslå at renteinntektene til Sesam vil være noe lavere i årene fremover enn hva de har vært tidligere. Vi valgte derfor å budsjettere finansinntektene med en økning på 10% per år.

Finanskostnadene ble beregnet på bakgrunn av de opplysninger vi har fått om langsiktig lån fra Sesam. Vi fikk opplyst at de har ett restlån per. 31.12.14 på kr 452 835 av opprinnelig kr 700 000 som ble tatt opp i 2012. Det har en løpetid på seks år og rente på 4,8% i 2014. Vi har lagt denne renten til grunn for beregning av rentekostnadene og forutsatt at lånet er et annuitetslån. Vi har foretatt

simuleringer basert på disse opplysningene for å anslå rentekostnader. Dette ligger i vedlegg 10.

8.1.7 Skattekostnad

Skattekostnaden består av betalbar skatt og endring av utsatt skatt i balansen. Beregningen av denne posten ligger i vedlegg 11. Vi har tatt høyde for at permanente forskjeller som for eksempel ikke fradragsberettigede kostnader (skattemessig) ligger på 20 000, dette er basert på årsregnskapet for 2013 hvor tilsvarende tall var ca. 21 000.

8.1.8 Utbytte

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Årsresultat	1407	1027	1155	1611	990	336	
Utbytte	1400	1000	1150	1600	950	330	
i % av årsresultat	99,5%	97,4%	99,6%	99,3%	96%	98,2%	97,3%

Figur 8.5 Historisk utbytte

Vi ser at eierne av Sesam har tatt ut i gjennomsnitt 97,3% av årsresultatet i utbytte de siste seks årene. For fremtiden vil vi beregne utbytte til 95%, noe som er litt lavere enn gjennomsnittet. Vi har satt denne prosentsatsen litt lavere enn gjennomsnittet, for å sikre økning av opptjent egenkapital.

8.2 Balanse

Balansen består av eiendeler, egenkapital og gjeld. Den viser selskapets finansielle stilling på et bestemt tidspunkt (Kristoffersen 2014).

8.2.1 Anleggsmidler

Anleggsmidlene har vi valgt å redusere med avskrivningene på 155 000 for hvert år frem til 2019, hvor de reduseres med 81 000, under forutsetning av at Sesam ikke skal foreta noen investeringer i løpet av perioden fremover.

8.2.2 Varelager

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Varelager	187	208	195	207	191	230	
i % av driftsinntekter	1,46%	1,58%	1,51%	1,45%	1,56%	1,81%	1,56%

Figur 8.6 Historisk varelager

Historisk sett har varelageret ligget i gjennomsnitt på 1,56% av driftsinntektene.

Vi budsjetterer varelageret i det fremtidige regnskapet med dette.

8.2.3 Kundefordringer

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Kundefordringer	47	7	33	1	9	14	
i % av driftsinntekter	0,37%	0,05%	0,26%	0,01%	0,07%	0,11%	0,14%

Figur 8.7 Historiske kundefordringer

Historisk sett har kundefordringene ligget i gjennomsnitt på 0,14% av driftsinntektene. Dette vil legges til grunn for fremtidige kundefordringer.

8.2.4 Andre fordringer

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Andre fordringer	390	435	513	494	467	587	
i % av driftsinntekter	3,04%	3,29%	3,98%	3,46%	3,82%	4,62%	3,79%

Figur 8.8 Historisk annen fordring

De siste seks år har posten annen fordring ligget i gjennomsnitt på 3,79% av driftsinntektene, vi velger derfor å budsjettere med dette i fremtiden.

8.2.5 Kasse bank

Posten "Kasse bank" er beregnet som differansen mellom summen av eiendeler og de øvrige postene.

8.2.6 Egenkapital

Egenkapitalen består av aksjekapital og opptjent egenkapital. Aksjekapitalen har vært på én million siden 2003, og vi lar den forbli slik i årene fremover. Opptjent egenkapital er differansen mellom årsresultatet og utbyttet.

8.2.7 Utsatt skatt

Utsatt skatt utgjør midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier (Kristoffersen 2014). Beregning av utsatt skatt finnes i vedlegg 11.

8.2.8 Annen langsiktig gjeld

Sesam tok som tidligere nevnt opp et lån på kr 700 000 i 2012. Øvrige opplysninger om lånet finnes i kapittel 8.1.6. Beregning av annen langsiktig gjeld/restlån finnes i vedlegg 10.

8.2.9 Leverandørgjeld

For å beregne leverandørgjeld beregnet vi først kredittid til leverandørene.

$$\text{Kredittid til leverandører} = \frac{\text{Gj. snittlig leverandørgjeld} \cdot 360 \text{ dager}}{\text{Varekjøp}}$$

Varekjøpet beregnes etter denne formelen:

$$\text{Varekjøp} = \text{Varekostnad} + \text{UB varelager} - \text{IB varelager}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Varekjøp	5195	5715	5185	5554	4884	5283	
Gjennomsnittlig leverandørgjeld	300	301	235,5	179	132,5	75,5	
Kredittid	16,6	15,2	13,1	9,3	7,8	4,1	13,5

Figur 8.9 Historisk leverandørgjeld og historisk kredittid

Vi valgte å benytte en kredittid på 10 dager, da kredittiden kan avvike litt fra regnskapet. Vi har også fått opplyst fra Sesam at kredittiden til leverandørene er ganske varierende.

For å beregne leverandørgjelden brukte vi denne formelen:

$$\text{Gj. Snittlig leverandørgjeld} = \frac{\text{Kredittid} \cdot \text{Varekjøp}}{360}$$

8.2.10 Skyldig offentlige utgifter

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Skyldig offentlige utgifter	364	456	538	491	394	530	
i % av driftsinntekter	2,84%	3,45%	4,17%	3,44%	3,22%	4,17%	3,55%

Figur 8.10 Historisk skyldige offentlige utgifter

Denne posten har vi også beregnet som prosent av driftsinntektene. Vi budsjetterer denne med 3,55% i fremtidig resultatregnskap.

