

\*\*\*\*\*

**Ruben L. Hakkebo  
Richard Eikeland  
Stian Ekle**

# Bacheloroppgave ved Handelshøyskolen BI

## - Verdivurdering av Netledger Frilansregnskap AS -

Innleveringsdato:  
07.06.2012

Stuedsted:  
BI Trondheim

Studium:  
BTH 9503 Økonomistyring og investeringsanalyse.

"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 spennende og lærerike år ved Handelshøyskolen BI Trondheim. Vi har i løpet av disse årene fått gode kontakter og verdifull kunnskap vi kan ta med oss videre.

Vi vil takke alle de flotte foreleserne vi har hatt i løpet av studietiden, og spesielt vår veileder under spesialiseringen og skriving av bacheloroppgaven, Olav Lilleberg. Vi vil også takke Frode Solberg for inspirasjon og gode råd de siste to årene, Netledger Frilansregnskap AS for samarbeidet, leder for NARF-kurs, kompetanse, forskning og utvikling Jørgen Lund og markedsrådgiver Svein Austheim fra NARF for et spennende intervju med gode innspill og informasjon om regnskapsbransjen.

Trondheim, 07. juni 2012



Stian Ekle



Ruben Lie Hakkebo



Richard Eikeland

**Sammendrag**

Vi vil i denne oppgaven gjøre en verdivurdering av regnskapskontoret Netledger Frilansregnskap AS (Frilans), hvor målet er å komme frem til et verdiestimat for selskapet per 31.12.2011. Vår problemstilling er som følger:

*"Hva er verdien av Netledger Frilansregnskap AS per 31.12.2011?"*

Vi starter oppgaven med å gjennomgå teori om verdivurdering, for så å si noe om historien til Frilans på bakgrunn av tidligere samtaler og besøk i bedriften. Vi ser også nærmere på regnskapsbransjen generelt, og forsøker å kartlegge trender i bransjen fremover på bakgrunn av intervju med Norges autoriserte regnskapsføreres forening (NARF), og ved å studere "Rapporten etter dokumentbasert tilsyn med autoriserte regnskapsførere høsten 2010 av Finanstilsynet" (2011). Videre gjør vi en strategisk analyse av Frilans på bakgrunn av dette, samt av statistikk og informasjon fra Statistisk Sentralbyrå og Proff Forvalt.

Vi gjør så en regnskapsanalyse og prognostiserer en fremtidig kontantstrøm for de neste 10 årene ved å benytte total kapitalmetoden, egenkapitalmetoden og EVA-metoden, beregner relevant avkastningskrav og kommer frem til verdiestimater på henholdsvis 15,9 millioner, 16,5 millioner og 20 millioner kroner. Vi utfører til slutt en følsomhetsanalyse og en scenarioanalyse, før vi kommer frem til et endelig verdiestimat av Frilans.

Vi har kommet frem til at regnskapsbransjen er i behov for fornying og utvikling, og at det skjer en stor utvikling i teknologien regnskapsbransjen benytter seg av. Vi ser at Frilans er godt posisjonert for utviklingen i bransjen når det gjelder spesialisering og fokusering på nisjer og rådgivning. Vi ser at Frilans muligens har en utfordring i og med at deres segment gjerne har behov for manuell håndtering av regnskap, og dermed også krever mer ressurser enn ved å benytte automatisert teknologi.

I og med at Frilans ikke er et børsnotert selskap, og ikke har sammenlignbare selskaper på børsen, har vi valgt å benytte integrert risikoanalysemodell for å fastsette et avkastningskrav. Dette kontrollerer vi med kapitalverdimodellen samt

en beregning av egenkapitalbetaen ved bruk av den gjennomsnittlige forretningsbetaen, basert på en representativ egenkapitalandel for selskaper på Oslo børs. Vi kom da frem til et avkastningskrav til egenkapitalen på 10,9%, og en WACC på 10,9% da Frilans er uten rentebærende gjeld.

Sensitivitetsanalysene viser at verdiestimatene er spesielt sensitive for endringer i avkastningskravet og den evige vekstfaktoren i terminalverdiberegningen, samt at terminalverdien av selskapet utgjør hele 67% - 70% av verdiestimatene. Vi diskuterer den store usikkerheten rundt denne vekstfaktoren, da dette er vanskelig å fastsette i virksomheter med så stor vekst som Frilans opplever, og konkluderer med at dette muligens er den største usikkerheten og det svakeste leddet i denne verdivurderingen.

Vi bestemmer den endelige verdien av Frilans ved å gjøre en scenarioanalyse. Dette baserer vi på bakgrunn av deres kundevekst, med utgangspunkt i det vi tror veksten vil være, hva Frilans budsjetterer med og hva et verste scenario ville vært. Med bakgrunn i disse analyser, antakelser, forutsetninger og benyttede modeller, har vi kommet frem til et verdiestimat av Netledger Frilansregnskap AS per 31.12.2011 på ca. 18,3 millioner kroner.

---

**Innholdsfortegnelse**

<b>Forord .....</b>	<b>i</b>
<b>Sammendrag.....</b>	<b>ii</b>
<b>Tabelliste.....</b>	<b>vii</b>
<b>Figurliste .....</b>	<b>viii</b>
<b>1.0 Innledning.....</b>	<b>1</b>
1.1 Formål med oppgaven .....	1
1.2 Bakgrunn for oppgaven .....	1
1.3 Problemstilling.....	2
1.4 Avgrensning.....	2
1.5 Fremgangsmåte .....	2
<b>2.0 Metode.....</b>	<b>3</b>
2.1 Undersøkellesdesign.....	3
2.2 Validitet og reliabilitet .....	4
<b>3.0 Teori .....</b>	<b>5</b>
3.1 Inntjeningsbaserte metoder .....	6
3.2 Kontantstrømsbaserte metoder .....	7
3.3 Terminalverdi.....	8
3.4 Totalkapitalmetoden .....	9
3.5 Egenkapitalmetoden.....	10
3.6 Verdsetting av kunnskapskapital .....	10
3.7 EVA-Metoden.....	11
3.8 Avkastningskrav .....	12
3.8.1 Kapitalverdimodellen (CAPM).....	13
3.8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).....	14
3.9 Valg av verdsettingsmetode.....	15
<b>4.0 Datainnsamling .....</b>	<b>17</b>
<b>5.0 Om Netledger Frilansregnskap AS .....</b>	<b>17</b>
5.1 Historie.....	17
5.2 Økonomisk stilling.....	18
<b>6.0 Regnskapsbransjen.....</b>	<b>19</b>
6.1 Tre klare trender.....	21

