

Rolf Christian R. Gauer
Katrine Aronsen
Marianne Hjelmeland

Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

Verdivurdering av Aidcom AS



Bachelorstudium i Økonomi og Administrasjon

BTH 9503

BI Trondheim
07.06.2012

”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

Denne bacheloroppgaven markerer slutten på tre innholdsrike år ved BI Trondheim. Arbeidet har foregått hele vårsemesteret 2012 og underveis i oppgaven har vi opparbeidet oss mye ny og svært lærerik kunnskap, samtidig som vi og har fått benyttet mye av det vi har lært oss i spesialiseringen Økonomistyring og investeringsanalyse.

Vi vil gjerne benytte anledningen til å rette en takk til daglig leder og gründer i Aidcom Peder Kvendset for hyggelige møter, og for å ha vært svært behjelpelig og tilgjengelig med informasjon. Samtidig ønsker vi også å takke foreleser og veileder Olav Lilleberg som gjennom tre år på Økonomi og administrasjon ved BI Trondheim har gitt oss gode råd og veiledning. Vi vil også takke Terje Berg for å ha bidratt med råd i forbindelse med vår oppgave.

Katrine Aronsen

Rolf Gauer

Marianne Hjelmeland

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Innholdsfortegnelse	2
Sammendrag	5
1.0 Innledning	6
2.0 Bedriftsbeskrivelse	7
2.1 Produkt og idé.....	7
2.2 Selskapets oppbygging.....	7
2.3 Ansatte.....	8
2.4 Marked	8
2.5 Økonomi.....	8
2.6 Fremtidsplaner.....	9
3.0 Metode og dataanalyse	10
3.1 Metode	10
3.2 Undersøkellesdesign.....	10
3.2.1 Eksplorativ undersøkellesdesign	10
3.2.2 Deskriptivt undersøkellesdesign.....	10
3.2.3 Kausalt undersøkellesdesign	10
3.3 Datainnsamling	11
3.4 Validitet og reliabilitet.....	11
4.0 Intern analyse	13
4.1 VRIO-analyse	13
4.1.1 Verdifull.....	13
4.1.2 Sjelden.....	14
4.1.3 Vanskelig å kopiere	14
4.1.4 Organisering.....	14
5.0 Ekstern analyse	15
5.1 Porters fem bransjekrefter	15
5.1.1 Konkurrentanalyse.....	16
5.1.2 Leverandører	17
5.1.3 Kunder	17
5.1.4 Substitutter.....	17
5.1.5 Inntrengere.....	18
5.2 PESTEL.....	18

5.2.1 Politiske forhold	19
5.2.2 Økonomiske forhold	19
5.2.3 Sosiokulturelle forhold	21
5.2.4 Teknologiske forhold	21
6.0 SWOT-Analyse.....	22
7.0 Finansiell analyse	23
7.1 Likviditetsanalyse	23
7.1.1 Likviditetsgrad 1	23
7.2 Lønnsomhetsanalyse	24
7.2.1 Totalkapitalens rentabilitet.....	24
7.2.2 Egenkapitalens rentabilitet før skatt.....	25
7.2.3 Vekst i inntekter	26
7.2.4 Driftsmarginer	26
7.3 Soliditet.....	27
7.3.1 Gjeldsgrad	27
7.4 Konklusjon av regnskapsanalysen	27
8.0 Verdsettelsesteori	29
8.1 Inntjeningsbaserte metoder	29
8.1.1 Kontantstrømsbaserte metoden	29
8.2 Resultatbaserte metoder	30
8.3 Avkastningskrav	32
8.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)	32
8.3.2 Risikofri rente.....	33
8.3.3 Markedets risikopremie.....	33
8.3.4 Beta	34
8.4 WACC.....	35
9.0 Fremtidig utvikling	37
9.1 Driftsinntekter.....	37
9.2 Varekostnader	38
9.3 Lønn.....	39
9.4 Avskrivninger	40
9.5 Andre driftskostnader	40
9.6 Netto finansposter	41
9.7 Skatt.....	42
9.8 Arbeidskapital	42
9.9 Investeringer.....	44

10.0 Avkastningskrav	45
10.1 Avkastningskravet til egenkapitalen	45
10.1.1 Integrrert risikoanalysemodell	45
10.1.2 Beregning av avkastningskravet etter risikoanalysemodellen	47
10.1.3 Likviditetspremie	47
10.1.4 Beregning av avkastningskravet etter CAPM.....	48
10.1.5 Beregning av WACC.....	48
10.1.6 Egenkapitalkostnaden (K_E).....	49
10.1.7 Gjeldsandel og Egenkapitalandel	49
10.1.8 Effektiv lånerente før selskapskatt (K_G).....	50
11.0 Verdsettelse av Aidcom	51
11.1 Scenario 1	51
11.2 Scenario 2	52
11.3 Scenario 3	52
12.0 Oppgavekritikk	54
13.0 Konklusjon	55
14.0 Litteraturliste	56
13.0 Vedleggsliste	59
Vedlegg 1: Beregninger for den Finansielle Analysen	59
Vedlegg 2: Beregninger Scenario 1	62
Vedlegg 3: Beregninger Scenario 2	63
Vedlegg 4: Beregninger Scenario 3	64
Vedlegg 5: Resultatregnskap 2011	65
Vedlegg 6: Balanse 2011	66

Sammendrag

Vi har i denne bacheloroppgaven forsøkt å finne verdien av selskapet Aidcom. Problemstillingen vår er ”**Hva er verdien av egenkapitalen for Aidcom AS?**”

For å få et bedre bilde av hvordan den fremtidige utviklingen til Aidcom så ut har vi gjennomført forskjellige analyser. Vi har analysert Aidcom sine interne og eksterne styrker og svakheter gjennom en strategisk analyse. Den fastslo at teknologien Aidcom bruker er lett å kopiere, og at det ikke er noen sammenlignbare selskaper. Den nåværende finansielle situasjonen er blitt analysert gjennom en likviditetsanalyse, lønnsomhetsanalyse og soliditetsanalyse. Disse indikerer at Aidcom er i en presset økonomisk situasjon. Med tapt egenkapital og mye gjeld har selskapet en høy risikoprofil.

Avkastningskravet er viet mye oppmerksomhet. Vi kom frem til et avkastningskrav på 9,54%.

Ut i fra den finansielle analysen, analysen av historisk data og samtaler med Peder Kvendset har vi valgt å ta utgangspunkt i tre forskjellige scenarier med forskjellig vekst. Vi legger til grunn en vekst på 10%, 30% og 50% på grunn av at det er svært vanskelig å forutsi framtidsutsiktene til Aidcom.

Basert på fremtidsregnskapene har vi estimert de frie kontantstrømmene for vært scenario. Vi har kun brukt FCF-modellen fordi vi hadde ikke nok informasjon til å bruke andre modeller. Vi har kommet frem til en verdi på egenkapitalen på **12.982.706 kr** i scenario 1, **22.009.130 kr** i scenario 2, og **50.721.208 kr** i scenario 3.

1.0 Innledning

Som en avslutning på studiet Økonomi og Administrasjon skal det skrives en bacheloroppgave i spesialiseringen vår, Økonomistyring og Investeringsanalyse. Det er flere områder vi kunne fordypet oss i. Etter undervisning i alle områdene høsten 2011, falt valget på å skrive en verdsettelse. I en verdsettelse får vi tatt i bruk mye av det vi har lært gjennom 3 år, samt at dette var noe alle gruppemedlemmene fant spennende og utfordrende.

I prosessen med å finne en oppdragsgiver fikk vi tips om å forhøre oss med administrerende direktør i Pir Management AS, Svein Jon Tryggestad, som har god kjennskap til de forskjellige bedriftene på Pirsenteret. Gjennom han kom vi i kontakt med Aidcom.

Aidcom er en nyoppstartet, mellomstor bedrift. De ønsket å få kunnskap om hvor mye selskapet er verdt. Ledelsen hadde mulighet til å gi oss tilgang på all informasjon vi trengte samt god innsikt i selskapet. Siden ingen av oss hadde kjennskap til Aidcom eller det de driver med, og vi kunne se på selskapet som en objektiv tredjepart, valgte å skrive vår bacheloroppgave om Aidcom.

Problemstillingen vi kom frem til for denne oppgaven er:

”Hva er verdien av egenkapitalen for Aidcom AS?”

De historiske data for Aidcom har vært sprikende siden de er nyoppstartet. Vi kan heller ikke bare basere oss på de historiske data og har derfor vært nødt til å ta forutsetninger i oppgaven for å løse problemstillingen.

Ved en verdsettelse er det vanskelig å få et korrekt svar da verdsettelse vil variere ut i fra hvem som utfører den. Det er derfor ingen garanti for at verdien vi finner for Aidcom vil stemme.

2.0 Bedriftsbeskrivelse

2.1 Produkt og idé

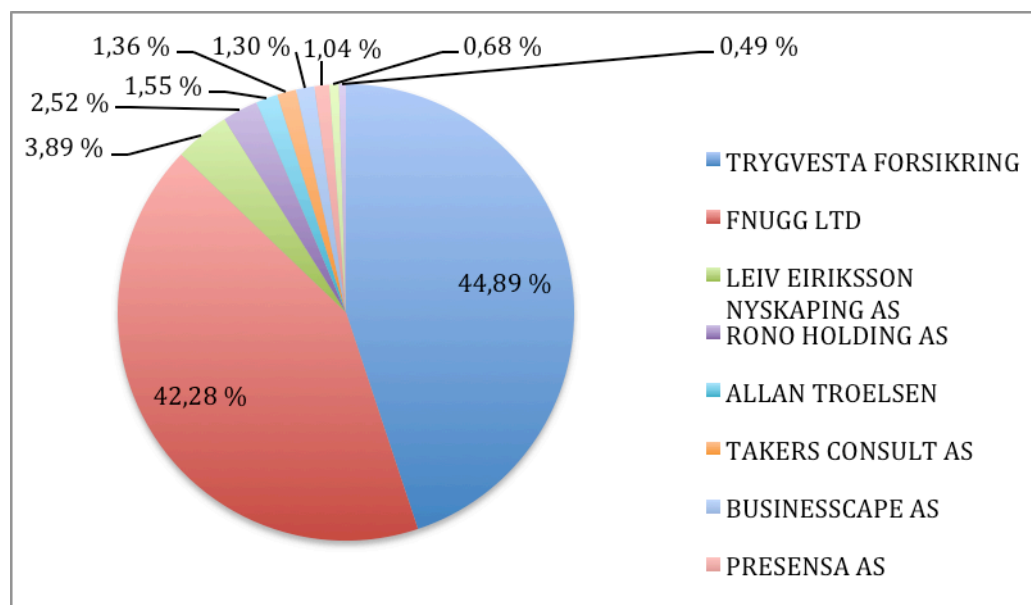
Aidcom ble etablert i 2006 av gründer Peder Kvendset og i februar 2008 lanserte de sin varslingstjeneste "TravelAlert". Kvendset fikk ideen om å opprette en varslingstjeneste etter tsunamikatastrofen i 2004 der han savnet et varslingssystem som informerte reisende om katastrofen som oppsto. Ideen bak varslingssystemet til Aidcom er at det er få reisende som aktivt følger med i nyhetsbildet i det området de befinner seg i, på samme måte som de gjør når de er hjemme. Samme år som varslingstjenesten ble lansert fikk Kvendset på plass en avtale med et av Nordens største forsikringselskap, Tryg, de tilbyr varslingstjenesten til sine forsikringskunder som er på reise.

Aidcom overvåker nyhetsbildet døgnet rundt. De har utviklet en egen teknologi som gjør at de kan overvåke ca 5000-6000 nyhetssteder verden over, dette utgjør omtrent 25 000 aktuelle nyhetsmeldinger i løpet av døgnet. Nyhetsmeldingene gjennomgås manuelt. Når det oppstår en situasjon en plass i verden som kan ha negativ innvirkning på reisen for kundene, for eksempel politiske uroligheter, naturkatastrofer og streiker, søker Aidcom etter GSM-signaler fra registrerte brukere. Befinner det seg kunder i nærheten av det aktuelle området blir de varslet med en tekstmelding der det står kort hvilken situasjon som har oppstått og hvilket nyhetsbyrå som har varslet om saken. På denne måten blir kundene kjapt varslet og har muligheten til å reagere på situasjonen. Totalt har Aidcom mellom 30 000 og 35 000 brukere.

I tillegg til Tryg som både er medeier og kunde, har Aidcom kontrakter med blant andre Norsk Luftambulans og KPMG. Aidcom leverer varslingstjenestene til alle aktørene. KPMG tilbyr varslingstjenesten til Aidcom til sine kunder som del av en pakke.

2.2 Selskapets oppbygging

Peder Kvendset er styre- og daglig leder i Aidcom. Aidcom har 1.029.000 aksjer hvor 45% eies av Tryg og 42% av Kvendset firma Fnugg LTD. Resten av aksjene er fordelt på andre mindre investorer som er vist i figuren under.

Figur 1: Andel Aksjer Aidcom 2010

2.3 Ansatte

Selskapet består av 16 ansatte som utgjør totalt 9 årsverk. Aidcom har kontorer i Trondheim, Kuala Lumpur og Mexico, hovedkontoret ligger i Trondheim. Det er Trondheim og Mexico som har nyhetsovervåkning og sender ut varslinger. Kontoret i Kuala Lumpur har siden 2010 jobbet med å promotere selskapet og forsøkt å finne nye investorer og kunder.

2.4 Marked

Aidcom satser på bedriftsmarkedet i Asia hvor de prøver å selge inn produktet til bedrifter som har behov for å vite hvor deres ansatte befinner seg. Bedriftene vil få raskt beskjed om det skjer noe som kan påvirke deres ansatte. Peder Kvendset mener at markedet i Asia er mer åpent og modent enn i Norden.

2.5 Økonomi

Den økonomiske situasjonen til Aidcom er kritisk. De har hatt negativt årsresultat siden oppstart. I 2009 ble egenkapitalen tapt og de har tatt opp mye kortsiktig og langsiktig lån for å dekke de løpende kostnadene. Selv om balansetallene er svake

har driftsinntektene økt betraktelig de siste årene og det negative resultatet er blitt mindre sammenlignet med tidligere år.

Vært år påløper store faste kostnader på grunn av at de må ha ansatte på jobb 24 timer i døgnet. Drifting av teknologi samt å sende ut tekstmeldinger utgjør 25% av kostnadene. Lønn utgjør 50-60%. I 2010 inngikk Aidcom inn i en ny og bedre kontrakt med Tryg, der de får en fast sum i måneden på 150 000 og en volumbasert provisjon per Tryg-kunde som bruker produktet ”TravelAlert”.