8.2.11 Annen kortsiktig gjeld

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	12810	13206	12897	14284	12228	12707	
Annen kortsiktig gjeld	694	712	697	741	668	666	
i % av driftsinntekter	5,42%	5,39%	5,40%	5,19%	5,46%	5,24%	5,35%

Figur 8.11 Historisk annen kortsiktig gjeld

Historisk sett ligger annen kortsiktig gjeld i gjennomsnitt på 5,35% av driftsinntektene. Vi budsjetterer med dette i fremtidig resultatregnskap.

9 Beregning av avkastningskrav

For å finne verdien av et selskap ved hjelp av en kontantstrømmetode må vi finne selskapets avkastningskrav. Avkastningskravet sier noe om hvilken avkastning eierne kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko. Vi skal beregnet to avkastningskrav, et til egenkapitalen ved hjelp av kapitalverdimodellen og et avkastningskrav til totalkapitalen.

9.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Ifølge Kaldestad og Møller (2011) kan egenkapitalkostnaden estimeres via kapitalverdimodellen (KVM) slik:

$$R_e = R_f \cdot (1 - s) + \beta[E(r_m) - R_f \cdot (1 - s)]$$

der:

R_f = risikofri rente

$E(r_m)$ = avkastning på en markedsportefølje

$E(r_m) - R_f$ = markedets risikopremie

B = egenkapitalbetabeta (systematisk risiko)

S = skattekostnad

9.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten som ligger i bunn, og er et minimumskrav for alle investeringer. Alle risikable investeringer bør være i stand til å gi bedre avkastning enn denne. Det nærmeste man kommer risikofri rente er statsobligasjoner (Kaldestad og Møller 2011). Vi har valgt å benytte 10-årig statsobligasjon som mål på risikofri rente. Oversikten fra Norges bank viser at årsgjennomsnittet på 10-årig statsobligasjon for 2014 ligger på 2,52%. (Norges bank 2015c) Vi bruker dermed denne i videre beregninger.

9.1.2 Markedets risikopremie

Med markedets risikopremie menes den meravkastning som forventes å få i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad og Møller 2011). Ifølge en undersøkelse gjort av PWC lå markedets risikopremie på 5% i 2014 (PWC 2014). Vi velger å legge denne til grunn for 2015 også.

9.1.3 Beta

Beta er et mål på en aksjes risiko, og måler hvordan den svinger i forhold til aksjemarkedet. Beta er i gjennomsnitt lik 1 noe som betyr at aksjen svinger i takt med aksjemarkedet (Kaldestad og Møller 2011).

Å beregne betaverdien for et lite aksjeselskap som Sesam kan være utfordrende. Det er vanskelig å finne et børsnotert sammenlignbart selskap, så vi har dermed valgt å beregne flere avkastningskrav basert på tre ulike betaverdier. I en artikkel fra ledernytt (2013) skriver Arnfinn Osvik at beta kan anslås å ligge mellom 1 og 2 for mindre og eierstyrte bedrifter. Vi har valgt å estimere avkastningskravene ved hjelp av betaverdiene 1, 1,5 og 2.

9.1.4 Småbedriftspremie

En undersøkelse gjort av PWC for 2013 og 2014 kommer det frem at 83% mener at det bør benyttes en såkalt småbedriftspremie i avkastningskravet for små selskaper. Bakgrunnen for dette er at det ofte kan være høyere risiko knyttet til små selskaper. Små selskapers fremtidige kontantstrømmer kan i stor grad være avhengige av nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller kunder og de kan ha utfordringer med å få finansiering. Satsen ligger i 2014 mellom 4% og 5% for bedrifter under 0,1 milliard (PWC 2014). Med bakgrunn i dette velger vi en småbedriftspremie på 4,5% for Sesam.

Dersom vi inkluderer småbedriftspremien i beregningene blir formelen slik:

$$R_e = R_f \cdot (1 - s) + \beta[E(r_m) - R_f \cdot (1 - s)] + sbp \cdot (1 - s)$$

9.1.5 Beregning av avkastningskrav ved KVM

Risikofri rente	2,52 %	2,52 %	2,52 %
Skattefaktor (1-0,27)	73 %	73 %	73 %
Beta	1	1,5	2
Markedets risikopremie	5 %	5 %	5 %
Småbedriftspremie	4,50 %	4,50 %	4,50 %
Avkastningskrav	8,77 %	10,60 %	12,42 %

Figur 9.1 Beregning av avkastningskrav ved bruk av kapitalverdimodellen

Ved å benytte tre ulike betaverdier får vi også tre ulike avkastningskrav som vist i tabellen ovenfor.

9.1.6 Integrert risikoanalyse

Vi har valgt å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen ved hjelp av integrert risikoanalysemodell. Denne modellen går ut på klassifisere ulike risikoelementer ut ifra et risikoklassifiseringssystem.

Ved bruk av denne modellen vil resultatene fra den strategiske analysen bli tatt i betraktning når vi klassifiserer risikofaktorene. De enkelte risikoelementene vektes med

1= mindre betydning

2= moderat betydning

3= stor betydning

Videre er klassifiseringen basert på en ratingskala fra 1-5, der 1 er lav risiko og 5 er høy risiko (Boye og Dahl 1997). Klassifiseringen er presentert i tabellen nedenfor.

	Klassifisering	Vekt	Score	Risikotillegg
Drifts- og forretningsmessig risiko				
Omdømme	4			
Konkurrenter	2			
Leverandører	2			
Kundelojalitet	4			
Sunnhetstrend	3			
<i>Gjennomsnitt</i>	3	3	9	
Finansiell risiko				
Høyt lønnsnivå	1			
Økte leiekostnader	3			
Rente	2			
Inflasjon	1			
<i>Gjennomsnitt</i>	1,75	2	3,5	
Risiko knyttet til eiendelenes belåningsnivå/reserver				
<i>Gjennomsnitt</i>	2	1	2	
Sum		6	14,5	2,42

Figur 9.2 Fremstilling av integrert risikoanalysemodell for Sesam AS

Denne risikoklassifiseringen gav en score på 2,42 for Sesam. Videre vil risikoklassifiseringen omgjøres til et risikotillegg ved hjelp av Boye og Dahls (1997) tabell nedenfor.