---

6.1.1 Rådgivning.....	21
6.1.2 Teknologi .....	22
6.1.3 Revisjonsplikten.....	23
<b>7.0 Strategisk analyse .....</b>	<b>24</b>
7.1 Verdiverksted.....	24
7.1.1 Primæraktiviteter .....	25
7.1.2 Støtteaktiviteter .....	27
7.2 PESTEL-analyse.....	28
7.2.1 Politiske forhold.....	28
7.2.2 Økonomiske forhold .....	29
7.2.3 Sosiokulturelle forhold .....	29
7.2.4 Teknologiske forhold.....	30
7.3 Porters konkurranseanalyse (5 Forces).....	30
7.3.1 Konkurrenter .....	30
7.3.2 Inntrengere .....	31
7.3.3 Substitutter .....	31
7.3.4 Kunder .....	32
7.3.5 Leverandører .....	33
7.4 SWOT-analyse.....	33
7.4.1 Styrker.....	34
7.4.2 Svakheter .....	35
7.4.3 Muligheter.....	35
7.4.4 Trusler .....	35
<b>8.0 Regnskapsanalyse .....</b>	<b>36</b>
8.1 Soliditetsanalyse .....	36
8.1.1 Egenkapitalandel og gjeldsgrad.....	36
8.2 Likviditetsanalyse .....	38
8.3 Lønnsomhetsanalyse.....	39
8.3.1 Resultatgrad .....	39
8.3.2 Egenkapitalrentabilitet .....	40
8.3.3 Totalkapitalrentabilitet.....	41
8.4 Konklusjon av regnskapsanalysen .....	41
<b>9.0 Prognostisering.....</b>	<b>42</b>
9.1 Lengde på prognostiseringen .....	42

---

---

9.2 Kundevekst .....	43
9.3 Salgsinntekter.....	43
9.4 Varekostnad .....	44
9.5 Lønnskostnader .....	44
9.6 Investeringer og avskrivninger .....	44
9.7 Andre driftskostnader .....	45
9.8 Arbeidskapital .....	45
9.9 Evig vekst .....	45
<b>10.0 Verdivurdering av Netledger Frilansregnskaps AS .....</b>	<b>47</b>
10.1 Avkastningskrav .....	47
10.1.1 Risikofri rente .....	47
10.1.2 Markedets risikopremie .....	48
10.1.3 Likviditetspremie .....	48
10.1.4 Integrrert risikoanalysemodell .....	49
10.1.5 Avkastningskrav etter risikoanalysemodell .....	50
10.1.6 Avkastningskrav etter kapitalverdimodellen .....	50
10.1.7 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC).....	52
10.2 Verdivurdering ved Totalkapitalmetoden .....	52
10.3 Verdivurdering ved Egenkapitalmetoden .....	53
10.4 Verdivurdering ved EVA-metoden.....	54
10.5 Oppsummerte verdierestimer .....	55
<b>11.0 Sensitivitetsanalyse .....</b>	<b>55</b>
11.1 Endring i vekstfaktoren.....	56
11.2 Endring i avkastningskrav .....	56
<b>12.0 Scenarioanalyse.....</b>	<b>57</b>
<b>13.0 Diskusjon .....</b>	<b>58</b>
<b>14.0 Konklusjon .....</b>	<b>59</b>
<b>Referanseliste .....</b>	<b>61</b>
<b>Vedlegg.....</b>	<b>64</b>

---

**Tabelliste**

Tabell 1: Økonomisk utvikling.

Tabell 2: Totale inntekter i mrd. Kroner i bransjen.

Tabell 3: Gjennomsnittlig inntekt per oppdrag.

Tabell 4: Egenkapitalandel.

Tabell 5: Gjeldsgrad.

Tabell 6: Likviditetsgrad 1.

Tabell 7: Resultatgrad.

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet.

Tabell 9: Totalkapitalrentabilitet.

Tabell 10: Salgsinntekter.

Tabell 11: Varekostnad.

Tabell 12: Lønnskostnader.

Tabell 13: Investeringer.

Tabell 14: Andre driftskostnader.

Tabell 15: Arbeidskapital.

Tabell 16: Integrert risikoanalysemodell (Dahl 1997)

Tabell 17: Risikotillegg (Dahl 1997)

Tabell 18: Avkastningskrav til egenkapitalen etter risikoanalysemodell (Dahl 1997)

Tabell 19: Avkastningskrav til egenkapitalen ved CAPM.

Tabell 20: Avkastningskrav til egenkapitalen ved forretningsbeta.

Tabell 21: Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).

Tabell 22: Prognostisering ved totalkapitalmetoden.

Tabell 23: Verdi ved totalkapitalmetoden.

Tabell 24: Prognostisering ved egenkapitalmetoden.

Tabell 25: Verdi ved egenkapitalmetoden.

Tabell 26: Beregning av superprofitter.

Tabell 27: Verdi ved EVA-metoden.

Tabell 28: Oppsummering av verdierestimer.

Tabell 29: Verdi uten terminalverdi.

Tabell 30: Scenarioanalyse.



**Figurliste**

Figur 1: Verdivurderingens fremgangsmåte.

Figur 2: Diskontert fri kontantstrøm (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Figur 3: Verdivurdering egenkapitalmetoden (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Figur 4: Finansiell kapital og kunnskapskapital (Gottschalk 2003).

Figur 5: Økning i antall oppdrag i bransjen.

Figur 6: Bransjens livssyklus.

Figur 7: Primæraktiviteter i verdiverksted.

Figur 8: Støtteaktiviteter i verdiverksted.

Figur 9: Endring i evig vekstfaktor.

Figur 10: Endring i avkastningskrav.

## **1.0 Innledning**

### **1.1 Formål med oppgaven**

Vårt formål med denne bacheloroppgaven er å verdivurdere Netledger Frilansregnskap AS (Frilans) pr. 31.12.2011, ved bruk av metoder hentet fra økonomisk teori, for å gi eierne i Frilans et estimat på en teoretisk markedsverdi av deres selskap.

### **1.2 Bakgrunn for oppgaven**

Når vi valgte økonomistyring og investeringsanalyse som spesialisering ved Handelshøyskolen BI Trondheim, opplevde vi temaet verdivurdering som et veldig spennende område. Noe av grunnen til dette er at temaet dekker både forståelse for regnskap, budsjettering, strategi og analyse av marked og bransjen rundt den aktuelle bedriften. Det gir også god innsikt i hva som skaper verdi og ikke, som kan være nyttig kunnskap å ta med seg videre.