2.6 Fremtidsplaner

For at Aidcom skal ha mulighet til å fortsette videre drift er de nødt til å gjøre noen endringer. De har vurdert flere alternativer, som for eksempel kun ha Tryg som kunde, og få underskrevet flere store kontrakter, eller å få inn investorer. Det er enda stor usikkerhet rundt hvilken vei de skal gå. I et forsøk på å få ned kostnader har Aidcom startet opp ”Drømmeåret”. Det går ut på at de skal ansette seks personer med et 12 måneders engasjement som skal jobbe og reise i Asia, Afrika og Latin-Amerika. De skal være en del av teamet som er med på den daglige driften av nyhetsovervåkingen. Lønnskostnadene til disse personene vil være på et lokalt lønnsnivå, og i tillegg dekker Aidcom reise, opphold, vaksiner og forsikring. Tanken er å kutte i lønnskostnadene ved å unngå nattillegg, arbeidsgiveravgift og feriepenger. Reisekostnader og forsikring vil øke, men ikke i den grad som lønn går ned.

3.0 Metode og dataanalyse

3.1 Metode

En metode er en fremgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme frem til ny kunnskap. En hvilken som helst metode som benyttes til dette formålet hører hjemme under bruk av metoder (Aubert, 1965, 196). Den fremgangsmåten som er best egnet i hver enkelt situasjon avhenger av hvilke mål som er satt, hvordan verden ser ut og hvilke ressurser vi har til disposisjon (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004, 34). For å besvare vår problemstilling er det nødvendig å innhente korrekt og pålitelig informasjon. Bevissthet på riktig valg av informasjon gjør at vi kan bearbeide og tolke den på en best mulig måte.

3.2 Undersøkellesdesign

3.2.1 Eksplorativ undersøkelsesdesign

Eksplorativt (*utforskende*) undersøkelsesdesign passer bra når beslutningstakeren i utgangspunktet vet lite om saksområdet, og man ønsker å undersøke temaet grundigere (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010, 34). Ved bruk av sekundærdata og dybdeintervju skaper man innsikt og forståelse for temaet som skal undersøkes.

3.2.2 Deskriptivt undersøkelsesdesign

Deskriptivt (*beskrivende*) undersøkelsesdesign benyttes når en grunnleggende forståelse av hva problemet går ut på er til stede. Formålet er å beskrive situasjonen i et bestemt område. Designen gir oss ikke grunnlag for å påstå at det foreligger kausale sammenhenger, kun om det foreligger samvariasjon.

3.2.3 Kausalt undersøkelsesdesign

Kausalt (*årsaksforklarende*) undersøkelsesdesign benyttes når mulige årsaksforklaringer skal undersøkes (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2010, 36). I kausalt design benyttes en form for eksperiment. I eksperimentet manipuleres uavhengige variabler for å se hvorvidt de har noen effekt på den valgte avhengige variabelen.

I denne oppgaven har vi benyttet oss av alle de tre undersøkelsesdesignene. Eksplorativt design benyttes mye i den innledende fasen av oppgaven der vi har brukt mye tid på innhenting av primær- og sekundærdata. Vi har benyttet deskriptivt undersøkelsesdesign når vi har skulle tallfeste og verdsette Aidcom ut i fra de teoriene vi har funnet. Når vi har tatt utgangspunkt i de tre forskjellige scenarioanalysene har vi benyttet oss av kausalt design.

3.3 Datainnsamling

Ved innhenting av data skiller vi mellom to hovedtyper av data; primær- og sekundærdata. Forskjellen ligger i hvordan dataene blir samlet inn. Primærdata er data som vi selv henter inn og skal besvare våre undersøkelsesspørsmål. Sekundærdata er data som er samlet inn for et annet formål. Den formen for primærdata vi har innhentet er intervjuer vi har hatt med gründer og daglig leder i Aidcom, Peder Kvendset.

De sekundærdata vi har innhentet for oppgaven er faglitteratur og elektroniske kilder. Disse dataen er raske, enkle og billige å hente inn. Svakheten med denne type innhenting av data er at litteraturen ikke nødvendigvis er skrevet med tanke på å løse vår problemstilling.

Fordelen ved å bruke primærdata er at informasjonen hentes inn til bruk i denne oppgaven og derfor er svært relevant for oss. Svakheten ved bruk av denne type data er at dette er tidkrevende og vi må selv utelukke informasjon som ikke er aktuell for denne oppgaven.

3.4 Validitet og reliabilitet

Disse to begrepene benyttes for å beskrive kvaliteten av selve undersøkelsen. En undersøkelse som har høy validitet har ikke nødvendigvis høy reliabilitet og omvendt. For å skape en god kvalitet på oppgaven er det viktig at både reliabiliteten og validiteten er troverdig.

Validitet sier noe om hvor godt man måler det som man har til hensikt å måle (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004, 72). Har man høy samvariasjon mellom

variablene man ønsker å måle vil det være en sammenheng mellom dataene man har tilgjengelig.

Reliabilitet er et mål på kvaliteten og etterprøvnbarheten i de forskjellige målingene. Er reliabiliteten høy, skal man kunne komme frem til det samme resultatet ved en ny gjennomføring av samme undersøkelsen. Har man høy reliabilitet er resultatet ikke preget av tilfeldigheter.

Vi har vært kritiske til valg av sekundærkilder i denne oppgaven, det er vanskelig å velge hvilke kilder som er mest relevant, men vi mener vi har valgt de relevante og mest pålitelige kildene.

4.0 Intern analyse

Den interne analysen tar for seg hvordan Aidcom kan skape merverdi med hovedfokus på ressursene de innehar og hva som er styrkene og svakhetene ved disse (Løwendahl og Wenstøp 2009, 161).

4.1 VRIO-analyse

Med denne analysen skal vi avdekke hvilke ressurser Aidcom innehar som er varige konkurransefortrinn. Definisjonen på at en ressurs har et varig konkurransefortrinn er at den må være: verdifull (valuable), sjelden (rare), vanskelige å kopiere (inimitable) og at forholdene ligger til rette for å utnytte ressursen (organized) (Løwendahl og Wenstøp 2009, 188).

Vi har valgt å analysere følgende ressurser og punktvis svare på om de er varige konkurransefortrinn:

- Teknologi
- Relasjoner
- Kompetanse

4.1.1 Verdifull

TEKNOLOGI (JA): Teknologien er svært viktig for Aidcom. Selve teknologien er ikke unik i seg selv, det er sammensetningen av forskjellige typer teknologi som gjør at Aidcom skiller seg ut fra lignende konkurrenter og derfor er verdifull.

Overvåkingen av nyhetsbildet er det innleide datakonsulenter som har utviklet i samarbeid med Aidcom, mens selve varslingssystemet er en tjeneste som blir levert fra Unified Messaging System AS. Aidcom kan som en "spin-off" utvikle applikasjoner for smarttelefoner. De har blant annet utviklet en applikasjon for NAF Norge som skaper små verdier i tillegg til varslingstjenesten.

RELASJONER (JA): Den viktigste relasjonen til Aidcom er hovedkunde og investor, Tryg. Tryg kjøpte seg inn i Aidcom i 2008 og eier 45% av selskapet. De har i 2012 inngått en ny 3-års kontrakt med Tryg og er derfor sikret et fortsatt samarbeid frem til 2015.

KOMPETANSE (JA): Peder Kvendset er som leder og gründer av Aidcom en svært viktig del av bedriften. Kompetansen, nettverket og erfaringen han har

opparbeidet seg i løpet av de seks årene Aidcom har eksistert er uvurderlig for dem.

4.1.2 Sjelden

TEKNOLOGI (JA): Vi betrakter teknologien som sjelden, men ikke unik. Aidcom er det eneste selskapet i markedet de konkurrerer i som bruker GSM-sporing for å vite hvor kundene oppholder seg. Det er mulig for andre bedrifter å opprette samme type teknologi da den ikke er patentert på noen måter.

RELASJONER (JA): Gode relasjoner er mer sjelden da disse tar tid å bygge opp. Aidcom har klart å skape gode relasjoner med Tryg og KPMG i løpet av de årene de har eksistert. Konkurrenter kan klare å skape like gode relasjoner, men ikke på kort sikt.

KOMPETANSE (NEI): Etter å ha opparbeidet seg erfaring og kunnskap innenfor teknologi og bransje har Aidcom et forsprang i forhold til eventuelle konkurrenter. Denne kompetansen er ikke å klassifisere som unik da den ikke er umulig for eventuelle konkurrenter å opparbeide seg.

4.1.3 Vanskelig å kopiere

TEKNOLOGI (NEI): Teknologien er utformet av innleide konsulenter. I og med at Aidcom ikke har noen form for patent på teknologien, er det er mulig for andre aktører å kopiere den uten store problemer.

RELASJONER (JA): Den viktigste relasjonen Aidcom har i dag er med Tryg, i og med at Tryg har kjøpt en stor andel av Aidcom anser vi denne relasjonen som vanskelig å kopiere.

KOMPETANSE (NEI): Aidcom har kun eksistert i fire år. Erfaringen Peder Kvendset har opparbeidet seg vil være mulig for andre konkurrenter å kopiere.

4.1.4 Organisering

TEKNOLOGI (JA): Teknologien er organisert på en oversiktlig og enkel måte slik at ansatte skal håndtere den etter enkel opplæring.

RELASJONER (JA): Aidcom har med den gode relasjonen de har til Tryg fått en sikker og stabil kunde som sørger for store deler av inntektene.

KOMPETANSE (NEI): Aidcom utnytter den kompetansen de innehar i dag for at

deres tjeneste skal fungere optimalt ved å videreutvikle teknologien samt jobbe videre med innhenting av nye kontrakter.

Vi oppsummerer VRIO-analysen i følgende tabell:

Tabell 1: VRIO-analyse

Ressurser	Teknologi	Relasjoner	Kompetanse
Verdifull?	Ja	Ja	Ja
Sjelden?	Ja	Ja	Nei
Vanskelig å kopiere?	Nei	Ja	Nei
Godt organisert?	Ja	Ja	Nei
Implikasjon for konk.fortrinn	Midlertidig konk.fortrinn	Midlertidig konk.fortrinn	Ingen varige konk.fortrinn
Påvirkning på avkastning?	Positiv	Positiv	Positiv

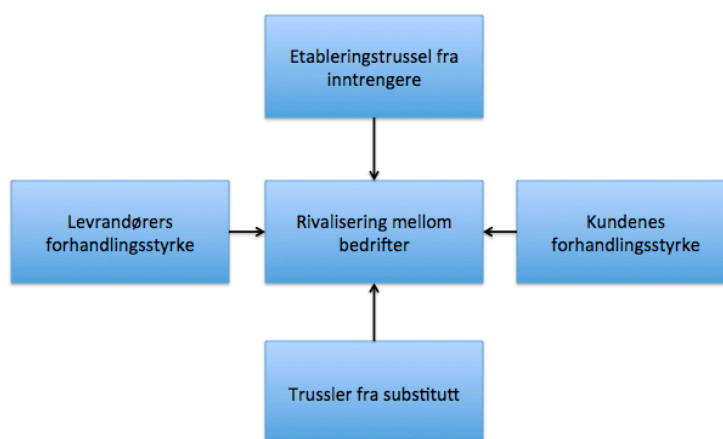
5.0 Ekstern analyse

Den eksterne analysen gir oss en oversikt over omgivelsene rundt Aidcom. Analysen hjelper bedriften å forstå hvilke aktører som befinner seg i det strategiske handlingsrommet, og hva mulighetene og truslene er. Vi får en bedre innsikt i situasjonen til Aidcom (Løwendahl og Wenstøp 2010, 195-196).

5.1 *Porters fem bransjekrefter*

Vi skal foreta en analyse av Aidcom sin konkurransearena. En analyse av bransjen er viktig for at Aidcom skal kunne følge med på utviklingen og være oppdatert på hva som skjer. Det viktigste med analysen er å identifisere og analysere de mest sentrale aktørene, og hvilke bedrifter som utgjør den største trusselen mot Aidcom sin overlevelse og vekst (Løwendahl og Wenstøp 2010, 198).

Figur 2: Konkurransanalysen



5.1.1 Konkurrentanalyse

Vi har tatt for oss de konkurrentene Aidcom selv mener er de meste aktuelle, ConTgo og SOS International DK.

ConTgo er et selskap som ble opprettet i 2003, de har hovedkvarter i London og operer i bedriftsmarkedet. ConTgo leverer et bredere produkt enn Aidcom. De reisende får informasjon på mobil om hvilken transport som er bestilt, om hotellreservasjonen er i orden og om det skjer noe som påvirker sikkerheten deres. I tillegg til dette tilbyr de tre andre mobile produkter som er møte-assistanse program, kommunikasjon og markedsføring. ConTgo er større en Aidcom og i følge hjemmesiden deres har de 500 000 brukere i 90 forskjellige land og mer enn 50 000 forskjellige bedrifter på kundelisten. I 2010 hadde de en omsetning på 718 565 Pund (Orbis 2010).

SOS International DK ble etablert i 1957 og er Nordens ledende assistanseorganisasjon som tilbyr akutt hjelp til reisende i hele verden. Det største kundesegmentet til SOS International DK er en rekke av de ledende nordiske forsikringsselskapene. De leverer et produkt som er annerledes enn Aidcom. De tilbyr reise-, teknisk-, helse-, krise-, sporings-, medisinsk- og hjemmeassistanse. Brukerne av disse produktene er kundene til forsikringsselskapene. Årlig håndterer de ca. 670.000 nasjonale og internasjonale skader. Omsetningen for 2008, 2009 og 2010 var på 1 476 490 000 DKK, 1 635 559 000 DKK og 1 707 618 000 DKK (SOS International 2010).

Disse konkurrentene utgjør en trussel for de er mye større og sterkere enn Aidcom og har flere kunder, men de tilbyr ikke samme produkt. For å bli mer synlig for konkurrentenes kunder bør Aidcom bruke mer penger på markedsføring. Vi anser trusselen fra konkurrenter som middels.

5.1.2 Leverandører

Aidcoms største leverandør er den norske bedriften Unified Messaging System AS (UMS) som leverer SMS- og sporingstjenesten til Aidcom. I løpet av 2012 vil Aidcom få på plass et nytt system slik at de selv kan levere tjenestene UMS tidligere leverte. De vil altså ikke være avhengig av en leverandør lenger, og vi konkluderer med at UMS ikke har noen forhandlingsmakt.

5.1.3 Kunder

Tryg er den største kunden til Aidcom og de tilbyr produktet videre til sine forsikringskunder som igjen kan velge å bli brukere av produktet. Aidcom får månedlige innbetaling fra Tryg på 150 000 kroner. I tillegg får de volumbasert provisjon per kunde som bruker produktet gjennom forsikringsselskapet. Av Aidcoms 30 000 – 35 000 brukere, er om lag 90% av brukerne gjennom Tryg. Siden Tryg står for den største delen av brukerne og inntektene, er Aidcom avhengig av Tryg for fortsatt drift og vi kan på bakgrunn av dette konkludere med at Tryg har høy forhandlingsmakt.