Verdivurdering av Sesam AS

	Risikoklassifisering			Risikotillegg		
Liten risiko	1	-	1,5	0 %	-	4 %
Moderat risiko	1,5	-	2	4 %	-	8 %
Middels risiko	2	-	3	8 %	-	12 %
Over gj. Snittlig risiko	3	-	3,5	12 %	-	16 %
Høy risiko	3,5	-	4	16 %	-	20 %
Meget høy risiko	>4			>20%		

Figur 9.3 Oversikt over risikoklassifisering

Risikoklassifiseringen ligger mellom 2 og 3, og gir dermed et risikotillegg mellom 8% og 12% som utgjør middels risiko. Ved bruk av formelen for interpolering får man et risikotillegg på 9,67%. Formelen er vist nedenfor.

$$f(x) = f_1 + (f_2 - f_1) \cdot \frac{(x - x_1)}{(x_2 - x_1)}$$

Risikotillegget blir dermed lagt til den risikofrie renten for å få nominelt avkastningskrav før skatt. Deretter trekkes skattekostnad fra og man sitter igjen med nominelt avkastningskrav etter skatt.

Risikofri nominell 10 års obligasjonsrente	2,52%
+ Beregnet risikotillegg	9,67%
Nominelt avkastningskrav før skatt	12,19%
- Skatt (27%)	3%
= Nominelt avkastningskrav etter skatt	8,90%

Figur 9.4 Beregning av avkastningskrav ved bruk av integrert risikoanalyse

Vi har da et nominelt avkastningskrav etter skatt på 8,90%, og det er dette avkastningskravet som vil bli benyttet i videre beregninger. Vi ser også at dette avkastningskravet ligger mellom 8,77% og 10,6% som ble beregnet over. Basert på dette og beregningen av avkastningskravet ved bruk av KVM over, blir beta beregnet å være 1,03 ved bruk av interpolasjon. Se tabell nedenfor.

Interpolasjon	
x	8,90%
x1	8,77%
x2	10,60%
f1	1
f2	1,5
Beta	1,03

Figur 9.5 Beregning av beta via interpolasjon

9.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Vi ser på avkastningskravet til totalkapitalen fordi den frie kontantstrømmen som skal diskonteres for å estimere virksomhetsverdien, skal betjene alle de ulike finansieringskildene (Bøhren og Michalsen 2012).

$$WACC = R_e \frac{E}{E + G} + R_g (1 - s) \frac{G}{E + G}$$

der:

E = markedsverdi av egenkapital

G = markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_g = selskapets lånekostnad

S = nominell selskapsskatt

9.2.1 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden ble beregnet ut i forrige kapittel og blir dermed satt til 8,90%

9.2.2 Gjeldskostnad

Vi har fått opplyst fra Sesam at deres lånekostnad på langsiktig gjeld i 2014 var 4,8%, vi vil derfor benytte denne som gjeldskostnad, i og med at resten av gjelden er rentefri.

9.2.3 Egenkapital- og gjeldsandel

Egenkapitalandelen ble beregnet under regnskapsanalysen. Disse tallene er hentet fra år 2013.

	Kroner	Prosentandel
Egenkapital	550	19%
Gjeld	2369	81%
Sum	2919	100%

Figur 9.6 Egenkapital- og gjeldsandel

9.2.4 Beregning av WACC

Dersom vi setter tallene ovenfor inn i formelen blir det slik:

$$\text{WACC} = 0,089 \cdot 0,19 + 0,048 \cdot (1 - 0,27) \cdot 0,81 = \mathbf{4,52\%}$$

Vi får da et avkastningskrav til totalkapitalen på 4,52%. Dette avkastningskravet vil benyttes i videre beregninger i oppgaven.

10 Kontantstrøm og verdiberegning

Kontantstrøm er forskjellen mellom innbetalinger og utbetalinger for en bedrift eller virksomhet i en regnskapsperiode.

10.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

For å beregne fri kontantstrøm til totalkapitalen brukes dette oppsettet fra Kaldestad og Møller (2011):

Inntekter
- Kostnader (ex avskrivninger)
= EBITDA
- Avskrivninger
= EBIT
- Skatt på EBIT
= Driftsresultat etter skatt
- Investeringer
+ Avskrivninger
+/- Endring i arbeidskapital
= Fri kontantstrøm (FCF)

Figur 10.1 Kontantstrømoppstilling for totalkapitalen

Vi har tidligere lagt til grunn at det ikke blir foretatt noen store investeringer i perioden. I 2011 ble det foretatt investeringer for 22 300 kr, mens i 2012 ble det investert for 959 459 kr og i 2013 ble det investert for 41 974 kr. Vi legger årene 2011 og 2013 til grunn for beregning av posten investeringer i kontantstrømmen, og regner et gjennomsnitt av disse.

Verdivurdering av Sesam AS

Under følger beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen:

Kontantstrøm til TK	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inntekter	12199	12809	12296	12911	12395	13014
Kostnader (Ex avskrivninger)	11 101	11 656	11 190	11 749	11 279	11 843
EBITDA	1 098	1 153	1 106	1 162	1 116	1 171
Avskrivninger(-)	155	155	155	155	155	81
EBIT	943	998	951	1 007	961	1 090
Skatt på EBIT	254	270	260	278	268	304
Driftsresultat etter skatt	689	728	691	729	693	786
Avskrivninger (+)	155	155	155	155	155	81
Investeringer	32	32	32	32	32	32
Endring i arbeidskapital -/+	565	101	-55	99	-58	148
Fri kontantstrøm	1 377	952	759	951	758	983

Figur 10.2 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FCF	1 377	952	759	951	758	983
Neddiskonetert	1317	871	665	797	608	754
Avkastningskrav	4,52 %					
Nåverdi	5 012					

Figur 10.3 Nåverdi av totalkapitalen

Når vi neddiskonterer den frie kontantstrømmen til totalkapitalen med WACC får vi en nåverdi av totalkapitalen på 5 012 133 NOK.