Vi har gjennom studiene ved Handelshøyskolen BI Trondheim skrevet flere prosjektoppgaver, som alle har endt opp med å dreie seg om regnskapsbransjen. Det ble derfor naturlig for oss å se nærmere på denne bransjen og gjøre en verdsettelse av et regnskapskontor. Dette gir oss mulighet til å lære enda mer om bransjen, noe vi også opplever som verdifullt å ta med oss videre etter våre studier ved BI Trondheim.

Samtidig synes vi det er bra å se nærmere på en liten bedrift, da mesteparten av bedriftene i Norge er små eller mellomstore bedrifter (SMB). Vi får da blant annet god øvelse i å jobbe med andre måter å finne avkastningskrav på, da dette ikke er et børsnotert selskap og det heller ikke er andre regnskapskontor på børsen å sammenligne med.

Det er flere grunner til at vi har valgt å verdivurdere akkurat Frilans i vår bacheloroppgave. En grunn er at de er et ungt og noe annerledes regnskapskontor. Etter deres oppstart i 2007 har de allerede blitt kjøpt opp og eies 51% av Netledger AS, de har vokst med ca. 200 nye kunder hvert år og har i dag i overkant av 800 kunder og 15 ansatte. Denne veksten kommer blant annet på bakgrunn av at de har valgt å spesialisere seg på kultursektoren og frilansere for å gi de en pakke og en pris som er relevant og fornuftig i forhold til hva deres

---

kunder driver med, og hva de har behov for. Videre er de unge, tør å tenke nytt og de fleste ansatte har selv en eller annen form for tilknytning til segmentet de retter seg mot.

For at de skal sikre fortsatt vekst og videre utvikling er det avgjørende for Frilans å holde på nøkkelpersoner og deres kompetanse. De er derfor opptatt av at de ansatte skal ha mulighet til å kjøpe seg inn for å bli medeiere. Det kan også tenkes at de opplever flere henvendelser fra investorer som ønsker å være med videre i utviklingen av selskapet. En utvikling i regnskapsbransjen de siste årene er at de største aktørene kjøper opp mindre regnskapskontor for å bli enda større. En verdivurdering av et regnskapskontor, i dette tilfelle Frilans, vil derfor kunne gi bedre utgangspunkt i eventuelle forhandlinger som kan komme. Samtidig virker det også som en slags termometer av bedriften.

### **1.3 Problemstilling**

*Hva er verdien av Netledger Frilansregnskap AS per 31.12.2011.*

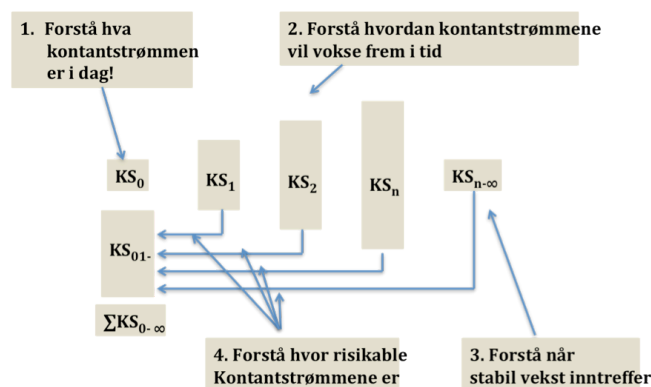
### **1.4 Avgrensning**

Vår verdivurdering tar kun for seg verdien av Frilans som et datterselskap av Netledger AS, og ikke verdien av morselskapet Netledger AS. Verdien baserer seg på Frilans som et "going concern". Vi tar kun utgangspunkt i offentlig tilgjengelige tall, da vi ikke har fått tilgang til deres eget regnskap. Vi ser at dette kunne forenklet oppgaven mye, samt gitt en sikrere verdi av selskapet, men det er likevel ikke uvanlig i verdsettelsessammenheng og kun benytte seg av offentlig tilgjengelige tall (Soffer og Soffer 2003).

### **1.5 Fremgangsmåte**

For å finne verdien av Frilans er illustrasjonen presentert av førsteamanuensis Pål Berthling-Hansen, i sin undervisning i verdivurdering høsten 2011 ved BI Trondheim, fin å trekke frem. Dette for å konkretisere fremgangsmåten i en verdivurdering. Modellen viser fire trinn: Først starter man med å forstå hva kontantstrømmen er i dag, videre til å forstå hvordan kontantstrømmen vil være fremover i tid, når den stabiliserer seg og til slutt fastsette risikoen til kontantstrømmen.

Figur 1: Verdivurderingens fremgangsmåte.



Vi vil først gjennomgå teori om verdivurdering, før vi går igjennom noe historie om Frilans og ser litt nærmere på regnskapsbransjen. Vi gjør så en strategisk analyse, går igjennom tidligere års regnskap, gjør en regnskapsanalyse og videre en utredning av prognostiseringen av den fremtidige kontantstrømmen. Til slutt kommer vi til selve verdivurderingen med sensitivitets- og scenarioanalyser, hvor vi da vil diskutere og presentere våre funn.

Alle våre beregninger er utført i Excel.

## 2.0 Metode

### 2.1 Undersøkellesdesign

Vi kan skille mellom tre forskjellige undersøkelsesdesign, eksplorativt-, deskriptivt-, og kausalt-design. Når det gjelder valget mellom disse designene ser vi på hva vi allerede har av informasjon og kunnskap om problemområdet, for så å benytte det designet som passer best for vår oppgave.

Eksplorativt design passer bra når man har lite eller ingen kunnskap om problemområdet, og det kan være vanskelig å stille noen klare hypoteser på forhånd. Hovedpunktene i eksplorativt design kan oppsummeres som følgende:

- Gir innsikt og skaper forståelse.
- Krever litteraturstudier og bruk av sekundærdata.
- Er en fleksibel og ustrukturert prosess.
- Har to hovedteknikker: fokusgrupper og dybdeintervjuer.
- Er hypotesegenererende.

(Gripsrud, Olson og Silkoset 2004)

---

Når man benytter ett deskriptivt design besitter man allerede en grunnleggende forståelse av problemområdet. Her har man allerede en hypotese eller en formening om hva utfallet blir, men dette skal testes og bevises gjennom å beskrive en eller flere variabler, og eventuelle sammenhenger mellom disse.