Privatpersoner er en liten andel av kundemassen og har derfor ingen forhandlingsmakt.

5.1.4 Substitutter

Substitutter vil være andre plasser der det er mulig å finne informasjon om hva som skjer i verden. Det kan være gjennom aviser, internett, tv, radio og sosiale medier.

Muligheten for å selv sjekke nyhetsbildet der man befinner seg kan være både kostbart og tidkrevende. Folk kan bruke sin egen mobiltelefon for å lese siste nytt

fra lokale aviser på Internett. Dette kan bli veldig kostbart om man benytter seg av 3G nettverk som kundene selv må betale. Bruk av 3G er også avhengig av hvor du befinner deg i verden da denne tjenesten ikke tilbys i alle land.

For at flere skal få øynene opp for Aidcom bør de markedsføre seg mer. På denne måten vil flere slutte å bruke substitutter. På bakgrunn av dette anser vi substituttene som en middels til stor trussel.

5.1.5 Inntrengere

Det er lett å etablere seg på konkurransearenaen, felles for bedriftene på konkurransearenaen er at teknologien er enkel å kopiere og det trengs ikke store investeringer. Aidcom må holde øynene oppe for etableringer av nye konkurrenter. Vi klassifiserer inngangsbarrierene som lave.

Vi har oppsummert den Porters fem bransjekrefter i tabellen under.

Tabell 2: Oppsummering av Porters fem bransjekrefter

Aktør	Vurdering	Tiltak
Konkurrenter	Sterk konkurranse, middels trussel	Markedsføre, bli mer synlig
Inntrengere	Høy trussel	Bygge merkevare
Substitutter	Middels til stor trussel	Skape et behov, differensiere seg
Kunder	Stor makt	Skape et behov
Levrandører	Liten makt, ingen trussel	Ingen

5.2 PESTEL

Ved å bruke PESTEL-analysen får vi oversikt over makroøkonomiske forhold som kan påvirke Aidcoms verdiskapning. Analysen skal hjelpe Aidcom å finne de mest kritiske omgivelsesfaktorene, hvilke som er viktigst i dag og frem i tid. I en PESTEL-analyse ser man på politiske forhold, økonomiske forhold, sosiokulturelle forhold, teknologiske forhold, samfunnsmessige forhold og legale forhold (Løwendahl og Wenstøp 2010, 230).

5.2.1 Politiske forhold

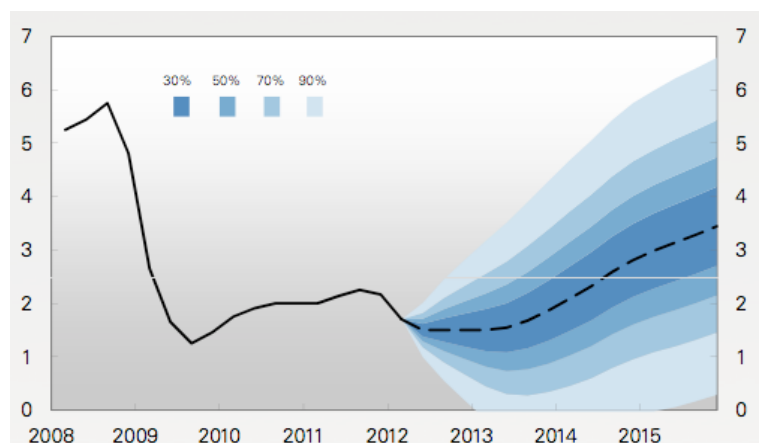
Norges politiske forhold til Asia har påvirkning for Aidcom på grunn av at det er i dette markedet de satser i dag. Det er derfor viktig at Norge har et godt samarbeid med Asia. I følge utenriksdepartementet ved Jonas Gahr Støre er vi i dag vitne til en maktforskyvning til Asia, som igjen vil igjen ha muligheten til å stå for den største andelen av verdensøkonomien slik de gjorde før. Med bakgrunn i dette har UD økt sin tilstedeværelse i Asia med et titalls nye ansatte. Dette tyder på at utenriksdepartementet har mye fokus på hva som skjer i Asia og følger utviklingen. De er opptatt av å ha et godt samarbeid å få gode avtaler på plass med de aktuelle landene (Regjeringen a). Både Norge og flere av landene i Asia er medlem av World Trade Organization som legger føringer for verdenshandelen og har fokus på å bryte ned handelsbarrierer (World Trade Organization) Trusselen for Aidcom er handelsbarrierer som kan oppstå på grunn av politiske uenigheter, men slik situasjonen er i dag ser vi ikke det som noen trussel.

5.2.2 Økonomiske forhold

Det har vært mye uro i finansmarkedet, spesielt gjeldskrisen som har rammet euroområdet har hatt innvirkninger på mange land og bedrifter. Aidcom har ikke merket dette internt på inntekter eller nedskjæringer da hovedkunden deres har klart seg godt gjennom urolighetene. De økonomiske forholdene som påvirker Aidcom og som har endret seg på grunn av gjeldskrisen er styringsrenten og den norske kronen.

Aidcom har mye gjeld så om rentenivået i Norge går opp vil det gjøre utslag i finanskostnadene. Norges Bank har sett seg nødt til å sette ned styringsrenten flere ganger. I desember 2011 ble den satt ned til 1,75%. I mars 2012 ble styringsrenten nok en gang satt ned til 1,5% og det er vedtatt at den bør ligge mellom 1-2% frem til neste pengepolitisk rapport blir lagt frem 20. juni, så lenge det ikke skjer nye store forstyrrelser eller forbedringer. Under har vi lagt med en graf som viser Norges Bank forventede utvikling av styringsrenten frem til 2015.

Figur 3: Forventet utvikling i styringsrenten (Norges Bank)

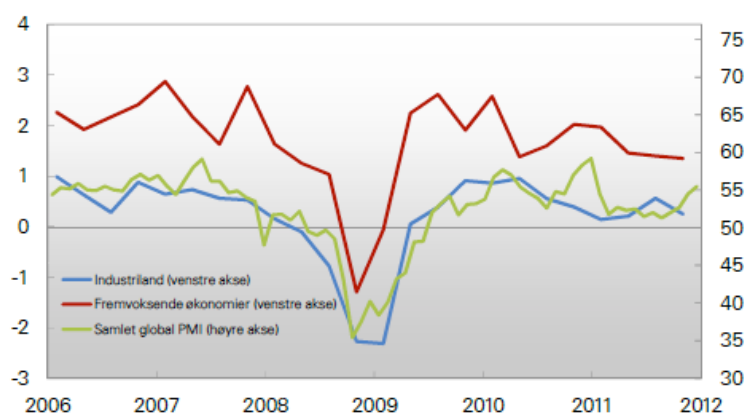


Ut i fra grafen kan vi lese at styringsrenten vil holde seg lavt det neste året før den sakte, men sikkert vil stige. Ved slutten av 2015 anslås renten å være på 3,5%. Aidcom har mye gjeld og rentekostnadene vil øke i takt med styringsrenten.

Kursen på den norske kronen er en viktig faktor for Aidcom siden de forhandler med Asia. I Pengepolitisk rapport nr. 1/12 står det at kronen har styrket seg de siste ukene og mer enn det utviklingen i rentedifferansen mot utlandet skulle tilsi. Den er nå nær de sterkeste nivåene noensinne målt mot I-44. Målt mot Euro er Kronen nå på det sterkeste nivået siden 2003. Kronen anslås å svekke seg noe.

Vekstutsiktene for verdensøkonomien har svekket seg, men den er betydelig høyere i fremvoksende økonomier som man kan se av figuren under. Det har vært fall i internasjonal handel. I Asia har bankene strammet inn på utlånsvilkårene. Uroen som har vært i markedet etter statsgjeldskrisen i euroområdet har avtatt etter nyttår.

Figur 4: BNP i industriland og fremvoksende økonomier* (Norges Bank)



* Argentina, Brasil, India, Indonesia, Kina, Mexico, Russland, Sør-Afrika, Sør-Korea og Tyrkia

Aidcom påvirkes ikke av konjunkturer på kort sikt på grunn av at de har en tre års kontrakt med Tryg som sikrer dem inntekter. Det kan bli vanskelig å få nye kontrakter om det blir lavkonjunktur. Det er fortsatt veldig stor usikkerhet om den videre utviklingen i verdensøkonomien.

5.2.3 Sosiokulturelle forhold

Asia er en del av verden som er mye rammet av naturkatastrofer. Den nasjonale katastroferisiko-indeksen fra 2010 rangerer Asia med høyest risiko for naturkatastrofer (Irin news). Et varslingsystem som samtidig overvåker hvor de ansatte befinner seg vil derfor være veldig aktuelt. På grunn av globaliseringen er mange bedrifter nødt til å ha ansatte stasjonert eller ute på reise i hele verden. Da kan teknologien som Aidcom tilbyr være hjelpsom på flere måter enn å bare varsle katastrofer, bedriften kan se hvilken ansatt som befinner seg nærmest et område de vil ha en representant i.

5.2.4 Teknologiske forhold

Det er viktig at Aidcom bruker ressurser på å videreutvikle og forbedre produktet sitt. De må fortsette å være innovative spesielt siden de satser i Asia som er kjent for å ha spennende teknologiplattformer, samt effektiv og billig produksjon (Forskningsrådet). Teknologien Aidcom bruker er lett å kopiere.

6.0 SWOT-Analyse

Vi oppsummerer den interne og eksterne analysen med en SWOT-analyse. I SWOT-analysen deles de strategiske funnene inn i styrker (strength), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats) (Løwendahl og Wenstøp 2011, 227). I tabellen under er vår SWOT-analyse der funnene står i prioritert rekkefølge.

Tabell 4: SWOT

	Fordeler	Ulemper
Intern	Styrker <ul style="list-style-type: none">• Relasjoner• Teknologi• Kompetanse	Svakheter <ul style="list-style-type: none">• Lett å kopiere teknologi• Høy rentebærende gjeld
Ekstern	Muligheter <ul style="list-style-type: none">• Markedsføring	Trusler <ul style="list-style-type: none">• Inntrengere• Substitutter

7.0 Finansiell analyse

Ved å analysere de historiske regnskapstallene til Aidcom, vil vi forstå bedriften bedre som en helhet. Vi vil gjennom disse analysene få større forståelse av sammenhengen mellom firmaets lønnsomhet, vekst og ressursbehov (Soffer og Soffer 2003, 99). Disse utregningene vil være nødvendig i arbeidet rundt selve verdivurderingen da den sier noe om fremtidsutsikten og den nåværende finansielle situasjonen for Aidcom.

Beregninger som er gjort i dette kapitlet finnes i vedlegg 1. Gjennomsnittet for de norske aksjeselskapene er regnet ut av tall hentet fra Statistisk Sentralbyrå (a, b, c) sine sider.

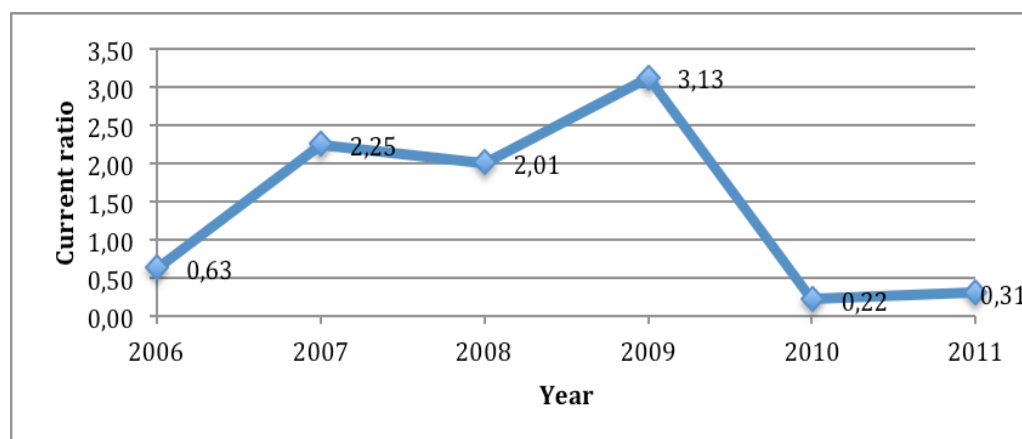
7.1 *Likviditetsanalyse*

I likviditetsanalysen måler vi selskapets evne til å møte sine kortsiktige forpliktelser (Robinson et al. 2008, 277).

7.1.1 *Likviditetsgrad 1*

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den måler likviditeten i selskapet. En høy likviditetsgrad indikerer at bedriften møter sine kortsiktige forpliktelser på en god måte. Mens motsatt kan man si at ved en lav likviditetsgrad er bedriften avhengig av gjeld for å betale sine kortsiktige forpliktelser. En likviditetsgrad på 1 sier at bokført verdi på omløpsmidlene er lik bokført verdi av den kortsiktige gjelden (Robinson et al. 2008, 286).

Tabell 4: Current Ratio



Aidcom sin likviditetsgrad har variert veldig siden oppstart. Årsaken til at den gikk drastisk ned fra 2009 til 2010 skyldes at i 2009 ble egenkapitalen tapt og Aidcom måtte ta opp ny kortsiktig gjeld for å dekke de løpende kostnadene. Det at likviditetsgrad 1 må være på 2 kan diskuteres. Statistisk sett ligger likviditetsgrad 1 for norske aksjeselskaper i perioden 2006 til 2010 på 1,16 (Statistisk Sentralbyrå a, b, c). Likviditetsgrad 1 for Aidcom har et gjennomsnitt på 1,42. At gjennomsnittet er bedre enn likviditetsgrad 1 for norske aksjeselskaper skyldes at Aidcom har høye positive verdier på likviditetsgrad 1 i 2007 og 2008, og dette gjør gjennomsnittet høyere.

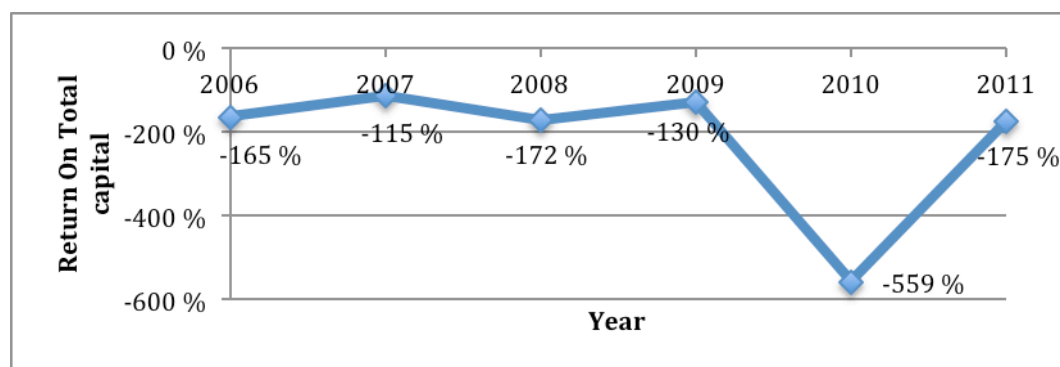
7.2 Lønnsomhetsanalyse

I en lønnsomhetsanalyse tar vi for oss bedriftens evne til å generere lønnsom drift fra sine ressurser (Robinson et al. 2008, 277).