11 Sensitivitetsanalyse

I dette kapitlet skal vi foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvordan verdien av totalkapitalen påvirkes dersom vi endrer på enkeltparametere. Vi vil bruke sensitivitetsanalysen til å få en bedre forståelse av avkastningskravet. Denne parameteren kan være meget usikker, og vi vil derfor se hvordan verdien endrer seg dersom vi endrer avkastningskravet. Sensitivitetsanalysen hjelper oss med andre ord å forstå betydningen av usikkerhet (Kaldestad og Møller 2011).

I tabellen under ser vi hva som skjer med verdien til totalkapitalen dersom vi endrer på avkastningskravet. Vi har valgt å benytte avkastningskrav mellom 4 og 14%.

4%	6%	8%	10%	12%	14%
5092	4796	4528	4284	4061	3857

Figur 11.1 Endring i verdi med forskjellige avkastningskrav

Av tabellen ser vi at den laveste verdien får vi ved et avkastningskrav på 14%, og den høyeste verdien får vi ved et avkastningskrav på 4%.

Vi har ikke beregnet noen terminalverdi i denne oppgaven, fordi vi kun skal finne verdien av selskapet i 2019. Dermed har vi ikke lagt inn vekst i sensitivitetsanalysen.

12 Konklusjon

Problemstillingen for vår oppgave var å gjøre en verdivurdering av Sesam AS. Vi estimerte kontantstrømmen til totalkapitalen 5 år frem i tid og neddiskonterte denne med avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Vi gjennomførte deretter en sensitivitetsanalyse for å se hvordan innvirkning avkastningskravet har på verdien. Vi kom frem til en verdi av totalkapitalen på **kr 5 012 133**.

13 Oppgavekritikk

Resultatet av en verdivurdering kan være forskjellig ut i fra hvem som skriver oppgaven. Resultatet er blant annet avhengig av hvilken metode som er brukt. Dermed kan to forskjellige personer som skriver samme oppgave komme frem til to forskjellige utfall.

Beregning av avkastningskravet var en utfordrende prosess, da Sesam ikke er børsnotert. Det var vanskelig å finne et sammenlignbart selskap, og dermed måtte vi bruke integrert risikoanalysemodell. Bruk av denne modellen bygger på subjektive oppfatninger, og medfører dermed stor usikkerhet.

Det ble ikke beregnet noen terminalverdi i oppgaven da vi fikk opplyst fra eier om at han ønsker å legge ned driften når han pensjoneres. Etter vår oppfatning ut i fra det vi fikk opplyst ville dette skje innen 5 år. Vi beregnet nåverdien av totalkapitalen i 2019.

Under vårt intervju med Sesam, fikk vi som nevnt tidligere i oppgaven opplysninger om at de skulle starte en ny ”sunnhetsavdeling”. Dersom driften skal legges ned om 5 år virker det lite sannsynlig, etter vår oppfatning, at bedriften vil foreta store investeringer i dette prosjektet. Vi valgte derfor å se bort i fra dette.

Da vi startet med denne oppgaven var vi bestemt på å fokusere mest på inntektssiden i kontantstrømmen. Vi ønsket for eksempel å dele opp inntektene i forskjellige produktgrupper. Vi mistet etter hvert samarbeidet med Sesam, og fikk ikke tilgang til den informasjonen som var nødvendig for å gjennomføre dette.

Litteraturliste

- Boye, Knut og Gunnar A. Dahl. 1997. "Verdsettelsesmodeller" I *Verdsettelse i teori og praksis*, redigert av Gunnar A. Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal, 3-37. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2012. *Finansiell økonomi – Teori og praksis*. 4. utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Dahl, Gunnar A. Via Idunn.no. 2011. "Praktisk økonomi og finans - Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller". <http://www.idunn.no/pof/2011/02/art03>
- Dalland, Olav. 2014. *Metode og oppgaveskriving*. 5. utg. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Fjeldstad, Øystein D. og Randi Lunnan, red. 2014. *Strategi*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Kaldestad, Yngve og Bjarne Møller. 2011. *Verdivurdering – teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: DnR Kompetanse AS og forfatterne.
- Kristoffersen, Trond. 2014. *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 4. utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- Ledernytt, Arnfinn Osvik. 2013. "Hva er din virksomhet verdt?" Hentet 3. Mai 2015. <http://www.ledernytt.no/hva-er-din-virksomhet-verdt.5299417.html>
- Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp. 2010. *Grunnbok i strategi* 3. utg. Oslo: Cappelen Damm.
- Norges Bank. 2015. "Inflasjon." Hentet 10. mai 2015. <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon>
- Norges Bank. 2015. "Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt." Hentet 2. mai 2015. <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank 2015. "Styringsrenten." Hentet 10. mai 2015. <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten>
- Opplysningskontoret for frukt og grønt. 2014. "Totaloversikten - frisk frukt, bær, grønnsaker og poteter." Hentet 20. April 2015. <http://www.frukt.no/sitefiles/1/dokumenter/TotaloversiktOFG2013enkeltsider.pdf>

Proff. "Sesam AS." Hentet 15. Februar 2015.

<https://www.forvalt.no/foretaksindex2/firma/FirmaSide.aspx?orgnr=976030788>

PWC. 2014." Risikopremien i det norske markedet 2014." Hentet 7. April 2015.

<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremien-2014-2015.jhtml>

Roos, Göran, Georg Von Krogh og Johan Roos. 2010. *Strategi – en innføring*. 5. utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Selnes, Fred og Runar Sørensen. 1997. "Verdivurdering av merkenavn" I

Verdsettelse i teori og praksis, redigert av Gunnar A. Dahl, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal, 137-155. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Skatteetaten. 2015a. "Arbeidsgiveravgift – soneinndeling." Hentet 20. mai 2015.