Hovedpunktene i deskriptivt design kan oppsummeres som følgende:

- Er hypotesetestende.
- Er ofte knyttet til kvantitative analyseteknikker.
- Er en formell og strukturert prosess.
- Benytter ofte store, representative utvalg.
- Har tre hovedteknikker for datainnsamling: spørreskjemaundersøkelser, observasjon og dagbokmetoden.

(Gripsrud, Olson og Silkoset 2004)

Kausalitet betyr årsakssammenheng, og benyttes når man ønsker å finne en statistisk årsakssammenheng mellom flere variabler, altså hvordan og hvorfor disse variablene påvirker hverandre.

Hovedpunktene i kausalt design kan oppsummeres som følgende:

- Randomisering i eksperiment- og kontrollgruppe(r).
- Manipulasjon av stimuli.
- Posttesting av resultatene i alle grupper.
- (også ofte) pretesting.

(Gripsrud, Olson og Silkoset 2004)

I vår oppgave benytter vi et deskriptivt design. Vi vet allerede en del om temaet, har en klar hypotese om hvordan vi skal gå frem og benytter kvantitative analyseteknikker ved å bruke regnskapstall og verdsettelsesmetoder for å komme frem til sluttresultatet. Gjennom intervju med NARF har vi tilegnet oss ytterligere kunnskap om bransjen, som kommer godt med i den senere prognostiseringen av bedriftens fremtid.

## **2.2 Validitet og reliabilitet**

Validitet og reliabilitet sier noe om kvaliteten av en undersøkelse. Det er viktig med både høy validitet og reliabilitet i en undersøkelse for at denne skal fremstå

som troverdig. Validitet er et mål som sier hvor godt du måler det du faktisk prøver å måle. Med høy validitet kan vi se en klar sammenheng mellom de resultatene man får, og det man ønsker å måle. Reliabilitet handler om kvaliteten og etterprøvbareheten i selve målingen. Om man utfører samme målingene igjen, vil man med høy reliabilitet komme frem til et resultat som gir de samme svarene (Gripsrud, Olson og Silkoset 2004).

### **3.0 Teori**

*"Value is the defining dimension of measurement in a market economy"*  
(Koller, Goedhart og Wessels 2010, 3).

I teori om verdivurdering understrekes det alltid at dette ikke er noen eksakt vitenskap, og at de fleste verdivurderinger alltid vil komme frem til forskjellige verdier. I sin artikkel over ulike verdsettelsesmodeller mener Gunnar A. Dahl (2011) at det er mer riktig å bruke begrepet verdivurdering enn begrepet verdsettelse, da verdien som kommer ut i enden av prosessen vil være forskjellige alt etter hvordan og hvem det er som vurderer. Det vil alltid være forskjellige oppfatninger som legges til grunn, samt forskjellige metoder som kan benyttes for å verdivurdere en bedrift (Dahl 2011, 3).

De fundamentale driverne som skaper verdi i en bedrift er vekst og avkastning på investert kapital. Disse hver for seg vil ikke nødvendigvis skape mer verdi, men ved en miks hvor vekst og avkastning på investert kapital begge vokser. Vi kan også si det slik at det som ikke øker kontantstrømmen, heller ikke skaper verdi (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Verdivurdering benyttes til ulike typer formål som i forbindelse med salg, oppkjøp, fusjoner, fisjoner, utløsninger, emisjoner, eiendomstaksringer, for å bekrefte virkelig verdi ved årsregnskap eller som en slags termometer i bedriften for å prøve å se på hvordan tilstanden er (Dahl 2011, 3). Alt etter hva man ønsker å komme frem til og hva som er praktisk i den enkelte situasjon, er det ulike metoder som kan benyttes.

For å komme frem til en verdi av Frilans, finnes det da flere metoder man kan benytte. Dette kan grovt sett deles inn i to hovedkategorier; inntjeningsbaserte

---

metoder og balansebaserte metoder. Vi velger å fokusere på de inntjeningsbaserte metodene, da dette vil være mest relevant å benytte for vår type bedrift. Det kan også være fornuftig å benytte flere modeller for sammenligning, i og med usikkerheten som er knyttet til en verdivurdering. Vi vil derfor også se på verdsetting av kunnskapskapital, da dette er relevant i vårt tilfelle.

*"Value is particularly helpful measure of performance because it takes into account the long-term interests of all the stakeholders in a company, not just the shareholders" (Koller, Goedhart og Wessels 2010, 3).*

### **3.1 Inntjeningsbaserte metoder**

De inntjeningsbaserte metodene benytter de forventede fremtidige inntjeningene for å finne verdien av selskapet. Under inntjeningsbaserte metoder har man følgende metoder som er mest vanlige å benytte (Dahl 2011, 4):

- Kontantstrømsbaserte metoder
- Resultatbaserte metoder
- Relative / multipelbaserte metoder

Gunnar A. Dahl nevner også noen punkter som taler for å benytte inntjeningsbaserte metoder (Dahl 2011, 4):

- I det lange løp er ikke en virksomhet mer verdt enn den verdien virksomheten kan forrente med et avkastningskrav som reflekterer oppfattet risiko hos partene i en transaksjon.
- Verdien er avhengig av oppfattet risiko hos partene.
- Verdien for en part er den verdien virksomheten kan forrente, diskontert med interessentens avkastningskrav.

Videre nevner han følgende punkter som taler mot å benytte inntjeningsbaserte metoder sier (Dahl 2011, 4):

- Fremtidig inntjening er alltid usikker og vanskelig å anslå.
- Fastsettelse av avkastningskrav er vanskelig, og verdien er oftest svært sensitive for størrelsen på avkastningskravet.
- Det er ofte usikkert hvor lenge inntjeningen vil kunne opprettholdes, og hvilke investeringer som må gjøres for å opprettholde inntjeningen.

---

### 3.2 Kontantstrømsbaserte metoder

De kontantstrømsbaserte metodene er de mest brukte metodene ved verdivurderinger. De går ut på å estimere fremtidige kontantstrømmer, for så å neddiskontere dette til verdsettelsestidspunktet. De vanligste metodene er egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Disse er de mest benyttede metodene fordi de utgjør fundamentet også for andre metoder (Damodaran 2002).

Fremgangsmåten, og utfordringen, er å forsøke og estimere fremtidige netto kontantstrømmer som selskapet vil generere de neste årene. For å finne nåverdien av denne kontantstrømmen neddiskonterer man kontantstrømmen med et relevant avkastningskrav som representerer risikoen og usikkerheten til kontantstrømmen.