7.2.1 Totalkapitalens rentabilitet

Totalkapitalens rentabilitet måler avkastingen til alle som har bidratt med kapital i selskapet, dette inkluderer både kortsiktig og langsiktig gjeld samt egenkapitalen (Robinson et al. 2008, 293). Tallet bør ligge over det selskapet betaler for sine lån.

Tabell 5: Return On Total Capital

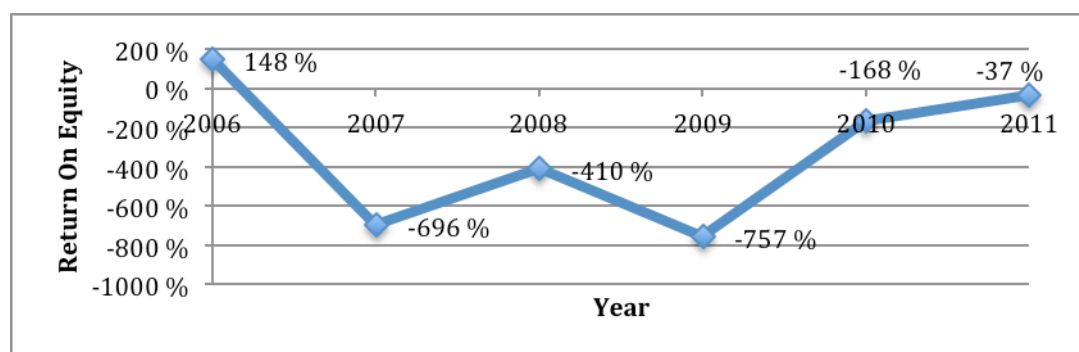


Gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet for norske aksjeselskap i perioden 2006 til 2010 er 11,20%. Aidcom har alltid hatt negative verdier på totalkapitalrentabiliteten på grunn av at ordinært resultat før skatt pluss finanskostnadene har siden 2006 vært negative. Grunnen til den drastiske nedgangen i 2010 var på grunn av at Aidcom hadde sitt dårligste ordinære resultat før skatt samt at gjennomsnittlig totalkapital var på sitt laveste.

7.2.2 Egenkapitalens rentabilitet før skatt

Egenkapitalens rentabilitet viser avkastningen til eierne på egenkapitalen som er investert i bedriften (Robinson et al. 2008, 297).

Tabell 6: Return On Equity

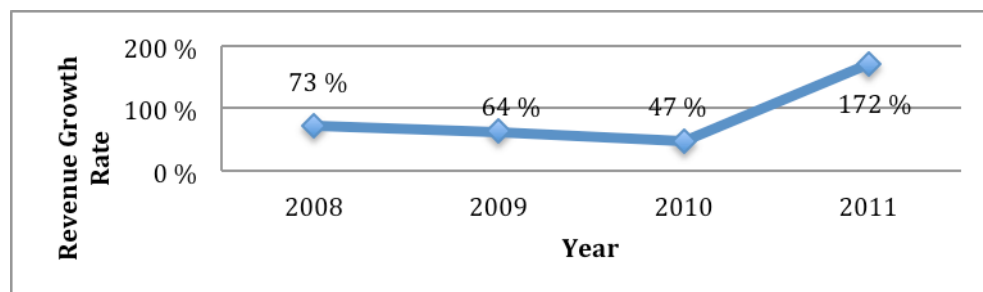


Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet for norske aksjeselskap i perioden 2006 til 2010 er 13,74% (Statistisk Sentralbyrå a, b, c). Tallene som vist i grafen gir oss dårlige indikatorer på hvor mye avkastning eierne sitter igjen med fra egenkapitalen. For eksempel i 2011 var den gjennomsnittlige egenkapitalen på sitt laveste, allikevel fikk vi den beste egenkapitalrentabiliteten siden oppstarten. Vi ser derfor på tallene som misvisende.

7.2.3 Vekst i inntekter

Viser hvor mye inntektene har økt fra et år til et annet år i prosent (Soffer og Soffer 2003, 108).

Tabell 7: Revenue growth rate

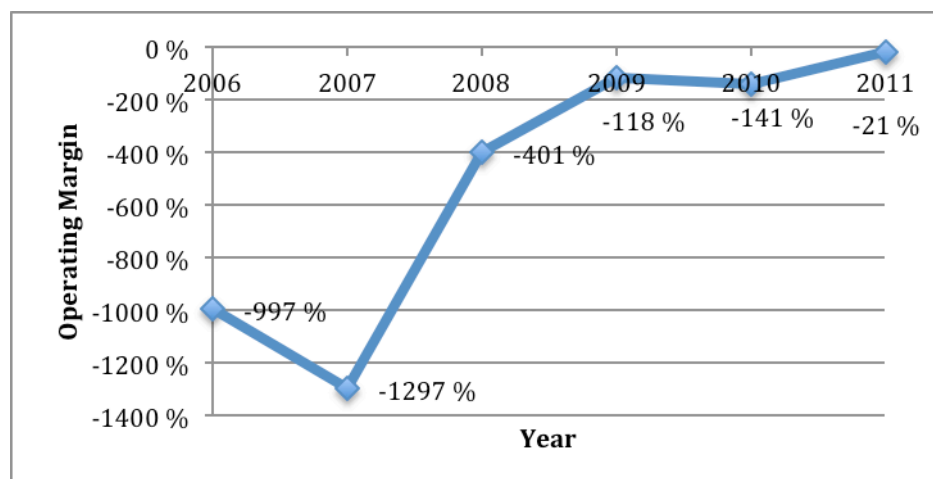


Som vi kan se ut i fra tabellen har inntektene til Aidcom økt siden de først lanserte produktet i 2008. Den høye veksten fra 2010 til 2011 skyldes at Aidcom fikk mer i støtte fra Tryg enn tidligere år.

7.2.4 Driftsmarginer

Driftsmarginer forteller oss hvor mye bedriften sitter igjen med per omsatt krone (Soffer og Soffer 2003, 102).

Tabell 8: Operating Margin



Driftsmarginene til Aidcom har bedret seg betraktelig de siste årene. Men også her ligger de under gjennomsnittet for norske aksjeselskap som i perioden 2006 til 2010 var på 13,22 % (Statistisk Sentralbyrå a, b, c).

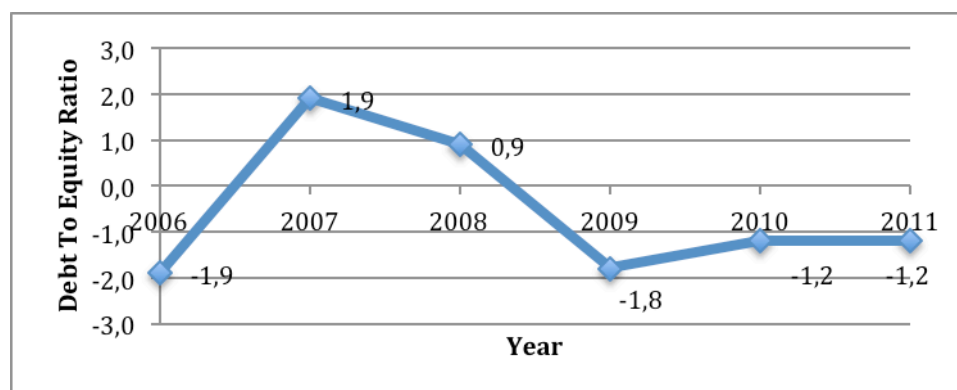
7.3 *Soliditet*

Soliditet viser bedriftens evne til å møte sine langsiktige gjeldsforpliktelser. En soliditetsanalyse gir oss informasjon om blant annet bedriftens kapitalstruktur (Robinson et al. 2008, 288).

7.3.1 *Gjeldsgrad*

Gjeldsgrad måler forholdet mellom gjeld et foretak har i forhold til egenkapital. Hvis en bedrift har en gjeldsgrad på 1, vil det si at forholdet mellom gjeld og egenkapital er likt. Det vil si 50% gjeld og 50% egenkapital (Robinson et al. 2008, 289).

Tabell 9: Debt To Equity Ratio



Fra tabellen kan vi se at Aidcom i 2006, 2009, 2010 og 2011 hadde en negativ gjeldsgrad. Egenkapitalen til Aidcom ble tapt i 2008. For hvert år bedriften leverer negativt resultat vil gjeldsgraden fortsette å stige

7.4 *Konklusjon av regnskapsanalysen*

Likviditetsanalysen viser at Aidcom har lavere likviditetsgrad enn gjennomsnittet. Den gikk ned i 2009 da Aidcom tapte egenkapitalen og var avhengig av hjelp fra kredittinstitusjoner. På bakgrunn av likviditetsanalysen konkluderer vi med at Aidcom ikke har god likviditet.

Funnene i lønnsomhetsanalysen viser at de kommer dårlig ut med både egenkapitalrentabilitet og total kapitalrentabilitet med høye negative verdier over tid. Selv om veksten i inntekter har økt og driftsmarginene bedres vært år, så kan vi allikevel konkludere med at lønnsomheten i Aidcom ikke er tilfredsstillende.

Soliditetsanalysen viser at Aidcom sliter med å betale sine langsiktige forpliktelser og at selskapet består kun av kortsiktige og langsiktige lån. Konklusjonen av soliditetsanalysen er at den ikke er tilfredsstillende.

8.0 Verdsettelsesteori

Det er vanskelig å finne eksakt verdi for et selskap. Verdien vil variere etter hvem som verdivurderer selskapet, om man legger et kjøper- eller selgersynspunkt til grunn og hvilken metode som brukes. I hovedsak deler man inn i to metoder, den inntjeningsbaserte metoden og den balansebaserte metoden. Vi vil fokusere på den inntjeningsbaserte metoden. Dette begrunnes med blant annet det Gunnar A. Dahl skriver (2011, 4) ”I det lange løp er ikke en virksomhet mer verdt enn den verdien virksomheten kan forrente med et avkastningskrav som reflekter oppfattet risiko hos partene i en transaksjon.”

8.1 *Inntjeningsbaserte metoder*

Den inntjeningsbaserte metoden setter verdien ut fra hva den forventede fremtidige inntjeningen vil være. Det er tre måter å gjøre dette på, ved hjelp av kontantstrømsbaserte metoder, resultatbaserte/dividende metoder og multippelbaserte metoder.

8.1.1 *Kontantstrømsbaserte metoden*

Ved å bruke den kontantstrømsbaserte metoden estimerer man fremtidige kontantstrømmer til total kapital eller egenkapital, og neddiskontere disse ved et avkastningskrav som reflekterer risikoen i kontantstrømmen. Vi skal finne netto kontanttilførsler som selskapet vil generere, det som gir en bedrift verdi. Det er vanskelig å estimere fremtidige netto kontantstrømmer for et selskap, mange er for optimistiske, derfor er det viktig at avkastningskravet innebærer et betydelig risikotillegg. Man må og finne en prognoseperiode som er passende (Dahl 2011). I følge Boye og Meyer (2008, 95) er det vanlig å budsjettere kontantoverskudd for 5- 15 år frem i tid.

Vi velger å benytte oss av FCF- modellen i denne oppgaven. FCF- modellen er den modellen som gir en mest korrekt verdi av selskapet, det er også den modellen som er mest utbredt i verdsettelse av selskaper i praksis. FCF-modellen gir oss verdien på bedriftens kjernevirksomhet ved å diskontere bedriftens frie kontantstrøm med risikojustert avkastningskrav (Soffer og Soffer 2003, 135).

Tabell 10: Beregning av FCF

Driftsresultat etter skatt (NOPAT)
+/- Avskrivninger/Nedskrivninger
Δ Gevinst/tap ved salg av varige driftsmidler
Δ Langsiktige avsetninger
Δ NOAK
= Kontantstrøm fra drift
- Investeringer
= FCF

Man starter med å foreta en objektiv analyse av den fremtidig frie kontantstrømmen de neste årene for og så beregne den forventede kapitalstrukturen i samme periode. Deretter beregnes avkastningskravet med WACC og man estimerer bedriftens terminalverdi. Til slutt neddiskonteres terminalverdien og de frie kontantstrømmene for alle årene med WACC.

Vi beregner terminalverdien for å finne ut hvilke kontantstrømmer som kommer etter budsjettperioden. Vi antar at kontantstrømmene etter budsjettperioden vokser med en konstant rate i evig tid. Når et firma vokser, kan ikke veksten være større enn veksten i den generelle økonomien. (Damodaran 1999)

Beregning av terminalverdi:

$$TV_N = \frac{FCF_N \times (1 + g)}{WACC - g}$$

TV = Terminal value

FCF = Free Cash Flow

g = evig vekstfaktor

WACC = Weighted Average Capital of Cost

8.2 Resultatbaserte metoder

Resultatbaserte metoder består av multippelbaserte metoder fordi den er basert på resultatbegrep som EBIT, EBITDA (ordinært resultat etter skatt). Dette er en rimelig enkel og rask metode for å finne verdien av et selskap. Multiplikator er forholdstallet mellom prisen på aksjene eller verdien av selskapet dividert med en

resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller et mål på en kritisk ressurs. (Dyrnes 2004, 47). Ved hjelp av sammenlignbare selskaper finner man en gjennomsnittlig multiplikator som multipliseres med en skaleringsfaktor, og man finner verdien av selskapet. EV/EBITDA og EV/EBIT (markedsverdien av egenkapitalen pluss markedsverdi av netto rentebærende gjeld) er i følge Gunnar A. Dahl (2011, 11) de multiplene som er mest brukt i praksis.

Tabell 1

$$V_{VO} = \left(\frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Res. pr. aksje}} \right)^{Sml} \times \text{Resultat pr. aksje}^{VO}$$

VO = Verdsettelsesobjekt

Sml = Sammenlignbare selskaper

Når man bruker denne metoden forventer man at to selskap i samme bransje, med samme fortjeneste, salg og utsikt for fremtidig vekst har samme verdi. Er det ene selskapet dobbelt så stort som det andre er det også dobbelt så mye verdt. Slike selskap kan sammenlignes fordi det er bare størrelsen som er forskjellig og det tar multiplikatormetoden hensyn til. Når man skal regne ut verdien må man være konsistent og bruke tall som er likt definert (før skatt, etter skatt osv), og fra samme periode. Hvis ikke blir det som å sammenligne epler og appelsiner og verdien blir feil (Soffer og Soffer 2003, 386). Hvis multiplene til de selskapene vi skal sammenligne med er forskjellig kan man bruke et gjennomsnitt. Da er det viktig at forskjellene ikke er veldig store, kanskje det blir mer riktig å bare sammenligne med det ene selskapet enn gjennomsnittet av alle. Med multiplikatormetoden antar vi at den fremtidige kontantstrømmen blir lik for de sammenlignbare selskapene.