<http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Arbeidsgiveravgift---soneinndeling/>

Skatteetaten. 2015b." Arbeidsgiveravgift." Hentet 20. mai 2015.

<http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Arbeidsgiveravgift/>

Tofteland, André. 2014. *Finansregnskap*. 4. utg. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Vedlegg
Vedlegg 1 - Konkurrentanalyse

Konkurrentanalyse fra Proff.no.

Velg	Orgnr	Firmanavn	Postnr/-sted	Omsetning	Regnskapsår	Status
<input type="checkbox"/>	976030788	SESAM AS	7030 TRONDHEIM	12 707	1998-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	895878812	ALWAYS INVEST AS	7030 TRONDHEIM	10 784	2010-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	992038527	BUGATTI DRIVE THRU AS	7046 TRONDHEIM	10 154	2007-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	993809128	BIG BITE DRIFT AS	7013 TRONDHEIM	8 846	2009-2014	Aktivt
<input type="checkbox"/>	834123932	BUGATTI AS	7046 TRONDHEIM	8 300	1998-2007	Slettet
<input type="checkbox"/>	852292652	TILLER GRILLEN AS	7075 TILLER	6 800	1998-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	993853283	BESTGRILLEN AS	7320 FANNREM	5 498	2009-2014	Aktivt
<input type="checkbox"/>	952848542	IKKE BARE MITT AS	7023 TRONDHEIM	4 915	1998-2007	Konkurs
<input type="checkbox"/>	899520882	PIZZA ROMA TRONDHEIM AS	7018 TRONDHEIM	4 719	2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	984112645	PROSPEKTOR INVEST AS	7011 TRONDHEIM	2 886	2002-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	965406581	SELLI KRO AS	7070 BOSBERG	2 633	1998-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	997788648	SMILE PIZZA & GRILL AS	7043 TRONDHEIM	2 620	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	992826916	FLATÅSEN PIZZA AS	7079 FLATÅSEN	2 608	2008-2010	Oppløst
<input type="checkbox"/>	998015537	STJERNEGRILLEN AS	7080 HEIMDAL	2 591	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	997801792	LADE PIZZA & GRILL AS	7040 TRONDHEIM	2 579	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	990146799	RANHEIM PIZZA GRILL AS	7054 RANHEIM	1 525	2006-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	965036229	IBMAS AS	7020 TRONDHEIM	1 146	1998-2008	Konkurs
<input type="checkbox"/>	997905016	BLINIS AS	7044 TRONDHEIM	1 131	2012	Konkurs
<input type="checkbox"/>	976820231	COMPANY VA-NE AS	7029 TRONDHEIM	987	1998-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	880682962	STAVSET FAST FOOD AS	7026 TRONDHEIM	914	1999-2013	Aktivt

Verdivurdering av Sesam AS

Velg	Orgnr	Firmanavn	Postnr/-sted	Omsetning	Regnskapsår	Status
<input type="checkbox"/>	997788648	SMILE PIZZA & GRILL AS	7043 TRONDHEIM	2 620	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	992826916	FLATÅSEN PIZZA AS	7079 FLATÅSEN	2 608	2008-2010	Oppløst
<input type="checkbox"/>	998015537	STJERNEGRILLEN AS	7080 HEIMDAL	2 591	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	997801792	LADE PIZZA & GRILL AS	7040 TRONDHEIM	2 579	2012-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	990146799	RANHEIM PIZZA GRILL AS	7054 RANHEIM	1 525	2006-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	965036229	IBMAS AS	7020 TRONDHEIM	1 146	1998-2008	Konkurs
<input type="checkbox"/>	997905016	BLINIS AS	7044 TRONDHEIM	1 131	2012	Konkurs
<input type="checkbox"/>	976820231	COMPANY VA-NE AS	7029 TRONDHEIM	987	1998-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	880682962	STAVSET FAST FOOD AS	7026 TRONDHEIM	914	1999-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	812491512	FOSEN PIZZA AS	7130 BREKSTAD	877	2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	912790428	AYYAPPA AS	7088 HEIMDAL	504	2014	Aktivt
<input type="checkbox"/>	912271714	BYÅSEN PIZZA & GRILL AS	7021 TRONDHEIM	269	2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	980401111	ISBAREN NORDRE AS	7027 TRONDHEIM	156	1998-2008	Oppløst
<input type="checkbox"/>	911882876	GUFA AS	7030 TRONDHEIM	0	2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	912863972	TOKYO AS	7010 TRONDHEIM	0	2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	958416229	AUTO-MATN AS	7072 HEIMDAL	0	1998-2009	Oppløst
<input type="checkbox"/>	982677920	ØYA KIOSK OG GATEKJØKKEN AS	7092 TILLER	0	2001-2013	Aktivt
<input type="checkbox"/>	983591183	LA FONTANA PIZZA GRILL OG KEBAB RESTAURANT AS	7260 SISTRANDA	0	2001-2008	Oppløst
<input type="checkbox"/>	986123466	SAMS PIZZA GRILL AS	7030 TRONDHEIM	0	2004-2013	Oppløst
<input type="checkbox"/>	989027360	SUSSI PIZZA AS	7030 TRONDHEIM	0	2006-2013	Aktivt