Man starter med å ta utgangspunkt i tidligere regnskapstall. Her analyserer man gjerne regnskapstall tre til fem år tilbake, ser etter trender og linjer som man kan ta med videre i estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene. Hvor mange tidligere regnskapsår man skal se tilbake på, kommer blant annet an på hvor lenge bedriften har eksistert, som for vår del er fem år. Videre må man fastsette hvor langt frem i tid en skal legge prognostiseringen, hvor det finnes ulike anbefalinger blant teoretikere. Koller, Goedhart og Wessels (2010) mener man bør prognostisere 10 – 15 år. En for kort tidshorisont vil kunne medføre at verdien på selskapet vil kunne få en unormal lav verdi. Samtidig vil det være slik at jo lengre man prognostiserer for, jo mer øker også usikkerhet til verdivurderingen. Boye og Meyer (2008) mener at normen for prognoseperioden i verdivurderinger ligger på mellom 5 til 15 år.

Det viktigste er at man prognostiserer så langt man er komfortabel med å forutse vekstperioden. Det å sette opp et budsjett for neste år er vanskelig nok i seg selv. Å skulle budsjettere eller estimere kontantstrømmen de neste 5 eller 10 årene fremover, inneholder da naturligvis enda større utfordringer, og vil alltid inneholde stor usikkerhet. Erfaringer sier at man ofte anslår de budsjetterte kontantstrømmene for høyt, da det kan være fristende å overvurdere den fremtidige volum- eller prisveksten (Dahl 2011, 5). Man neddiskonterer deretter kontantstrømmen, med et relevant avkastningskrav, og kommer frem til nåverdien av den prognostiserte kontantstrømmen.



---

### 3.3 Terminalverdi

Det er vanlig å sette opp prognostiseringen i to deler. Etter perioden på 5 – 10 år vil man lage en prognose for evig vekst. Her forutsetter man at selskapet er i en stabil vekst, og kan da beregne terminalverdien. Man tar vurderinger ut fra selskapet sin posisjon på livssyklusstadiet, og fokuserer på de viktigste faktorene for å komme frem til en evig vekstfaktor for selskapet (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Terminalverdien er altså verdien av selskapet etter prognoseperiodens slutt, hvor selskapet går over i stabil vekst. Dette terminalverdiledet utgjør ofte en høy andel av den totale verdien, gjerne mellom 50 – 60% (Dahl 2011). Terminalverdien finner man ved bruk av Gordons formel, ved å trekke inn en evig vekstfaktor i tillegg til avkastningskravet (Boye og Meyer 2008):

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

eller:

$$\frac{D_1 * (1 + g)}{\frac{k - g}{(1 + k)^t}}$$

hvor:

$P_0$  = terminalverdi

$D_1$  = verdi i siste prognoseår

$k$  = avkastningskrav

$g$  = evig vekstfaktor

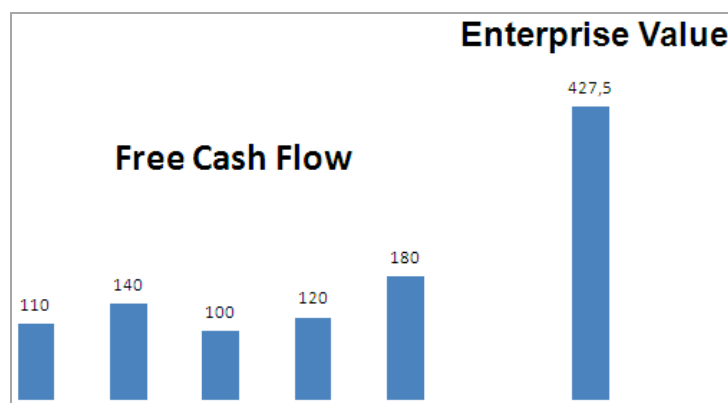
Når man benytter Gordons formel må man forutsette at  $g < k$ , da man får en negativ terminalverdi om  $g > k$ , som ikke gir noen mening. Dette er tilfelle for Frilans, som er et selskap i høy vekst, og gir derfor en utfordring i å beregne terminalverdien, noe vi kommer tilbake til senere.

### 3.4 Totalkapitalmetoden

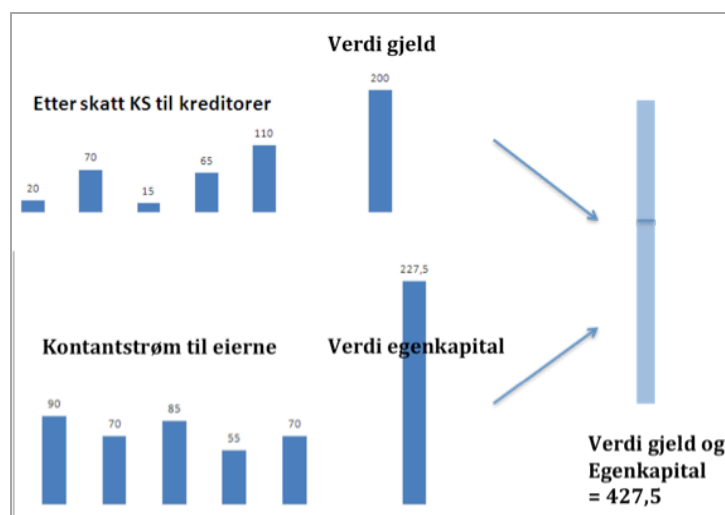
*"It is the total after-tax cash flow generated by the company that is available to all providers of the company's capital, both creditors and shareholders"*  
(Copeland, Koller og Murrin 2000).

Den vanligste metoden er å benytte totalkapitalmetoden, som kapitaliseres med et avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) (Dahl 2011). Under ser man en enkel illustrasjon på forskjellen mellom egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Figur 2: Diskontert fri kontantstrøm (Koller, Goedhart og Wessels 2010).



Figur 3: Verdivurdering egenkapitalmetoden (Koller Goedhart og Wessels 2010).