Mange vil argumentere i mot multiplikatormetoden fordi verdien til et selskap bestemmes av fremtidige kontantstrømmer. De mener at siden bokført fortjeneste driver multiplikatoren, ikke kontantstrømmen og at det kun blir tatt hensyn til ett år, ikke de fremtidige årene, mangler metoden noe vesentlig. På grunn av at metoden tar utgangspunkt i bokførte verdier for selskapene må man være klar over at det er mulig å få regnskapet til å se bedre ut enn det er. Argumenter for multiplikatormetoden er at den er såpass utbredt så mange selskapers verdi er beregnet med den. Metoden er akseptert da det er så mange som bruker den. Det viktigste ved bruk av metoden er å finne gode sammenlignbare selskaper som er i samme industri. Siden det er veldig vanskelig å finne gode sammenlignbare selskaper er det mulig å justere multiplikatoren (Soffer og Soffer 2003, 390).

For Aidcom sin del er det ingen gode sammenlignbare selskaper. Selv om det er anbefalt å bruke flere verdsettelsesmetoder gjør vi ikke det i denne oppgaven, da svaret ville blitt for usikkert.

8.3 Avkastningskrav

Avkastningskravet er en alternativkostnad som skal gi uttrykk for hvilken avkastning man kan oppnå ved en alternativ plassering av kapitalen til samme risiko (Boye og Meyer 1998, 63). Når vi skal verdivurdere et selskap trenger vi et avkastningskrav.

8.3.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen – CAPM (Capital Asset Pricing Model) representerer avkastningen til egenkapitalen og er en modell som sier hva som er forventet avkastning i finansielle markeder. CAPM kan brukes for alle risikable prosjekt, både porteføljer, enkeltprosjekt, effisiente og ineffisiente. Modellen bruker risikofri rente, skatt, beta og markedets risikopremie for å finne avkastningskravet til egenkapitalen (Bøhren og Michalsen 2010, 72).

Kapitalverdimodellen for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen uttrykkes på følgende måte:

$$E(R_j) = R_f \times s^* + [E(R_m) - R_f \times s^*] \times \beta_E$$

$E(R_j)$	= forventet avkastning prosjekt j
R_f	= avkastning på en risikofri investering
s^*	= skattefaktor
$[E(R_m) - R_f \times s^*]$	= Markedets risikopremie
β_E	= Egenkapitalbeta

8.3.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastning på en sikker aksjeportefølje over en gitt periode. Normalt anbefales det å bruke statsobligasjoner til å estimere den risikofrie renten. I denne sammenheng er det debatt rundt det å bruke korte eller lange statsobligasjoner. Det blir ofte sagt at man bør koble statsobligasjonen til løpetiden av prosjektet. De norske statsobligasjonene utstedes med løpetid mellom 2 og 11 år. Hvis investeringen er langsiktig anbefaler Boye og Meyer (2008, 63) å benytte mellomlange statsobligasjonsrenter på 2-3 år når avkastningskravet til egenkapitalen skal beregnes. Den korteste obligasjonen anbefales ikke fordi den svinger mer enn den mellomlange. Den lange obligasjonen inneholder et høyere risikotillegg fordi en renteendring vil endre kursen mer på den lange enn på den korte obligasjonen, og på grunn av at investorer ikke liker høy risiko anbefaler de heller ikke den lange obligasjonen. Thore Johnsen anbefaler i sin artikkel om avkastningskrav å bruke 3-års indeks-statsrente notert på Oslo Børs. Dette er en løpende beregnet rente, og er en veid effektiv rente på statsobligasjoner med gjennomsnittlig durasjon på 3 år (Dahl og Boye 1997, 52).

Med bakgrunn i dette velger vi å bruke 3 års statsobligasjonsrente. 24. mai 2012 er den beregnet av Norges bank til å være 1,40 %. Vi vil bruke denne renten i våre videre beregninger.

8.3.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie viser hva markedsporteføljen gir i forventet avkastning utover risikofri rente etter skatt. Investorer krever et risikotillegg i tillegg til

risikofri rente, det risikotillegget får de av markedets risikopremie. Det er en makrostørrelse som er den samme uansett hvilket prosjekt som skal vurderes (Bøhren og Michalsen 2010, 73).

Markedets risikopremie blir beregnet ut fra historiske estimater på forventet avkastning til markedsporteføljen. Det kan være tvilsomt å beregne risikopremien ut fra historiske avkastningstall for Norge. Dette på grunn av at etter andre verdenskrig og frem til midten av 1980-årene var kapitalmarkedet sterkt regulert. Det har skjedd flere endringer de siste 20 årene; reguleringer er fjernet, skatteregler endret, soliditeten i aksjeselskaper har økt og usikkerheten er ikke den samme. Det er viktig at markedsporteføljen inneholder et bredt utvalg av land og sektorer, siden aksjemarkedene i mange land blir dominert av noen få sektorer (Norli 2011, 16). Espen Sirnes har samlet sammen empirisk data på markedspremien over en periode fra 1915-2009. Han har beregnet en markedspremie til 5,4 % nominelt (Espen Sirnes 2010). Pål Berthling-Hansen påpeker i forelesning at det ikke blir tatt hensyn til "Survivor Bias" i den beregningen, som indikerer en reduksjon i markedspremien. Han sier i også at Professor T. Johnsen, NHH benyttet en markedspremie på 4 % i et notat for vurdering av NetComs avkastningskrav i 2005. På bakgrunn av dette og studiet til Dimson, Marsh og Straut, mener Berthling-Hansen at det er rimelig å anta en markedspremie på 5 % i Norge. Boye og Meyer (2008) antar at risikopremien er 4-5%. Markedspremien i dag ansees av også Regjeringen å ligge på rundt 5 % (Regjeringen b).

Tross usikkerhet velger vi å benytte oss av en risikopremie på 5 % i denne oppgaven.

8.3.4 Beta

En aksjes betaverdi (β) er et mål på aksjens systematiske risiko og uttrykker aksjens samvariasjon med markedet. En aksje som i gjennomsnitt svinger i takt med markedsporteføljen, har en β lik 1 (Boye og Meyer 2008, 98).

Man beregner beta ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_j = \frac{Kov(r_j, r_m)}{Var(r_m)}$$

Her er (R_j) aksjens avkastning og (R_m) er markedsporteføljens avkastning (Bøhren og Michalsen 2010, 46). En betaverdi over 1 indikerer at aksjens avkastning er utsatt for større svingninger enn markedsporteføljen, aksjens systematiske risiko er høyere enn markedsporteføljen. En aksje som har en betaverdi under 1 vil ha motsatt virkning, den er utsatt for mindre svingninger, og vil derfor ha en lavere risiko (Dahl og Boye 1997, 5).

$\beta \leq 1$ har risikofri investering og er mindre risikabel enn porteføljen

$\beta = 1$ har gjennomsnittlig risiko og samme systematisk risiko som porteføljen

$\beta \geq 1$ har stor risiko og større risiko enn porteføljen

Aidcom er ikke på børs og det er dermed ikke mulig å beregne beta basert på å sammenligne historiske kurser på markedsporteføljen. Aidcom har heller ingen sammenlignbare bedrifter som er på børs.

8.4 WACC

Weighted Average Cost of Capital (WACC) er avkastningskravet til totalkapitalen. WACC er et det veide gjennomsnittet av hver komponent i kapitalstrukturen (egenkapitalkostnad og gjeldskostnad). Den tar hensyn til at aksjonærene og långiverne skal ha forrentet markedsverdi av henholdsvis egenkapitalen og lånekapitalen, som er deres avkastningskrav. På grunn av at vår verdsettelsesmetode FCF benytter vi WACC som avkastningskrav (Boye og Meyer 2008).

WACC beregnes på følgende måte:

$$K_t = K_e \times \frac{E}{E + G} + K_g \times (1 - s) \times \frac{G}{E + G}$$

K_t = totalkapitalkostnad etter skatt

K_e = egenkapitalkostnaden

K_g = effektiv lånerente før skat

s = Skatt

E = markedsverdi egenkapital

G = markedsverdi gjeld

9.0 Fremtidig utvikling

Aidcom er i en oppstartsfase der fremtiden er vanskelig å spå. Det finnes ikke mange års historisk regnskap som kan analyseres. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i forskjellige scenarioer når vi skal beregne den fremtidige utviklingen. Peder Kvendset har fortalt at Aidcom ønsker å få nye kontrakter med flere aktører og at de trenger investorer for å videreutvikle selskapet. Ut i fra dette har vi satt opp tre forskjellige scenarioer. En økning på 10%, 30% og 50% som vi videre i oppgaven kaller scenario 1, 2 og 3. Selv om Aidcom er en relativt nyoppstartet bedrift anser vi nå at den mest kritiske oppstartsfasen er over og forutsetter en økende jevn vekst i årene som kommer før de når en mer stabil fase etter 2018. De historiske tallene er hentet fra vedlegg 5 og 6, og Proff.

- **Scenario 1:** I dette scenarioet forutsetter vi at Aidcom fornyer sin kontrakt med Tryg, men ikke får andre nye kontrakter eller investorer. Aidcom fortsetter sitt samarbeid med KPMG og Norsk luftambulanse.
- **Scenario 2:** Her forutsetter vi at Aidcom fornyer sin kontrakt med Tryg og de andre aktørene, og får flere nye kontrakter med andre aktører.
- **Scenario 3:** I scenario 3 forutsetter vi at Aidcom fornyer sin kontrakt med Tryg og de andre aktørene, får flere nye kontrakter med andre aktører og at de i tillegg får nye investorer.

9.1 Driftsinntekter

Tabell 11: Driftsinntekter

År	2008	2009	2010	2011	Gj.Snitt
Driftsinntekter	642 000	1 051 000	1 545 000	4 204 000	1 860 500
% Endring		63,7%	47,0%	172,1%	94,2%

Tabellen viser Aidcoms utvikling i driftsinntektene siden lanseringen av produktet i 2008. Den viser at det er stor prosentvis variasjon i fra år til år. Størst økning skjedde fra 2010 til 2011 da kontraktperioden med Tryg startet. På grunn av store forskjeller i driftsinntektene, er det vanskelig å estimere en bestemt prosentvis økning. Vi har derfor lagt til grunn forskjellige prosentener for de tre scenarioene.

- **Scenario 1:** Driftsinntektene øker med 10 % vært år. Det er Tryg som vil stå for denne økningen siden de betaler en volumbasert bonus basert på antall kunder hos Aidcom. Vi antar at kundemassen vil stige med ca. 10 000 kunder vært år, da det virker som et rimelig tall ut i fra kundehistorikken.
- **Scenario 2:** Driftsinntektene øker i dette scenarioet med 30 % vært år. I tillegg til inntektene Aidcom generer fra Tryg vil de nå få større inntekter fra nye kontrakter som blir inngått. Det resulterer selvfølgelig i at kundemassen stiger. Vi antar at kundemassen vil stige med 30 000 nye kunder årlig.
- **Scenario 3:** Driftsinntektene vil øke med 50 % vært år. Inntektsøkningen vil bestå av innbetalingene fra Tryg, og fra nye kontrakter. I dette scenarioet vil Aidcom få flere kontrakter enn i scenario 2 på grunn av at de har fått investorer som gjør det økonomisk mulig for dem. Kundemassen vil øke betraktelig, vi antar at økningen blir 50 000 nye kunder årlig.

9.2 Varekostnader

Tabell 12: Varekostnader

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Varekostnad	0	1 249 000	1 960 000	1 982 000	
% endring			57,0%	1,1%	29,0%
% av driftsinntekter		118,8%	126,9%	47,1%	97,6%

Ut i fra tabellen ser vi at varekostnaden har utgjort store deler av Aidcom sine driftsinntekter, og den har ikke fulgt utviklingen i driftsinntektene. I 2009 og 2010 var varekostnaden høyere enn driftsinntektene mens i 2011 utgjorde varekostnaden 47,1 % av driftsinntektene. Grunnen til den høye prosentandelen i 2009 og 2010 er at Aidcom leide sine ansatte fra selskapet Presensa og førte kostnadene for lønn under varekostnader. I 2011 gikk de bort fra denne løsningen.

I 2011 har Aidcom som nevnt benyttet UMS som leverandør og betalt 100 000 kr i året i faste kostnader. I tillegg har de hatt en fast kostnad på 30 kr i året per kunde, og en variabel kostnad på 0,50 kr for hver tekstmelding de har sendt ut til kundene. Gjennomsnittlig har de sendt 5-6 tekstmeldinger årlig til hver kunde.

Aidcom har nå investert i et eget system slik at de fra høsten 2012 selv kan spore kunder og sende tekstmeldinger, derfor vil de ikke være avhengige av å bruke tjenestene fra UMS. Med sin nye teknologi vil det ikke lengre være noen faste kostnader. De variable vil være i gjennomsnitt 15 kr per kunde i året. For vært scenario multipliserer vi antall kunder med den variable kostnaden, vi antar også at varekostnaden i forbindelse med kontraktene til KPMG og Norsk Luftambulans vil koste rundt 100 000 kr årlig. Vi antar at varekostnadene vil følge utviklingen til driftsinntektene da denne posten vil bestå av kostnader som korrelerer med antall kunder. Derfor estimerer vi varekostnadene som en prosent av driftsinntektene.

- **Scenario 1:** Varekostnaden vil være 16% av driftsinntekter.
- **Scenario 2:** Varekostnadene vil være 19% av driftsinntekter.
- **Scenario 3:** Varekostnadene vil være 21% av driftsinntekter.

9.3 Lønn

Tabell 13: Lønn

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Lønnskostnad	1 817 000	161 000	181 000	2 052 000	
% endring		-91,1%	12,4%	1033,7%	379,1%
% av driftsinntekter	283,0%	15,3%	11,7%	48,8%	89,5%

Lønnskostnadene har variert veldig, det er ingen klar korrelasjon mellom driftsinntektene. I 2009 og 2010 utgjorde lønnskostnadene lite i forhold til i 2008 og 2011. Dette skyldes som tidligere skrevet at Aidcom leide inn ansatte fra et annet selskap. Per dags dato har Aidcom 9 årsverk. Når de starter opp ”Drømmeåret” vil dette antallet øke. Den nye teknologien håndterer opp i mot 1 million kunder, de vil ikke ha behov for flere ansatte i forbindelse med økning av antall kunder. Peder Kvendset sier at den lønnen de har i dag ligger 20% under markedslønnen og de ønsker å gå opp i lønn om 1-2 år. Lønnskostnadene vil ikke stige mye mer enn dette på grunn av at de skal ha ansatte som jobber i utlandet. Vi legger derfor til grunn en normal inflasjonsvekst på 2,5% for lønn i alle scenarioer, pluss en prosentandel på 20 % i 2013. Vi velger å estimere lønn med et prosenttillegg av lønn året før.