Vedlegg 2 - Historisk resultatregnskap

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	12 122	12 810	13 206	12 897	14 284	12 228	12 707
Varekostnad	4 871	5 113	5 694	5 198	5 542	4 900	5 244
Lønnskostnader	3 910	4 525	4 889	4 915	5 222	4 621	5 237
Avskrivinger	172	159	129	162	115	117	155
Andre driftskostnader	1 035	1 077	1 104	1 050	1 154	1 241	1 532
Sum driftskostnader	9 988	10 874	11 816	11 325	12 033	10 879	12 168
Driftsresultat	2 134	1 936	1 390	1 572	2 251	1 349	539
Sum finansinntekter	17	44	44	40	57	44	21
Sum finanskostnader	8	19	4	5	6	23	48
Finansresultat	9	25	40	35	51	21	-27
Ordinært resultat før skattekostnad	2 143	1 961	1 430	1 607	2 302	1 370	512
Skattekostnad	603	554	403	453	690	380	174
Ordinært resultat/Årsresultat	1 540	1 407	1 027	1 155	1 611	990	336
Avsatt utbytte	1 400	1 400	1 000	1 150	1 600	950	330
Overføringer til/fra annen egenkapital	140	7	27	5	11	40	6
Sum overføringer og disponeringer	1 540	1 407	1 027	1 155	1 611	990	336

Vedlegg 3 - Historisk balanse

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sum anleggsmidler	773	755	646	539	446	969	856
Sum varelager	105	187	208	195	207	191	230
Kundefordringer	43	47	7	33	1	9	14
Andre fordringer	358	390	435	513	494	467	587
Sum fordringer	401	437	442	546	495	476	601
Kasse bank	2 485	2 413	2 119	2 253	3 113	2 078	1 232
Sum omløpsmidler	2 991	3 037	2 769	2 994	3 815	2 745	2 063
Sum eiendeler	3 764	3 792	3 415	3 533	4 261	3 714	2 919
Aksjekapital	100	100	100	100	100	100	100
Opptjent egenkapital	354	361	389	393	405	445	450
Sum egenkapital	454	461	489	493	505	545	550
Utsatt skatt	26	46	40	38	33	48	43
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	674	566
Sum langsiktig gjeld	26	46	40	38	33	722	609
Leverandørgjeld	307	293	309	162	196	69	82
Betalbar skatt	611	534	409	455	695	366	152
Skyldige offentlige utgifter	394	364	456	538	491	394	530
Utbytte	1 400	1 400	1 000	1 150	1 600	950	330
Annen kortsiktig gjeld	572	694	712	697	741	668	666
Sum kortsiktig gjeld	3 284	3 285	2 886	3 002	3 723	2 447	1 760
Sum gjeld	3 310	3 331	2 926	3 040	3 756	3 169	2 369
Sum egenkapital og gjeld	3 764	3 792	3 415	3 533	4 261	3 714	2 919

Vedlegg 4 – Estimert resultatregnskap

	Forklaring	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsinntekter	minus 4% og pluss 5% annethvert år	12 199	12 809	12 296	12 911	12 395	13 014
Varekostnad	41% av driftsinntekter	5 001	5 252	5 041	5 294	5 082	5 336
Lønnskostnader	38% av driftsinntekter	4 636	4 867	4 673	4 906	4 710	4 945
Avskrivinger	20% av anleggsmidler	155	155	155	155	155	81
Andre driftskostnader	12% av driftsinntekter	1 464	1 537	1 476	1 549	1 487	1 562
Sum driftskostnader		11 256	11 811	11 345	11 904	11 434	11 924
Driftsresultat		943	998	952	1 007	961	1 090
Sum finansinntekter	10% økning per år	23	25	28	31	34	37
Sum finanskostnader		27	22	16	10	4	0
Finansresultat		-4	3	12	21	30	37
Ordinært resultat før skattekostnad		939	1 001	964	1 028	990	1 128
Skattekostnad		263	287	283	305	299	319
Endring utsatt skatt/skattefordel		-4	-12	-18	-23	-26	-9
Ordinært resultat/Årsresultat		680	726	699	746	717	818
Avsatt utbytte	95% av resultat	646	690	664	708	681	777
Overføringer til/fra annen egenkapital		34	36	35	37	36	41
Sum overføringer og disponeringer		680	726	699	746	717	818

Vedlegg 5 – Estimert balanse

	Forklaring	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utsatt skattefordel					13	40	49
Sum anleggsmidler	redusert med avskrivninger	701	546	391	236	81	0
Sum varelager	1,56% av driftsinntekter	190	200	192	201	193	203
Kundefordringer	0,14% av driftsinntekter	17	18	17	18	17	18
Andre fordringer	3,79% av driftsinntekter	462	485	466	489	470	493
Sum fordringer		479	503	483	507	487	511
Kasse bank		1 868	2 030	2 023	2 162	2 188	2 449
Sum omløpsmidler		2 538	2 733	2 698	2 871	2 868	3 163
Sum eiendeler		3 239	3 279	3 089	3 120	2 989	3 212
Aksjekapital		100	100	100	100	100	100
Opptjent egenkapital		484	520	555	593	628	669
Sum egenkapital		584	620	655	693	728	769
Utsatt skatt		39	27	9			
Annen langsiktig gjeld		453	334	210	80	0	
Sum langsiktig gjeld		492	361	219	80	0	0
Leverandørgjeld	basert på 10 dager kredittid	169	181	174	185	177	189
Betalbar skatt		263	287	283	305	299	319
Skyldige offentlige utgifter	3,55% av driftsinntekter	433	455	437	458	440	462
Utbytte		646	690	664	708	681	777
Annen kortsiktig gjeld	5,35% av driftsinntekter	653	685	658	691	663	696
Sum kortsiktig gjeld		2 163	2 298	2 215	2 347	2 261	2 443
Sum gjeld		2 655	2 659	2 434	2 427	2 261	2 443
Sum egenkapital og gjeld		3 239	3 279	3 089	3 120	2 989	3 212

Vedlegg 6 – Varige driftsmidler 2011**Avskrivningstablå for varige driftsmidler**