I totalkapitalmetoden tar man utgangspunkt i driftsresultatet etter skatt (NOPLAT), som man justerer for avskrivninger, investeringer og endringer i arbeidskapitalen. Man kommer da frem til kontantoverskudd til totalkapitalen, eller fri kontantstrøm til totalkapitalen. Vi setter dette opp på følgende måte (Boye og Meyer 2008):

---

Driftsresultat før skatt
- Skatt (28%)
<hr/>
= Driftsresultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning i omsetningsavhengige kortsiktig gjeld
<hr/>
= Kontantoverskudd til totalkapitalen

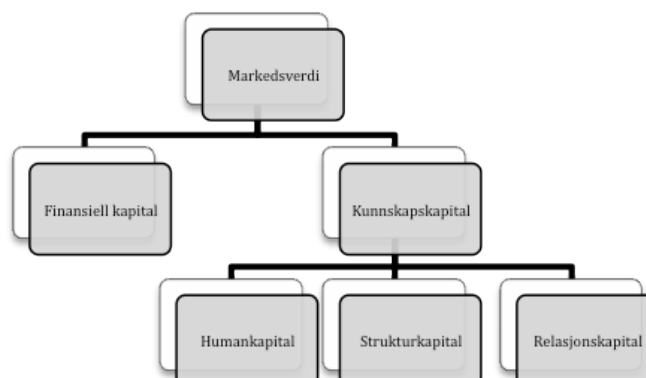
### 3.5 Egenkapitalmetoden

I motsetning til totalkapitalmetoden, tar egenkapitalmetoden utgangspunkt i resultat etter skatt. Man tar her hensyn til finansinntekter og finanskostnader, med andre ord tar man hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet. Man benytter avkastningskravet til egenkapitalen for å finne nåverdien av kontantstrømmen (Dahl 2011). Beregning av kontantstrømmen til egenkapitalen setter man opp som følger (Boye og Meyer 2008):

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger
- Anleggsinvesteringer
- Økning i omsetningsavhengige omløpsmidler
+ Økning i omsetningsavhengige kortsiktig gjeld
+ Økning rentebærende gjeld
<hr/>
= Kontantoverskudd til egenkapitalen

### 3.6 Verdsetting av kunnskapskapital

Figur 4: Finansiell kapital og kunnskapskapital (Gottschalk 2003).



I bedrifter er det ikke bare den finansielle kapitalen som skaper verdi, men også kunnskapskapitalen eller den intellektuelle kapital. I følge Gottschalk (2003) er kunnskapskapital: organisasjonens humankapital (individens kunnskap),

---

strukturkapital (systemers kunnskap, intern struktur) og relasjonskapital (felles kunnskap, ekstern struktur) (Gottschalk 2003, 9).

Hos tjenesteytende bedrifter er gjerne kunnskapskapitalen den viktigste ressursen. I motsetning til typiske produksjonsbaserte bedrifter hvor mye av kapitalen bindes opp i anleggsmidler, ligger det lite verdier i balansen hos tjenesteytende bedrifter. De har uåndsåpåkripelig verdier som kunnskap, informasjon, strukturer, organiseringer og faktorer som tiltrekker seg og holder på dyktige medarbeidere. Det er hvordan denne kapitalen utnyttes til å skape nytte for bedriften som bestemmer dens verdi, og er derfor viktig å kunne dokumentere (Gottschalk 2003).

Kunnskapskapital er ikke noe som ligger implementert i regnskapene i dag, og det å formulere en detaljert formel for å kalkulere kunnskapskapital er så og si umulig. Men det betyr likevel ikke at det er umulig å kunne benytte andre modeller for å måle dette (Chen, Zhu og Xie 2004). Gottschalk (2003) mener standardiseringsmyndighetene i Norge (NRS) og i verden (IASB) burde bli enige om å utvikle en felles standardisering for å implementere kunnskapskapital i regnskapets balanse. Gottschalk (2003) foreslår totalverdimetoden ROA (Return On Assets) for å måle kunnskapskapital på. Denne beregningen ser slik ut (Gottschalk 2003):

$$ROA = \text{gjennomsnittlig overskudd før skatt} / \text{gjennomsnittlig eiendeler}$$

### **3.7 EVA-Metoden**

En annen anbefalt metode for å måle verdien av kunnskapskapital er Economic Value Added (EVA), og er en av de resultatbaserte metodene for å verdivurdere en virksomhet. Denne metoden ble introdusert av Stewart på slutten av 1980-tallet, og er et omfattende verktøy for prestasjonsmåling (Chen, Zhu og Xie 2004). I denne metoden tar man utgangspunkt i bokført egenkapital og legger til nåverdien av fremtidige superprofitter. Man finner superprofittene ved å trekke kostnadene knyttet til egenkapitalen fra resultatet etter skatt, og kostnadene knyttet til egenkapitalen finner man ved å multiplisere bokført egenkapital med avkastningskravet.

---

Beregningen ser slik ut (Boye og Meyer 2008):

$$EVA = \text{bokført verdi egenkapital} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1+k)^t}$$

*Superprofitt = resultat etter skatt - krav til avkastning av egenkapitalen*

For beregning av superprofitter etter prognosetiden (terminalverdi) benyttes følgende formel:

$$\frac{\text{Superprofitt} (1 + g)}{k - g}$$


---


$$(1 + k)^t$$

Selv om EVA ikke eksplisitt relateres til ledelsen av immaterielle eiendeler, innebærer det at effektiv ledelse av immaterielle eiendeler vil føre til økt EVA. Derfor støttes ideen om å benytte EVA-metoden som verktøy for å måle kunnskapskapital av ulike strategiforskere (Chen, Zhu og Xie 2004).

### 3.8 Avkastningskrav

*"...selskapet kan ikke klare å skaffe kapital hvis de ikke kan love investorene tilstrekkelig høy avkastning" (Norli 2011, 15).*

Når man nå benytter seg av de inntjeningsbaserte metodene og kommer frem til en kontantstrøm, må man neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene med et avkastningskrav. Avkastningskravet skal representere alternativkostnaden og risikoen som investor tar på seg ved å investere. I alternativkostnaden ligger de mulige kostnadene som investor kan få ved å investere i en bedrift i stedet for i en annen med samme risiko. I risikodelen ligger momenter som usikkerhet, variasjon, spredning, ulike utfall og "sannsynlighet \* konsekvens", som følger av investeringen eller plasseringen. Typiske risikoelementer i prosjekter eller beslutninger kan være (Forelesning ved BI Trondheim høsten 2011 med Førsteamanuensis Pål Berthling-Hansen 2011):

- Usikkerhet rundt resultat, kostnader og inntekter
- Investeringsbehov

- 
- Rentenivå
  - Usikkerhet rundt relevante, men ikke kvantifiserbare faktorer
  - Usikkerhet rundt prosjektstrøm frem i tid.

De to kanskje mest sentrale metodene for å beregne avkastningskrav på er avkastningskravet til egenkapitalen, hvor man benytter kapitalverdimodellen (CAPM), og avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Kapitalverdimodellen er en teoretisk modell som flere og flere har begynt å benytte de siste årene, mens det tidligere, og fortsatt oftest i praksis, benyttes en mer intuitiv metode for å fastsette avkastningskravet til egenkapitalen. Denne kalles integrert risikoanalysemodell (Dahl 2011).