9.4 Avskrivninger

Aidcom investerer i ny programvare som vi anser har ubegrenset levetid, vi velger derfor å ikke avskrive investeringene som gjøres i 2012 (Statsbudsjettet).

9.5 Andre driftskostnader

Tabell 14: Faste driftskostnader

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Faste driftskostnader	1 407 000	800 151	1 200 000	722 000	
% endring		-43,1%	50%	-39,9%	-11%
% av driftsinntekter	141,8%	76,1%	72,7%	17,1%	77%

Tabell 15: Variable driftskostnader

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Variable driftskostnader	160 000	84 000	243 500	345 000	
% endring		-47,5%	189,9%	41,7%	61,4%
% av driftsinntekter	16,1%	8%	14,7%	8,2%	11,7%

For å få en dypere innsikt i driftskostnadene har vi valgt å dele denne posten opp i faste og variable. De faste kostnadene består av kontor leie, IT-drift, forskning & utvikling, regnskap & revisjon, kontorkostnader, telefon/internett og andre kostnader. De variable kostnadene består av reise, salg og markedsføring. For å beregne hvor mye de faste og variable driftskostnadene var har vi tatt utgangspunkt i kontoplaner vi har fått av Aidcom. De stemmer ikke overens med tall fra Proff på grunn av periodiseringer. For å få korrekte prosentandeler brukte vi driftsinntektene som stod på kontoplanen. De faste kostnadene har sunket i takt med at driftsinntektene har gått opp, noe som tyder på at de korrelerer i en viss grad. De variable kostnadene har holdt seg jevnt over alle år i forhold til driftsinntektene, derfor vurderer vi også disse ut i fra driftsinntektene.

Vi har valgt å fordele kostnadene på følgende måte fordi de faste kostnadene ikke vil forandre seg like mye som de variable kostnadene. Spesielt i scenario 2 og 3 vil de variable driftskostnadene være betraktelig høyere enn de faste fordi de inneholder reise, salg og markedsføring som Aidcom må bruke mye penger på for å få nye kontrakter og investorer. I alle scenarioer vil det bli brukt penger på reise på grunn av ansatte som jobber i utlandet.

- **Scenario 1:** For de faste kostnadene vil situasjonen være rimelig lik som den i 2011 da Tryg var den største kunden. Derfor antar vi at de faste driftskostnadene vil være like i 2012 som i 2011 og dermed øke med 18%. De variable kostnadene vil synke i forhold til 2011 da Aidcom har brukt penger på reise, salg og markedsføring. De skal fortsette å bruke penger på reise. Når de ikke skal bruke penger på å skaffe flere kontrakter antar vi at de variable driftskostnadene vil være 7%.
- **Scenario 2:** De faste kostnadene vil øke mer enn de gjorde i 2011 siden Aidcom nå får flere aktører og kunder å forholde seg til. Vi antar derfor at de faste driftskostnadene vil være 20%. For at Aidcom skal få flere kontrakter er de nødt til å bruke mer penger på de variable kostnadene. Peder Kvendset sier at han ser for seg å måtte bruke mye penger på salg og markedsføring. På bakgrunn av dette estimerer vi at de variable driftskostnadene vil være 35%.
- **Scenario 3:** De faste driftskostnadene vil her øke mer enn i 2011, vi antar at de øker med 22%. Av samme grunn som vi ga i scenario 2 vil de variable kostnadene stige. I dette scenarioet vil de stige mer siden de må bruke penger på å finne investorer. Derfor antar vi at de variable driftskostnadene vil være 40% av driftsinntektene.

9.6 Netto finansposter

Tabell 16: Finansposter

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Finansinntekter	34 000	18 000	0	0	26 000
Finanskostnader	64 000	24 000	53 000	83 500	56 125
Netto finansposter	-30 000	-6 000	-53 000	-83 500	-43 125

I hele perioden har Aidcom hatt lave finansinntekter og høye finanskostnader på grunn av at de har mye rentebærende gjeld. Det vil ikke påløpe noen finansinntekter før de får positivt resultat og betalt ned på gjelden. Derfor vil vi sette en prosentsats for når resultatet er negativt og en for når resultatet er positivt. Estimeringen av netto finansposter blir gjort med utgangspunkt i hva den var året før og om resultatet er negativt eller positivt.

- **Scenario 1:** På grunn av at Aidcom kun skal ha Tryg som kunde ser vi det som lite sannsynlig at de kommer til å ta opp nye langsiktige lån. De pengene de får av Tryg skal holde til at de får betalt det de må for å fortsette videre drift. Netto finans vil derfor stige med 10% ettersom de får betalt ned på gjelden sin.
- **Scenario 2:** Aidcom generer ikke nok inntekt fra Tryg til at Aidcom har mulighet til å bruke penger på de variable driftskostnadene som de må gjøre for å få flere kontrakter. Aidcom er derfor nødt til å ta opp nye langsiktige lån, og finanskostnadene vil stige før resultatet blir positivt. Vi forutsetter at så lenge resultatet er negativt vil nettofinans stige med -10%, når det blir positivt stiger det med 10%.
- **Scenario 3:** Også i her forutsetter vi Aidcom tar opp nye lån for å få flere kontrakter og investorer. Det samme vil her gjelde som i scenario 2. Så lenge resultatet er negativt vil nettofinans stige med -10%, og når resultatet blir positivt stiger det med 10%.

9.7 Skatt

Aidcom har akkumulert underskudd for perioden 2006 til 2010 på 8.318.000 kr. Vi forutsetter at Aidcom begynner å betale skatt når det akkumulerte underskuddet er 0. Bedriftskattesatsen er på 28%.

9.8 Arbeidskapital

For å få en bedre innsikt i arbeidskapitalen har vi valgt å dele den opp i kundefordringer, andre fordringer og kortsiktig gjeld.

Tabell 17: Kundefordringer

År	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Kundefordringer		133 000	65 000	276 800	
% Endring		100,0%	51,1%	64,9 %	
% Endring av driftsinntekter		12,6%	4,2%	6,5%	7,8%

Vi tar utgangspunkt i den gjennomsnittlige prosenten av driftsinntekter da den har holdt seg rimelig stabil i alle år. Vi velger å bruke 7,8% i alle scenarier når vi estimerer de fremtidige kundefordringene.

Tabell 18: Andre fordringer

År	2008	2009	2010	2011	Gj. snitt
Andre fordringer	952 000	93 000	361 000	281 700	
% Endring		-90,2%	288,1%	-22,0%	
% Endring av driftsinntekter	148,8%	8,8%	23,3%	6,7%	46,9%

Som vi ser ut i fra andre fordringer utgjør gjennomsnittet 46,9%. Grunnen til at det er blitt så høyt er prosenten i 2008. Vi mener det er fornuftig å bruke en prosentsats som ligger nærmere den fra 2011. Derfor vil vi beregne andre fordringer som 8% av driftsinntekter i alle scenarier.

Tabell 19: Kortsiktig gjeld

År	2008	2009	2010	2011	Gj.snitt
Kortsiktig gjeld	528 000	112 000	1 934 000	1 947 000	
% Endring		-78,7 %	1626,8%	6,7%	
% Endring av driftskostnader	16,4 %	4,9%	52,0%	62,4%	33,9%

Vi har valgt å knytte den kortsiktige gjelden opp til driftskostnadene fordi den kortsiktige gjelden vil øke etter vært som driftskostnadene øker. Vi forutsetter en prosentsats på den kortsiktige gjelden på 20% av driftskostnadene i alle scenarier.

9.9 Investeringer

Aidcom gjør en investering i 2012 på 200 000 kr for nye systemer i alle scenarioer. Vi forutsetter at det ikke er behov for å gjøre flere investeringer da det nye systemet kan håndtere opp mot 1 million kunder. Det vil være behov for å gjøre oppdateringer på systemet, men disse kostnadene vil komme under IT-drift som er en driftskostnad.

10.0 Avkastningskrav

Vi skal nå gjennomføre en verdivurdering av Aidcom. For å gjøre dette må vi beregne et avkastningskrav, vi har valgt å bruke integrert risikoanalysemodell for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, for å deretter bruke kapitalverdimodellen for å se om avkastningskravet er i samsvar med det vi fant ved den integrerte risikoanalysemodellen. Vi beregner deretter Weighted Average Cost Of Capital (WACC).

10.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

På grunn av at hverken Aidcom eller noen konkurrenter/sammenlignbare selskaper er børsnotert har vi ingen tilgjengelige betaverdier. Vi må derfor bruke en metode som finner avkastningskravet uten betaverdier. I ”Verdsettelse i teori praksis” er det benyttet en integrert risikoanalysemodell for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen (Dahl 1997, 10). Modellen bestemmer et risikotillegg ut i fra et risikoklassifiseringssystem. På grunn av at det er stor usikkerhet rundt fastsettelsen av avkastningskravet, kontrollerer vi svaret ved å bruke CAPM i tillegg tar vi utgangspunkt i betaverdier på 1, 1,5 og 2.

10.1.1 Integrert risikoanalysemodell

Med en integrert risikoanalysemodell bestemmer vi risikotillegget. Modellen tar for seg forskjellige input som klassifiseres og vektes før de får en total score etter gruppe. Vi bruker funnene i den strategiske analysen som input i modellen. Vi har delt funnene inn i tre grupper, økonomisk/finansiell risiko, intern risiko og ekstern risiko. De strategiske funnene får en klassifisering ut i fra en skala på 1 til 5, der 1 er lav risiko og 5 er høy risiko. Så blir hver gruppe vektet fra 1 til 3, der 1 er mindre betydning, 2 er moderat betydning og 3 er stor betydning. For å finne en score multipliseres den gjennomsnittlige klassifiseringen i hver gruppe med vekten. Den totale score divideres på total vekt og dermed har vi kommet frem til klassifiseringstallet. I tabellen under har vi gjort en klassifisering av Aidcom.

Tabell 20: Risikoklassifisering

	Klassifisering	Vekt	Score
Økonomisk/finansiell risiko			
Styringsrente	2		
Valuta	2		
Gjennomsnitt	2	2	4
Intern risiko			
Teknologi	5		
Tap av relasjoner	3		
Gjennomsnitt	4	3	12
Ekstern risiko			
Tap av kunder	3		
Substitutter	5		
Konkurrenter	5		
Gjennomsnitt	4,3	3	13
Sum	(29/8)=3,6	8	29

Risikoklassifiseringstallet for Aidcom er 3,6. Vi brukte 7 forskjellige funn fra strategien som vi mener utgjør størst risiko for videre drift av Aidcom. De økonomiske/finansielle risikoene er vanskelig å påvirke, men vi har likevel vektet den med moderat betydning på grunn av at Aidcom har mye rentebærende gjeld og de vil få økte finanskostnader hvis styringsrenten endres. Både intern og ekstern risiko har vi vektet med stor betydning. Intern på grunn av at teknologien er grunnsteinen i Aidcom, og de er avhengig av relasjonen de har med Tryg for å ha økonomisk trygghet. Eksternt på grunn av at Aidcom er avhengige av å opprettholde antall kunder, og substitutter og konkurrenter utgjør en trussel som kan føre til økonomisk tap.

Risikoklassifiseringen på 3,6 må omgjøres til et risikotillegg som vil hjelpe oss et steg videre til avkastningskravet. Vi har tatt utgangspunkt i modellen som Gunnar A. Dahl (1997, 11) bruker til å transformere klassifiseringen om til et risikopåslag.

Tabell 21: Beregning av risikotillegg

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

Ved hjelp av interpolering har vi kommet frem til et risikotillegg på 16,8 % som gjør at Aidcom havner i kategorien *høy risiko*. Vi mener dette er et rimelig risikotillegg da fremtiden til Aidcom er usikker.

10.1.2 Beregning av avkastningskravet etter risikoanalysemodellen

Vi regner ut avkastningskravet til egenkapitalen med risikotillegget og den risikofrie renten vi kom frem til tidligere i oppgaven. For at avkastningskravet skal bli nominelt trekkes skatten i fra.

Tabell 22: Avkastningskrav til egenkapitalen

Risikofri rente før skatt	1,40%
+ Beregnet risikotillegg	16,80%
= Nominelt avkastningskrav før skatt	18,20%
- Skatt (28%)	5,10%
= Nominelt avkastningskrav etter skatt (k_E)	13,1%

Ut i fra våre beregninger får vi et avkastningskrav til egenkapitalen på 13,1 % etter skatt.

10.1.3 Likviditetspremie

Det gis ofte en kompensasjon for selskap som ikke er børsnoterte der aksjene er likvide. For unoterte selskap kan det være vanskelig å finne en kjøper eller selger. Når en aksje skal selges er det vanlig at selger må vente lenge for å finne en

kjøper og redusere prisen betydelig. Derfor blir det lagt til en likviditetsrabatt/kompensasjon i avkastningskravet. I følge Bøhren og Michalsen (2010, 338) er 5 % et vanlig tall å benytte seg av. Vi legger dette til grunn og benytter en likviditetspremie på 5 %.

10.1.4 Beregning av avkastningskravet etter CAPM

På grunn av usikkerhet rundt fastsettelsen av avkastningskravet sammenligner vi resultatet vi fikk fra den integrerte risikoanalysen mot CAPM. (Boye og Meyer 2008, 98) Vi tar utgangspunkt og sammenligner følgende betaverdier; 1, 1,5 og 2.

Tabell 23: Avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM) med ulike betaverdi

Risikofri rente	1,40%	1,40%	1,40%
Skatt	28%	28%	28%
Risikopremie	5%	5%	5%
Beta	1	1,5	2
Likviditetspremie	5%	5%	5%
k_E (CAPM)	11%	13,5%	16%

CAPM gir oss avkastningskrav på 11%, 13,5% og 16% for betaverdier på henholdsvis 1, 1,5 og 2. Med den integrerte risikoanalysemodellen ble avkastningskravet 13,1%. Det er dermed realistisk å anta at Aidcom har en betaverdi mellom 1 og 1,5. Vi anser avkastningskravet til egenkapitalen på 13,1% som godt.

10.1.5 Beregning av WACC

Vi beregner total kapitalkostnaden, vi finner vektene av egenkapital og gjeld samt gjennomsnittlig lånerente for Aidcom.

Formel for WACC:

$$K_t = K_e \times \frac{E}{E + G} + K_g \times (1 - s) \times \frac{G}{E + G}$$

K_t	= totalkapitalkostnad etter skatt
K_e	= egenkapitalkostnaden etter skatt
K_g	= effektiv lånerente før skatt
s	= Skatt
E	= markedsverdi egenkapital
g	= markedsverdi gjeld

(Bøhren og Michalsen 2010, 300).

Vi har beregnet at WACC blir 9,54 %.