	Maskiner og anleg	Driftsløsøre inv verktøy kontorm	Sum
Anskaffelseskost pr. 1/1	570 259	1 291 768	1 862 028
+ Tilgang	22 300	0	22 300
- Avgang	0	0	0
Anskaffelseskost pr. 31/12	592 559	1 291 768	1 884 328
Akk. av/nedskr. pr 1/1	160 270	1 162 829	1 323 099
+ Ordinære avskrivninger	57 438	57 570	115 007
+ Avskr. på oppskrivning	0	0	0
- Tilbakeført avskrivning	0	0	0
+ Ekstraord nedskrivninger	0	0	0
Akk. av/nedskr. pr. 31/12	217 708	1 220 398	1 438 106
Balanseført verdi pr 31/12	374 851	71 370	446 222
Prosentats for ord.avskr	10-20	10-33	

Vedlegg 7 – Varige driftsmidler 2012**Avskrivningstablå for varige driftsmidler**

	Maskiner og anleg	Driftsløsøre inv verktøy kontorm	Sum
Anskaffelseskost pr. 1/1	592 559	1 291 768	1 884 328
+ Tilgang	557 090	402 369	959 459
- Avgang	461 660	0	461 660
Anskaffelseskost pr. 31/12	687 989	1 694 137	2 382 126
Akk. av/nedskr. pr 1/1	217 708	1 220 398	1 438 106
+ Ordinære avskrivninger	84 996	32 380	117 377
+ Avskr. på oppskrivning	0	0	0
- Tilbakeført avskrivning	142 345	0	142 345
+ Ekstraord nedskrivninger	0	0	0
Akk. av/nedskr. pr. 31/12	160 359	1 252 779	1 413 137
Balanseført verdi pr 31/12	527 630	441 358	968 989
Prosentstatts for ord.avskr	10-20	10-33	

Vedlegg 8 – Varige driftsmidler 2013**Avskrivningstablå for varige driftsmidler**

	Maskiner og anleg	Driftsløsøre inv verktøy kontorm	Sum
Anskaffelseskost pr. 1/1	687 989	1 694 137	2 382 126
+ Tilgang	0	41 974	41 974
- Avgang	0	0	0
Anskaffelseskost pr. 31/12	687 989	1 736 111	2 424 100
Akk. av/nedskr. pr 1/1	160 359	1 252 779	1 413 137
+ Ordinære avskrivninger	84 996	70 458	155 454
+ Avskr. på oppskrivning	0	0	0
- Tilbakeført avskrivning	0	0	0
+ Ekstraord nedskrivninger	0	0	0
Akk. av/nedskr. pr. 31/12	245 355	1 323 236	1 568 591
Balanseført verdi pr 31/12	442 634	412 875	855 509
Prosentstatts for ord.avskr	10-20	10-33	

Vedlegg 9 – Utsatt skatt/skattekostnad**Spesifikasjon av årets skattegrunnlag:**

Resultat før skattekostnader	509 798
+ Permanente og andre forskjeller	21 793
+ Endring i midlertidige forskjeller	11 978
= Inntekt	543 568

Spesifikasjon av årets skattekostnad:

Beregnet skatt av årets resultat	152 199
= Sum betalbar skatt	152 199
+ For lite avsatt tidligere	27 000
+/- Endring i utsatt skatt (regnskapsført)	-4 935
+/- Endring i utsatt skattefordel (regnskapsført)	0
= Ordinær skattekostnad	174 264
Skattesats 31.12	28

Betalbar skatt i balansen består av

Sum betalbar skatt	152 199
= Betalbar skatt i balansen	152 199

Utsatt skatt/utsatt skattefordel

	2012	2013
+ Driftsmidler inkl. goodwill	170 120	158 142
= Grunnlag utsatt skatt	170 120	158 142
Utsatt skatt	47 633	42 698

Vedlegg 10 – Låneberegning/simulering

	2013	2014	2015	2015	2016	2017
Lånebeløp/Restlån	565 939					
Renter		27 165	21 735	16 043	10 079	3 829
Avdrag	0	113 135	118 565	124 257	130 221	79 761
Rentesats	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
terminbeløp		140 300	140 300	140 300	140 300	83 590
RESLÅN	565 939	452 804	334 239	209 982	79 761	0
Opprinnelig restlån utgang 2014		452 835				

Vedlegg 11 – Skattekostnad/utsatt skatt

Endring midlertidige forskjeller = Skattemessig mindreamskrivninger.

2014

Skatteberegning 2014		Saldooverdi 1.1.2014	855509-158142 =	697 367
Resultat før skatt	938 985	Saldo 1.1.2014	697 367	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
endring midlertidig forskjeller	15 527	20 % avskrivninger	139 473	
Grunnlag skatteberegning 2014	974 512			
27 % skatt	263 118	Saldo 31.12.2014	557 894	
	263			
		Skattemessig mindreamskrivninger 2014	139 473	155 000
				-15 527

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
01.01.14	855 509		2 013	2 014
Avskrivning	155 000		158 142	142 615
		utsatt skatt 2014 27%	42 698	38 506
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skatt 2014		-4 192
31.12.14	700 509			

2015

Skatteberegning 2015				
Resultat før skatt	1 001 189	Saldo 1.1.2015	557 894	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
Endring midlertidig forskjeller	43 421	20 % avskrivninger	111 579	
Grunnlag skatteberegning 2015	1 064 610			
27 % skatt	287 445	Saldo 31.12.2015	446 315	
	287			
		Skattemessig mindreamskrivninger 2015	111 579	155 000
				-43 421

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
01.01.15	700 509		2014	2015
Avskrivning	155 000		142 615	99 194
		utsatt skatt 2014 27%	38 506	26 782
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skatt 2015		-11 724
31.12.15	545 509			

2016

Skatteberegning 2016				
Resultat før skatt	963 619	Saldo 1.1.2016	446 315	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
Endring midlertidig forskjeller	65 737	20 % avskrivninger	89 263	
Grunnlag skatteberegning 2016	1 049 356			
27 % skatt	283 326	Saldo 31.12.2016	357 052	
	283			
		Skattemessig mindreamskrivninger 2016	89 263	155 000
				-65 737

Verdivurdering av Sesam AS

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
			2015	2016
01.01.16	545 509			
Avskrivning	155 000		99 194	33 457
		utsatt skatt 2014 27%	26 782	9 033
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skatt 2016		-17 749
31.12.16	390 509			