### 3.8.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

*"Kapitalverdimodellen er en meget enkel teoretisk modell for prising av risiko i verdipapirmarkedet" (Norli 2011).*

Kapitalverdimodellen er modellen som benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Denne modellen kom på 60-tallet og har etter hvert blitt en sentral og viktig modell innen finanst teori. Modellen er viktig da det eksisterte lite teori for å beregne og måle risiko på denne tiden. Matematisk fremstilles modellen på følgende måte (Bøhren og Michalsen 2010):

$$k_E = R_f * (1 - s) + [E(r_m) - R_f * (1 - s)] * \beta_E$$

hvor:

$k_E$  = avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM)

$R_f$  = risikofri rente

$\beta_E$  = egenkapitalbeta

$E(r_m)$  = forventet avkastning ved investering i markedsporteføljen

$s$  = skattesats (28%)

Det er også vanlig å legge til en likviditetspremie til avkastningskravet når man skal benytte kapitalverdimodellen på ikke-børsnoterte selskaper eller lite likvide børselskaper. Dette fordi en investor ikke like lett kan selge aksjer eller eiendeler hvis en ønsker det, slik som ved et børsnotert selskap. En investors penger og investeringer er altså mye mer bundet i et slikt selskap. Det er vanlig å legge på en

---

likviditetspremie på mellom 2 og 5 %, avhengig av investoren og type selskap.

Det kan være viktig å bemerke at risikofri rente ( $R_f$ ) og markedets risikopremie ( $E(r_m) - R_f$ ) er størrelser som er uavhengig av hvilket selskap eller prosjekt kapitalverdimodellen benyttes på, og at det kun er betaen og skattesatsen som er avhengig av selskapet eller prosjektet.

Selv om dette er en populær modell som brukes oftere og oftere, eksiterer det også mye kritikk av modellens egnethet. I følge Øyvind Norli (2011) er modellen basert på lite realistiske forutsetninger om investorenes atferd, og sier at modellen får lite empirisk støtte i tester. Han hevder at "strengt tatt er det lite ved kapitalverdimodellen som skulle tilsi at den er nyttig i praksis". Gunnar A. Dahl (2011) sier følgende om modellen: "Hovedproblemene med denne måten å fastsette avkastningskravet på er at metoden forutsetter effisiente markeder, hvilket er vanskelig å finne i praksis. Man må finne relevante referanseselskaper for å finne Beta, og markedsmessige egenkapital-/gjeldsandeler. Dette er i praksis svært vanskelig, og metoden blir derfor ofte "kvasivitenskapelig"."

For vår del finner vi dette veldig relevant da vi verdivurderer en SMB-bedrift som ikke er notert på børs, og vi hverken har beta eller verdi av andre sammenlignbare selskaper. Vi velger derfor å benytte denne modellen som supplement, og som en kontroll av den integrerte risikoanalysemodellen, som vi kommer tilbake til i kapittel 10.1.4.

### **3.8.2 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)**

Avkastningskravet til egenkapitalen kan vi videre benytte til å finne avkastningskravet til totalkapitalen, som tar hensyn til både egenkapital og gjeld, og benyttes når vi neddiskonterer den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. Denne kalles for Weighted Average Cost of Capital (WACC), og representerer godtgjørelsen for både eierne og kreditorene, som skal gi dem den kompensasjonen som er riktig i forhold til den risiko de påtar seg ved å investere i selskapet (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

---

Beregningen ser slik ut (Bøhren og Michalsen 2010):

$$k_T = k_E * \frac{E}{E + G} + k_G * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

hvor:

$k_T$  = avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

$k_E$  = avkastningskravet til egenkapitalen

E = markedsverdien av egenkapitalen

G = markedsverdien av gjelden

s = skattesats (28%)

### 3.9 Valg av verdsettingsmetode

Ikke bare er det stor forskjell på å verdivurdere børsnoterte selskaper og norske SMB-bedrifter, men i og med at det ikke finnes noen fungerende markeds plass for SMB-bedrifter, er det svært vanskelig å anslå en markedsverdi for disse (Dahl 2011). I følge Gunnar A. Dahl (2011) er multippelbaserte metoder en av de vanligste utgangspunktene for å verdivurdere SMB-bedrifter på, hvor man prøver å finne oppnådde priser for noenlunde sammenlignbare bedrifter. I vår sammenheng har vi ikke lyktes å finne oppnådde priser på noen sammenlignbare selskaper, og NARF kan også fortelle at de ikke kjenner til noen slik informasjon i bransjen.

Frilans kan betegnes som, det Gunnar A. Dahl (1997) kaller for, nøkkelpersonavhengige virksomheter. Det som kjennetegner slike bedrifter er at de ofte er startet opp, og drives av, personer med en spesiell kompetanse, markedskontakt eller nettverk. Frilans drives av nøkkelpersoner med nettverk og markedskontakt hos musikere, kunstnere, frilansere og i kultursektoren ellers. Vi vil også påstå at de har spesiell kompetanse på dette nettverkets behov for løsninger, struktur og rådgivning, samt gjeldende lover. Samtidig bygger de ansatte gode relasjoner til sine kunder, hvor kundene ofte føler det trygt og naturlig å benytte noen som kjenner dem godt fra før, og hvor det kan ligge en barriere i å måtte starte på nye relasjoner med andre. Gunnar A. Dahl (1997) nevner også at regnskapskontor er typisk eksempler på nøkkelpersonavhengige virksomheter.



---

Aktuelle verdsettelsesmetoder for slike selskaper vil være inntjeningsbaserte metoder, hvor risikoen for fremtidig inntjening vil være avhengig av nøkkelpersonenes videre funksjon og tilstedeværelse, og kompleksiteten i og eventuelt overføre deres kompetanse til andre og nye ansatte.

Vi har valgt å basere verdien av Frilans på nåverdien av netto kontantstrøm, som Gunnar A. Dahl sier vil være den teoretisk mest korrekte metoden å benytte for denne typen virksomheter. Svakheten ved denne modellen er ofte mangelen på dokumentasjon på beregningene av tallstørrelsene (Dahl 2011). Vi har likevel valgt denne metoden da det alltid vil være ulemper og fordeler uansett hvilken modell man benytter.

Vi vil også benytte EVA-metoden som et supplement, da dette er en metode som er anbefalt for å måle kunnskapskapitalen (Chen, Zhu og Xie 2004). Vi ser det som fornuftig å benytte flere metoder når man verdivurderer, for å øke treffsikkerheten på verdien av Frilans.