10.1.6 Egenkapitalkostnaden (K_e)

Egenkapitalkostnaden vil ligge på om lag 13,1% som vist under beregningen fra CAPM.

10.1.7 Gjeldsandel og Egenkapitalandel

Gjelds- og egenkapitalandelen sier noe om selskapets oppbygging av gjeld og egenkapital, disse andelene summeres alltid til 100 %. (Bøhren og Michalsen 2010, 218)

Tabell 24: Gjeldsandel og egenkapitalandel

	Andel Gjeld	Andel Egenkapital	Sum
Aidcom 2011	612,24 %	-512,24 %	100 %
Aidcom 2008	48,57 %	51,43 %	100 %
Gj.snitt Norske aksjeselskaper	59,78 %	40,22 %	100 %

Ut i fra tabellen ser vi at andelen gjeld i 2011 er 612,24 % mens andelen egenkapital samme år er -512,24 %. Disse verdiene er ekstremverdier og vil ikke vise hvordan bedriftens kapitalstruktur på sikt vil være. Vi velger derfor å se på Aidcom før egenkapitalen gikk tapt og får andeler som i større grad er troverdige. I 2008 var gjeldsandelen 21,63 % og egenkapitalverdien 78,37 %. Selv om tallene fra 2008 representerer en bedre kapitalstruktur enn tallene fra 2011 velger vi og å se på den gjennomsnittlige gjelds- og egenkapitalandelen i norske aksjeselskaper

over tid. På SSB (a, b, c) sine sider står det at norske aksjeselskap hadde i perioden 2006 til 2010 en gjennomsnittlig gjeldsandel på 40,22 %, mens egenkapitalandelen var på 59,78 %. Egenkapital- og gjeldsandelen til Aidcom i 2008 ligger nært gjennomsnittet til norske aksjeselskap. Vi forutsetter at Aidcom vil ha en lignende kapitalstruktur som de norske aksjeselskapene når resultatet og egenkapitalen blir positiv i fremtiden. Videre i våre beregninger bruker vi derfor en egenkapital- og gjeldsandel på henholdsvis 40 % og 60 %.

10.1.8 Effektiv lånerente før selskapskatt (K_e)

Aidcom har per 31 desember 2011 to langsiktige lån, et hos Tryg og et hos Innovasjon Norge. Lånet fra Tryg er på 1 548 600 kr, der renten består av markedsrente pluss et tillegg på 8 %. 3 måneders NIBOR er notert av Norges Bank til 2,33 % den 24. mai 2012. Det andre langsiktige lånet fra Innovasjon Norge er på 164 533 kr. Dette lånet har en rente på 6,50 %.

Tabell 25: Renter Aidcom

Lån	Rente
Tryg	10,33 % P.A
Innovasjon Norge	6,50 % P.A
Vekting*	9,96 %
Gjennomsnitt lånerente for Aidcom	9.96 %
Skatte justert (28%)	7,17 %

* Vekting = rente Tryg * Andel gjeld Trygg + Rente Innovasjon Norge* andel gjeld Gjeld Innovasjon Norge

$$*10.33\%*1548600/1713133+6.5\%*164533/1713133$$

11.0 Verdsettelse av Aidcom

Vi skal nå verdsette Aidcom ved å bruke FCF-modellen. Beregningene er lagt ved som vedlegg 2,3 og 4. Vi har kommet frem til følgende for de tre scenarioene:

11.1 Scenario 1

Tabell 26: Verdsettelse scenario 1

Verdsettelse	
Nåverdi av fri kontantstrøm	14 656 519
Kontantbeholdning	39 320
Finansielle anleggsmidler	
Selskapsverdi (EV)	14 695 839
Netto rentebærende gjeld	1 713 133
Verdi av egenkapitalen	12 982 706
Antall aksjer	1 029 000
Verdi per aksje	12,62

Verdien av egenkapitalen blir på 12.982.706 kr. Med 1.029.000 aksjer blir verdien per aksje 12,62 kr for scenario 1.

11.2 Scenario 2

Tabell 27: Verdsettelse scenario 2

Verdsettelse	
Nåverdi av fri kontantstrøm	23 682 943
Kontantbeholdning	39320
Finansielle anleggsmidler	
Selskapsverdi (EV)	23 722 263
Netto rentebærende gjeld	1713133
Verdi av egenkapitalen	22 009 130
Antall aksjer	1029000
Verdi per aksje	21,39

Verdien av egenkapitalen blir på 22.009.130 kr. Med 1.029.000 aksjer blir verdien per aksje 22,39 kr i scenario 2.

11.3 Scenario 3

Tabell 28: Verdsettelse scenario 3

Verdsettelse	
Nåverdi av fri kontantstrøm	52 395 221
Kontantbeholdning	39 320
Finansielle anleggsmidler	
Selskapsverdi (EV)	52 434 541
Netto rentebærende gjeld	1 713 133
Verdi av egenkapitalen	50 721 408
Antall aksjer	1 029 000
Verdi per aksje	49,29

Verdien av egenkapitalen blir på 50.721.208 kr. Med 1.029.000 aksjer blir verdien per aksje 49,29 kr i scenario 3.

Vi velger å ikke benytte multippelanalyse av Aidcom på grunn av at vi ikke har noen selskaper å sammenligne med. Den verdivurderingen vi har gjort med FCF-modellen er de beregninger som vil gjelde for denne oppgaven.

12.0 Oppgavekritikk

Som vi nevnte i innledningen er det vanskelig å finne korrekt verdi av et selskap. En verdsettelse består av mange usikre variabler. Aidcom er i en bransje som det er vanskelig å finne informasjon om og det var ingen sammenlignbare selskaper som tilbydde akkurat samme produkt som vi kunne se på. Med kort tid ble det krevende å prøve sette seg inn i denne bransjen, og vi har derfor sett oss nødt til å ta visse forutsetninger som ikke nødvendigvis er korrekte.

Ved estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene er det stor usikkerhet rundt hva veksten i driftsinntekter vil være de neste årene. Aidcom jobber kontinuerlig med å skaffe investorer og kunder, men uten konkrete avtaler blir denne verdsettelse desto vanskeligere. Vi har sett oss nødt til å legge begrensninger på hvor stor veksten vil være, selv om Peder Kvendset har beregnet at den vil være større. På grunn av at de historiske data varierer mye og består av negativt resultat, egenkapital og en stor andel gjeld har det ikke vært mulig å trekke noen konklusjoner ut fra det. Derfor vil noen av postene i fremtidsregnskapet være noe unøyaktig.

Avkastningskravet til egenkapitalen bringer også stor usikkerhet med seg på grunn av at vi har beregnet det selv ved hjelp av en integrert risikoanalyse. Optimalt sett burde vi brukt flere modeller for å beregne verdien av egenkapitalen.

13.0 Konklusjon

Vi har ved å bruke FCF- modellen forsøkt å gi en verdi av Aidcom for eierne. Vi har basert verdivurderingen på bakgrunn av den finansielle situasjonen nå, en strategisk analyse og et fremtidsregnskap.

Ved bruk av FCF- modellen har vi kommet fram til tre ulike verdier fordelt på tre scenarioer, der den største verdien ligger i terminalverdien. Det har vært en vanskelig oppgave å verdi vurdere Aidcom, på grunn av at tidligere regnskaper gir oss data som ikke nødvendigvis reflekterer fremtiden, men også på grunn av stor usikkerhet i hvilke og hvor mange nye kunder de vil få i fremtiden. Vi har derfor fastsatt verdier for de tre ulike scenarioene. Her ser vi og tydelig at det blir store verdiforskjeller etter hva veksten blir.

Tabell 29: Konklusjon

	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3
Selskapsverdi (EV)	14 695 839	23 722 263	52 434 541
Terminalverdi	10 103 874	20 529 520	46 042 810
Terminalverdi i prosent	68,75%	86,54%	87,81%
Verdi per aksje	12,62 kr	21,39 kr	49,29 kr

14.0 Litteraturliste

- Boye, Knut og Christine Meyer. 2008. *Fusjoner og oppkjøp*. 3 opplag. Oslo: Cappelen akademisk forlag.
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2010. *Finansiell økonomi: teori og praksis*. 3. Utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Dahl, Gunnar A og Knut Boye. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. 1. Utgave. No: Cappelen akademisk forlag.
- Dahl, Gunnar A. 2011. "Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller." *Praktisk økonomi og finans*. 20 (2): 3-14.
- Damodaran, Aswath. 1999. *The dark side og valuation: Firms with no earnings, no history and no comparables*. NYU Working Paper No. FIN-99-022.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297075
- Dyrnes, Sverre. 2011. "Verdsettelse med bruk av multiplikatorer." *Praktisk økonomi og finans*. 20 (1): 43-52.
- Forskningsrådet. 2010. "Samarbeid med land i Asia." Hentet 28. februar 2012.
http://www.forskningsradet.no/no/Artikkel/Samarbeid_med_land_i_Asia/195084157773
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2010. *Metode og dataanalyse : beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP*. 2. utg. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2004. *Metode og dataanalyse : med fokus på beslutninger i bedrifter*. 2. Oppl. Kristiansand: Høyskoleforlaget.

Irin news. 2010. "Global: Asia most at risk from natural disasters." Hentet 7. mars 2012. <http://www.irinnews.org/Report/89305/GLOBAL-Asia-most-at-risk-from-natural-disasters>

Løwendahl, Bente R. og Fred Wenstøp. 2003. *Grunnbok i strategi*. 2. Utgave. Oslo: Damm.

Løwendahl, Bente R. og Fred Wenstøp. 2010. *Grunnbok i strategi*. 3. Utgave. Oslo: Cappelen Akademisk.

Norges Bank. *Pengepolitisk rapport*. Hentet 20 mars 2012.

<http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/publikasjoner/pengepolitisk-rapport/>

Norli, Øyvind. 2011. "Praktisk bruk av kapitalverdimodellen." *Praktisk økonomi og finans*. 20 (2): 15-21.

Orbis. 2010. "Company Information Across the Globe." Hentet 18. mai 2012.

https://orbis.bvdinfo.com/version-2012514/Report.serv?_CID=119&context=1RZO7SYT5C45CLQ&SeqNr=0

Regjeringen a. 2011. "Asia og vi, konsekvenser for Norge?" Hentet 28. Februar 2012.

http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/aktuelt/taler_artikler/utenriksministeren/2011/asia_vi_konsekvenser.html?id=662131

Regjeringen b. "Nytte-kostnadsanalyser. 9.7 Markedets risikopremie." Hentet 24.

mai 2012. <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1997/nou-1997-27/10/7.html?id=347291>

Robinson, Thomas R, Hennie van Greuning, Elaine Henry og Michael A.

Broihahn. 2008. *International Financial Statement Analysis*. Hoboken, N.J: Wiley

Sirnes, Espen. ”Risikopremien Oslo Børs 1915 – 2009.” Hentet 26. mai 2012.

<http://espensirnes.blogspot.com/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

Soffer, Leonard C. og Robin Soffer. 2003. *Financial Statement Analysis*. 1.

Utgave. Boston: Pearson Education

SOS International. ”Årsrapport 2010.” Hentet 13. mai 2012.

http://www.sos.dk/export/sites/default/resources/aarsrapporter/aarsrapport_2010_DK.pdf

Statistisk Sentralbyrå a. ”3 utvalgte nøkkeltall for aksjeselskaper 2005 og 2006.”

Hentet 23. mai 2012.

<http://www.ssb.no/gvregnaksje/tab-2008-02-08-03.html>

Statistisk Sentralbyrå b. ”3 Nøkkeltall for aksjeselskaper 2008-2010.” Hentet 23.

mai 2012. <http://www.ssb.no/regnno/tab-2012-05-24-03.html>

Statistisk Sentralbyrå c. ”3 Nøkkeltall for aksjeselskaper 2007-2009.” Hentet 23.

mai 2012. <http://www.ssb.no/regnno/arkiv/tab-2010-10-12-03.html>

Statsbudsjettet. ”Oversikt over skatter/avgifter.” Hentet 24. mai 2012.

<http://www.statsbudsjettet.no/Revidert-budsjett-2010/Budsjettsporsmal/44664/Hyre84/?parti=>

World Trade Organization (WTO). ”Understanding the WTO. What we do”

Hentet 28. februar. 2012.

http://wto.org/english/thewto_e/whatis_e/what_we_do_e.htm

13.0 Vedleggsliste

Vedlegg 1: Beregninger for den Finansielle Analysen

Likviditetsanalyse

Current Ratio

Year	Current assets	Current liabilities	Current Ratio
2006	187 000	297 000	0,63
2007	1 406 000	626 000	2,25
2008	1 536 000	528 000	2,91
2009	351 000	112 000	3,13
2010	427 000	1 934 000	0,22
2011	598 000	1 947 000	0,31

Lønnsomhetsanalyse

Return On Total Capital

Year	Income Before Taxes	Financial Cost	Average Totalcapital	Return On Total Capital
2006	-309,000	-	187 000	-165,2%
2007	-944 000	28 000	796 500	-115,0%
2008	2 604 000	64 000	1 471 000	-172,7%
2009	1 250 000	24 000	943 500	-129,9%
2010	2 228 000	53 000	389 000	-559,1%
2011	-982 100	84 700	512 500	-175,1%

Return On Equity

Year	Income before taxes	Avg.Equity	Return On Equity
2006	-309 000	-209 000	147,8%
2007	-944 000	135 500	-696,7%
2008	-2 604 000	635 000	-410,1%
2009	-1 250 000	165 000	-757,6%
2010	-2 228 000	-1 324 500	-168,2%
2011	-982 100	-2 625 500	-37,4%

Revenue Growth Rate

Year	Revenue 1.1	Revenue 31.12	Revenue Growth Rate
2006		31 000	-
2007	31 000	371 000	1096,8%
2008	371 000	642 000	73,0%
2009	642 000	1 051 000	63,7%
2010	1 051 000	1 545 000	47,0%
2011	1 545 000	4 204 000	172,1%

Operating Margin

Year	Operating Income	Revenue	Operating Margin
2006	-309 000	31 000	-996,8%
2007	-921 000	371 000	-248,2%
2008	-2 574 000	642 000	-400,9%
2009	-1 243 000	1 051 000	-118,3%
2010	-2 176 000	1 545 000	-140,8%
2011	-898 700	4 204 000	-21,4%

Soliditetsanalyse

Debt To Equity Margin

Year	Total Debt	Total Equity	Debt To Equity Ratio
2006	397 000	-209 000	-1,9
2007	926 000	480 000	1,9
2008	746 000	790 000	0,9
2009	811 000	-460 000	-1,8
2010	2 615 000	-2 189 000	-1,2
2011	3 660 000	-3 062 000	-1,2