2017

Skatteberegning 2017				
Resultat før skatt	1 027 747	Saldo 1.1.2017	357 052	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
Endring midlertidig forskjeller	83 590	20 % avskrivninger	71 410	
Grunnlag skatteberegning 2017	1 131 337			
27 % skatt	305 461	Saldo 31.12.2017	285 642	
	305	Skattemessig mindreamskrivninger 2017	71 410	155 000
				-83 590

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
			2016	2017
01.01.17	390 509			
Avskrivning	155 000		33 457	-50 133
		utsatt skatt 2014 27%	9 033	-13 536
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skatt 2017		22 569
31.12.17	235 509			

2018

Skatteberegning 2018				
Resultat før skatt	990 342	Saldo 1.1.2018	285 642	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
Endring midlertidig forskjeller	97 872	20 % avskrivninger	57 128	
Grunnlag skatteberegning 2018	1 108 214			
27 % skatt	299 218	Saldo 31.12.2018	228 513	
	299	Skattemessig mindreamskrivninger 2018	57 128	155 000
				-97 872

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
			2017	2018
01.01.18	235 509			
Avskrivning	155 000		-50 133	-148 004
		utsatt skattefordel 2014 27%	-13 536	-39 961
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skattefordel 2018		26 425
31.12.18	80 509			

2019

Skatteberegning 2019				
Resultat før skatt	1 127 500	Saldo 1.1.2019	228 513	
Permanete forskjeller (anslått)	20 000			
Endring midlertidig forskjeller	34 806	20 % avskrivninger	45 703	
Grunnlag skatteberegning 2019	1 182 306			
27 % skatt	319 223	Saldo 31.12.2019	182 811	
	319	Skattemessig mindreamskrivninger 2019	45 703	80 509
				-34 806

Verdivurdering av Sesam AS

Regnskapsmessig verdi			Beregning utsatt skatt	
			2018	2019
01.01.19	80 509			
Avskrivning	80 509		-148 004	-182 811
		utsatt skattefordel 2014 27%	-39 961	-49 359
Regnskapsmessig verdi		Endring utsatt skattefordel 2019		9 398
31.12.19	0			

Vedlegg 12 – Resultatregnskap

	Note	2013	2012
DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER			
Driftsinntekter			
Salgsinntekt		12 706 602	12 200 096
Annen driftsinntekt		0	27 685
Sum driftsinntekter		12 706 602	12 227 781
Driftskostnader			
Varekostnad		5 244 405	4 899 975
Lønnskostnad	1	5 237 056	4 620 612
Avskrivning på varige driftsmidler	2	155 454	117 377
Annen driftskostnad	2	1 532 311	1 240 699
Sum driftskostnader		12 169 225	10 878 662
DRIFTSRESULTAT		537 376	1 349 119
FINANSINNEKTER OG FINANSKOSTNADER			
Finansinntekter			
Annen renteinntekt		20 835	44 314
Sum finansinntekter		20 835	44 314
Finanskostnader			
Annen rentekostnad		33 274	7 721
Annen finanskostnad		15 140	15 715
Sum finanskostnader		48 414	23 436
NETTO FINANSPOSTER		(27 579)	20 877
ORDINÆRT RES. FØR SKATTEKOSTNAD		509 798	1 369 996
Skattekostnad på ordinært resultat			
Skattekostnad på ordinært resultat	3	174 264	380 048
ORDINÆRT RESULTAT		335 534	989 948
ARSRESULTAT		335 534	989 948
OVERFØRINGER			
Avsatt til ordinært utbytte		330 000	950 000
Overføringer annen egenkapital		5 534	39 948
SUM OVERFØRINGER		335 534	989 948

Vedlegg 13 – Balanse

	Note	31.12.2013	31.12.2012
EIENDELER			
Anleggsmidler			
Immatrielle eiendeler			
Varige driftsmidler			
Maskiner og anlegg	2	442 634	527 630
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontorm.	2	412 874	441 358
Finansielle anleggsmidler			
Sum anleggsmidler		855 508	968 988
Omløpsmidler			
Varer		229 674	191 482
Kundefordringer		13 838	9 010
Andre fordringer		586 838	467 460
Bankinnskudd, kontanter o.l.	4	1 233 378	2 077 068
Sum omløpsmidler		2 063 728	2 745 020
SUM EIENDELER		2 919 236	3 714 008
EGENKAPITAL OG GJELD			
Egenkapital			
Innskutt egenkapital			
Selskapskapital	5	100 000	100 000
Sum innskutt egenkapital		100 000	100 000
Opptjent egenkapital			
Annen egenkapital		450 138	444 605
Sum opptjent egenkapital		450 138	444 605
Sum egenkapital		550 138	544 605
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Utsatt skatt	3	42 698	47 633
Sum avsetning for forpliktelser		42 698	47 633
Annen langsiktig gjeld			
Øvrig langsiktig gjeld		565 939	674 058
Sum annen langsiktig gjeld		565 939	674 058
Kortsiktig gjeld			
Leverandørgjeld		82 130	69 278
Betalbar skatt	3	152 199	365 631
Skyldig offentlige avgifter		529 655	394 344
Utbytte		330 000	950 000
Annen kortsiktig gjeld		666 476	668 459
Sum kortsiktig gjeld		1 760 461	2 447 712
SUM EGENKAPITAL OG GJELD		2 919 236	3 714 008

Vedlegg 14 - Arbeidskapital

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kundefordringer	9	14	17	18	17	18	17	18
Andre fordringer	467	587	462	485	466	489	470	493
Sum fordringer	476	601	479	503	483	507	487	511
Varelager	191	230	190	200	192	201	193	203
Kortsiktig gjeld	2447	1 760	2163	2298	2215	2347	2261	2443
Arbeidskapital	-1780	-929	-1494	-1595	-1540	-1639	-1581	-1729
Endring i arbeidskapital	-851	565	101	-55	99	-58	148	