Gjennomsnitt for norske aksjeselskaper Beregninger

År	2006	2007	2008	2009	2010	Gj.snitt
Likviditetsgrad 1	1,16	1,2	1,1	1,19	1,17	1,16
Totalrentabilitet	14,9	13,6	8,8	9,0	9,7	11,2
Egenkapitalrentabilitet	20,8	18,8	6,3	10,6	12,2	13,7
Driftsmarginer	16,2	13,4	13,7	10,7	12,1	13,2
Egenkapitalandel	39,9	40,9	37,5	41,0	41,8	40,2

Vedlegg 2: Beregninger Scenario 1

Fremtidig regnskap scenario 1								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	4 204 000	4 624 400	5 086 840	5 595 524	6 155 076	6 770 584	7 447 642	8 192 407
Driftskostnader								
Varekostnad	1 982 553	739 904	813 894	895 284	984 812	1 083 293	1 191 623	1 310 785
Lønnskostnader	2 052 000	2 103 300	2 587 059	2 651 735	2 718 029	2 785 980	2 855 629	2 927 020
Andre driftskostnader								
Faste driftskostnader	722 000	832 392	915 631	1 007 194	1 107 914	1 218 705	1 340 576	1 474 633
Variable driftskostnader	345 000	323 708	356 079	391 687	430 855	473 941	521 335	573 468
Sum andre driftskostnader	1 067 000	1 156 100	1 271 710	1 398 881	1 538 769	1 692 646	1 861 911	2 048 102
Sum driftskostnader		3 999 304	4 672 663	4 945 900	5 241 610	5 561 919	5 909 162	6 285 907
Driftsresultat		625 096	414 177	649 624	913 466	1 208 665	1 538 480	1 906 500
Netto finans	-83 468	-75 121	-67 609	-60 848	-54 763	-49 287	-44 358	-39 922
Resultat før skattekostnad		549 975	346 568	588 776	858 703	1 159 378	1 494 122	1 866 578
Akkumulert resultat	-8 318 000	-7 768 025	-7 421 458	-6 832 682	-5 973 979	-4 814 601	-3 320 480	-1 453 902
Skattekostnad								
Årsresultat		549 975	346 568	588 776	858 703	1 159 378	1 494 122	1 866 578

Fremtidige balansetall scenario 1								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	276 800	360 703	396 774	436 451	480 096	528 106	580 916	639 008
Andre fordringer	281 700	369 952	406 947	447 642	492 406	541 647	595 811	655 393
Sum fordringer	558 500	730 655	803 721	884 093	972 502	1 069 752	1 176 728	1 294 400
Kortsiktig gjeld	1 947 000	799 861	934 533	989 180	1 048 322	1 112 384	1 181 832	1 257 181
Arbeidskapital	-1 388 500	-69 206	-130 812	-105 087	-75 820	-42 632	-5 105	37 219
Δ NOAK		1 319 294	-61 606	25 725	29 267	33 188	37 527	42 324

Estimert Free Cash Flow scenario 1								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsresultat	625 096	414 177	649 624	913 466	1 208 665	1 538 480	1 906 500	
+/- Skatt	-153 993	-97 039	-164 857	-240 437	-324 626	-418 354	-522 642	
NOPAT	471 103	317 138	484 767	673 029	884 039	1 120 126	1 383 858	
+ Avskrivninger								
Δ Gevinst tap ved salg av varige driftsmidler								
Δ Langsiktig avsetninger								
Δ NOAK	1 319 294	-61 606	25 725	29 267	33 188	37 527	42 324	
Kontantstrøm fra drift	1 790 397	255 531	510 491	702 297	917 228	1 157 652	1 426 182	
Investeringer	-200 000							
Fri kontantstrøm	1 590 397	255 531	510 491	702 297	917 228	1 157 652	1 426 182	

Estimert Free Cash Flow scenario 1								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalverdi
Diskonteringsrente	91,32 %	83,40 %	76,17 %	69,56 %	63,52 %	58,01 %	52,98 %	48,38 %
Neddiskontert	1 452 418	213 116	388 818	488 500	582 648	671 573	755 573	10 103 874

Vedlegg 3: Beregninger Scenario 2

Fremtidig regnskap scenario 2								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	4 204 000	5 465 200	7 104 760	9 236 188	12 007 044	15 609 158	20 291 905	26 379 477
Driftskostnader								
Varekostnad	1 982 553	1 038 388	1 349 904	1 754 876	2 281 338	2 965 740	3 855 462	5 012 101
Lønnskostnader	2 052 000	2 103 300	2 587 059	2 651 735	2 718 029	2 785 980	2 855 629	2 927 020
Andre driftskostnader								
Faste driftskostnader	722 000	1 093 040	1 420 952	1 847 238	2 401 409	3 121 832	4 058 381	5 275 895
Variable driftskostnader	345 000	1 912 820	2 486 666	3 232 666	4 202 466	5 463 205	7 102 167	9 232 817
Sum andre driftskostnader	1 067 000	3 005 860	3 907 618	5 079 903	6 603 874	8 585 037	11 160 548	14 508 712
Sum driftskostnader		6 147 548	7 844 581	9 486 515	11 603 242	14 336 756	17 871 639	22 447 832
Driftsresultat		-682 348	-739 821	-250 327	403 803	1 272 401	2 420 266	3 931 644
Netto finans	-83 468	-91 815	-100 996	-111 096	-99 986	-89 988	-80 989	-72 890
Resultat før skattekostnad		-774 163	-840 818	-361 423	303 816	1 182 414	2 339 277	3 858 754
Akkumulert	-8 318 000	-9 092 163	-9 932 980	-10 294 403	-9 990 587	-8 808 173	-6 468 896	-2 610 141
Skattekostnad								
Årsresultat		-774 163	-840 818	-361 423	303 816	1 182 414	2 339 277	3 858 754

Fremtidige balansetall scenario 2								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	276 800	426 286	554 171	720 423	936 549	1 217 514	1 582 769	2 057 599
Andre fordringer	281 700	437 216	568 381	738 895	960 564	1 248 733	1 623 352	2 110 358
Sum fordringer	558 500	863 502	1 122 552	1 459 318	1 897 113	2 466 247	3 206 121	4 167 957
Kortsiktig gjeld	1 947 000	1 229 510	1 568 916	1 897 303	2 320 648	2 867 351	3 574 328	4 489 566
Arbeidskapital	-1 388 500	-366 008	-446 364	-437 985	-423 535	-401 104	-368 207	-321 609
Δ NOAK		1 022 492	-80 356	8 379	14 450	22 431	32 898	46 598

Estimert Free Cash Flow scenario 2								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsresultat	-682 348	-739 821	-250 327	403 803	1 272 401	2 420 266	3 931 644	
+/- Skatt	216 766	235 429	101 198	-85 069	-331 076	-654 998	-1 080 451	
NOPAT	-465 582	-504 392	-149 128	318 734	941 326	1 765 269	2 851 193	
+ Avskrivninger								
Δ Gevinst tap ved salg av varige driftsmidler								
Δ Langsiktig avsetninger								
Δ NOAK	1 022 492	-80 356	8 379	14 450	22 431	32 898	46 598	
Kontantstrøm fra drift	556 910	-584 749	-140 749	333 184	963 757	1 798 166	2 897 791	
- Investeringer	-200 000							
FCF	356 910	-584 749	-140 749	333 184	963 757	1 798 166	2 897 791	

Beregning av nåverdi scenario 2								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalverdi
Diskonteringsrente	91,32 %	83,40 %	76,17 %	69,56 %	63,52 %	58,01 %	52,98 %	48,38 %
Neddiskontert	325 945	-487 687	-107 202	231 754	612 205	1 043 146	1 535 211	20 529 570

Vedlegg 4: Beregninger Scenario 3

Fremtidig regnskap scenario 3								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	4 204 000	6 306 000	9 459 000	14 188 500	21 282 750	31 924 125	47 886 188	71 829 281
Driftskostnad								
Varekostnad	1 982 553	1 324 260	1 986 390	2 979 585	4 469 378	6 704 066	10 056 099	15 084 149
Lønnskostnader	2 052 000	2 103 300	2 587 059	2 651 735	2 718 029	2 785 980	2 855 629	2 927 020
Andre driftskostnader								
Faste driftskostnader	722 000	1 387 320	2 080 980	3 121 470	4 682 205	7 023 308	10 534 961	15 802 442
Variable driftskostnader	345 000	2 522 400	3 783 600	5 675 400	8 513 100	12 769 650	19 154 475	28 731 713
Sum andre driftskostnader	1 067 000	3 909 720	5 864 580	8 796 870	13 195 305	19 792 958	29 689 436	44 534 154
Sum driftskostnader		7 337 280	10 438 029	14 428 190	20 382 711	29 283 003	42 601 165	62 545 323
Driftsresultat		-1 031 280	-979 029	-239 690	900 039	2 641 122	5 285 023	9 283 958
Netto finans	-83 468	-91 815	-100 996	-111 096	-99 986	-89 988	-80 989	-72 890
Resultat før skattekostnad		-1 123 095	-1 080 025	-350 786	800 052	2 551 134	5 204 034	9 211 068
Akkumulert	-8 318 000	-9 441 095	-10 521 120	-10 871 906	-10 071 854	-7 520 720	-2 316 686	6 894 382
Skattekostnad								1 930 427
Årsresultat		-1 123 095	-1 080 025	-350 786	800 052	2 551 134	5 204 034	7 280 641

Fremtidige balansetall scenario 3								
År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	276 800	491 868	737 802	1 106 703	1 660 055	2 490 082	3 735 123	5 602 684
Andre fordringer	281 700	504 480	756 720	1 135 080	1 702 620	2 553 930	3 830 895	5 746 343
Sum fordringer	558 500	996 348	1 494 522	2 241 783	3 362 675	5 044 012	7 566 018	11 349 026
Kortsiktig gjeld	1 947 000	1 467 456	2 087 606	2 885 638	4 076 542	5 856 601	8 520 233	12 509 065
Arbeidskapital	-1 388 500	-471 108	-593 084	-643 855	-713 868	-812 589	-954 215	-1 160 038
ΔNOAK		917 392	-121 976	-50 771	-70 013	-98 721	-141 626	-205 823

Estimert Free Cash Flow scenario 3								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsresultat	-1 031 280	-979 029	-239 690	900 039	2 641 122	5 285 023	9 283 958	
+/- Skatt	314 467	302 407	98 220	-224 015	-714 318	-1 457 129	-2 579 099	
NOPAT	-716 813	-676 622	-141 470	676 024	1 926 804	3 827 893	6 704 859	
+ Avskrivninger								
Δ Gevinst/tap ved salg av varige driftsmidler								
Δ Langsiktig avsetninger								
Δ NOAK	917 392	-121 976	-50 771	-70 013	-98 721	-141 626	-205 823	
Kontantstrøm fra drift	200 579	-798 598	-192 242	606 011	1 828 083	3 686 267	6 499 036	
- Investeringer	-200 000							
FCF	579	-798 598	-192 242	606 011	1 828 083	3 686 267	6 499 036	

Beregning av nåverdi scenario 3								
År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminalverdi
Diskonteringsrente	91,32 %	83,40 %	76,17 %	69,56 %	63,52 %	58,01 %	52,98 %	48,38 %
Neddiskontert	528	-666 039	-146 422	421 526	1 161 249	2 138 465	3 443 104	46 042 810

Vedlegg 5: Resultatregnskap 2011**Resultatregnskap desember 2011****AIDCOM AS**

Utarbeidet den 13.02.2012

av Filip Dalmeyer Nlisen

Alle beløp i NOK

	Virkelig			Budsjett			Avvik			Prognose for Hele
	Denne periode	Hittil i år	%	Denne periode	Hittil i år	Denne periode	Hittil i år	%		
Salgsinntekter	599 082	4 201 582	99,	0	0	599 082	4 201 582	0,0	4 201 5	
Andre inntekter	0	2 155	0,1	0	0	0	2 155	0,0	2 155	
Sum driftsinntekter	599 082	4 203 737	100	0	0	599 082	4 203 737	0,0	4 203 7	
Varekostnader	90 444	1 982 553	47,	0	0	90 444	1 982 553	0,0	1 982 5	
Bruttofortjeneste	508 638	2 221 184	52,	0	0	508 638	2 221 184	0,0	2 221 1	
Lønn og andre personalkostnader	606 314	2 052 364	48,	0	0	606 314	2 052 364	0,0	2 052 3	
Kontor leie	-6 957	120 215	2,9	0	0	-6 957	120 215	0,0	120 215	
IT-drift	15 308	138 366	3,3	0	0	15 308	138 366	0,0	138 366	
Forskning & utvikling	0	80 035	1,9	0	0	0	80 035	0,0	80 035	
Regnskap & revisjon	30 291	245 108	5,8	0	0	30 291	245 108	0,0	245 108	
Kontorkostnader	2 082	19 025	0,5	0	0	2 082	19 025	0,0	19 025	
Telefon/internett	2 763	91 251	2,2	0	0	2 763	91 251	0,0	91 251	
Reise	22 971	221 763	5,3	0	0	22 971	221 763	0,0	221 763	
Salg/Markedsføring	103	122 955	2,9	0	0	103	122 955	0,0	122 955	
Andre kostnader	2 616	28 796	0,7	0	0	2 616	28 796	0,0	28 796	
Sum driftskostnader	675 491	3 119 878	74,	0	0	675 491	3 119 878	0,0	3 119 8	
Driftsresultat	-166 853	-898 694	-	0	0	-166 853	-898 694	0,0	-	
Netto finansposter	-9 712	-83 469	-2,0	0	0	-9 712	-83 469	0,0	-83 469	
Resultat før skatt	-176 565	-982 162	-	0	0	-176 565	-982 162	0,0	-	
Resultat etter skatt	-176 565	-982 162	-	0	0	-176 565	-982 162	0,0	-	

Inntekter	599 086	4 205 019	10	0	0	599 086	4 205 019	0,0	4 205
Kostnader	775 651	5 187 181	12	0	0	775 651	5 187 181	0,0	5 187
Resultat	-176 565	-982 162	-	0	0	-176 565	-982 162	0,0	-

Vedlegg 6: Balanse 2011

Balanse			
Alle tall i NOK			
Balanseoppstilling 2011			
	31.12.2011	31.12.2010	01.01.2011
Eiendeler			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
Finansielle anleggsmidler			
Omløpsmidler			
Fordringer			
Kundefordringer	276 818	65 452	65 452
Andre fordringer	281 688	361 128	361 128
Sum fordringer	558 506	426 580	426 580
Investeringer			
Bankinnskudd, kontanter o.l.	39 320	72	72
Sum eiendeler	597 826	426 652	426 652
Egenkapital og gjeld			
Egenkapital			
Innskutt egenkapital			
Selskapskapital	1 029 000	1 029 000	1 029 000
Overkursfond	2 384 900	2 384 900	2 384 900
Sum innskutt egenkapital	3 413 900	3 413 900	3 413 900
Opptjent egenkapital			
Udisponert resultat	-982 162	0	0
Annen egenkapital	-5 494 029	-5 602 428	-5 602 428