Frilans er som tidligere nevnt en bedrift i høy vekst, og som på kort tid er blitt et stort regnskapskontor. De har allerede i dag åtte årsverk fordelt på 15 ansatte, og Finanstilsynet kan oppgi at 94,4% av alle foretak i regnskapsbransjen har færre enn ti årsverk. Det er kun 216 av i alt 3860 regnskapsførerforetak som har mer enn ti årsverk (Finanstilsynet 2011).

I boken *Valuation; measuring and manageing the value of companies* (2010) definerer forfatterne høy vekst med at inntekten vokser årlig med mer enn 15%. De sier videre at å verdivurdere bedrifter med høy vekst er en utfordring, noen sier til og med umulig. Men de mener samtidig at verdivurderingsprinsippene også skal kunne benyttes for bedrifter med høy vekst. De anbefaler da å benytte diskontert kontantstrømsmetode (DCF), og hvile dette på ulike fundamentale økonomiske prinsipper og sannsynlighetsvektede senarioanalyser. Vi velger derfor å følge dette, samt å gjøre en følsomhetsanalyse.

#### **4.0 Datainnsamling**

Datainnsamling handler i hovedsak om hvilken data vi skal benytte. Vi skiller her mellom to forskjellige typer data, primærdata og sekundærdata. Forskjellen mellom disse to ligger i hvorfor dataene er samlet inn. Primærdata er data som vi selv har anskaffet for å løse problemstillingen, som for eksempel intervju med NARF og samtaler med Frilans. Sekundærdata er data som er samlet inn av andre, med utgangspunkt i andre formål. Dette er for eksempel regnskapsmaterialet vi benytter, rapport fra Finanstilsynet, samt tall fra SSB. Fordelen med sekundærdata, er at den ofte innehar større kvalitet, samt er billigere og mindre ressurskrevende å anskaffe (Bryman og Bell 2007).

Vi kan også skille mellom kvalitative og kvantitative data. Kvalitative data henter vi gjennom for eksempel intervjuer. Dette er data som ikke lar seg kvantifisere i absolutte tallstørrelser. Mens kvantitative data er talldata, som for eksempel regnskap (Gripsrud, Olsson og Silkoset 2004).

Vi har i vår oppgave sett mye på rapporten fra Finanstilsynet, ”Rapport etter dokumentbasert tilsyn med autoriserte regnskapsførere høsten 2010”. Her har vi funnet informasjon om bransjen og dens utvikling de siste årene. I tillegg har vi gjennomført et intervju med NARF for å sette oss ytterligere inn i regnskapsbransjen. Videre har vi også benyttet oss av underbyggende teori om verdivurdering, for å kunne gjennomføre denne verdivurderingen. Vi har også hatt kontakt med Frilans i 2011, gjennom to besøk og noen telefonsamtaler.

#### **5.0 Om Netledger Frilansregnskap AS**

*”Vi er et komplett regnskapsbyrå for deg som driver med frilans virksomhet”  
(Frilansregnskap.no 2011).*

#### **5.1 Historie**

I 2005 startet to kamerater å snakke om hvordan de kunne etablere et regnskapsbyrå mot små foretak som driver med frilansvirksomhet. De hadde sett at små foretak ofte måtte betale mer enn nødvendig for regnskapstjenester fordi de fleste regnskapsbyråer har en startpris som er lik for alle kunder, uansett størrelse. De så at det var behov for et spesialisert regnskapskontor hvor tjenester, rådgivning og pris var tilpasset disse små foretakene. De besluttet da å rette fokus

---

mot dette segmentet og bli spesialister på de utfordringer som denne gruppen står ovenfor, og tilby en komplett løsning til en fast og lav pakkepris.

De startet med å etablere Frilansregnskap.no som et eget konsept i Regnskapsbyrået Øyvind Hov AS. Dette konseptet vokste raskt til 50 kunder, og de valgte da å skille seg ut som et eget aksjeselskap. I 2008 kjøper Netledger AS seg inn i selskapet med 51% eierskap. De har da vokst til 200 kunder og har flere heltidsansatte. Siden den gang har Frilans vokst med rundt 200 nye kunder hvert år. I 2010 leverte de over 600 selvangivelser og hadde 13 ansatte. I dag har de rundt 800 kunder, vokser fortsatt med rundt 20 nye kunder hver måned og ansetter stadig nye ansatte.

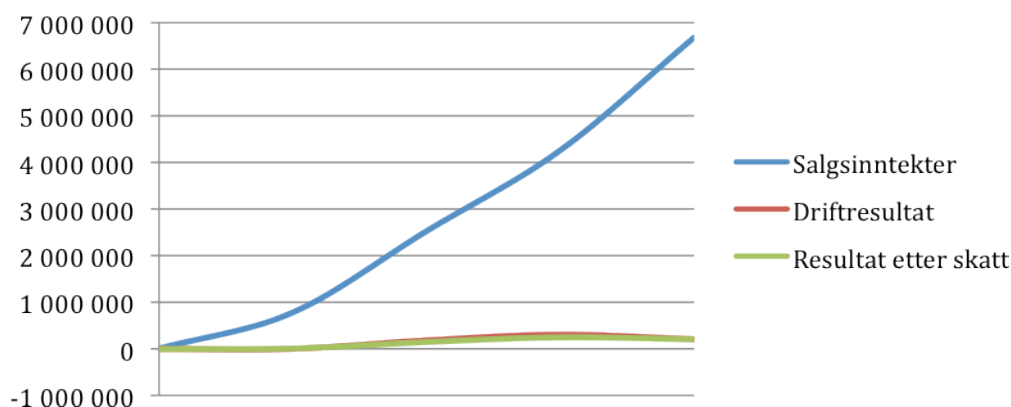
De planlegger som om denne veksten vil fortsette, og har ikke tenkt å begrense veksten selv om dette betyr stadig utvidelse av antall ansatte, kontorer og utstyr. Vi tolker dette som at de motiveres av å kunne se hvor stort selskapet kan bli. Dette er et viktig og vanskelig moment som vi vil komme tilbake til og diskutere senere i verdivurderingen, da dette vil være avgjørende for endelig verdi av selskapet. Frilans har aldri brukt penger på markedsføring, så denne tilstrømmingen av nye kunder skjer kun gjennom nettverk, kontakter og anbefalinger fra deres kunder. Typiske kunder er musikere, designere, journalister, fotografer, filmfolk, selgere, håndverkere og ulike konsulenter.

*”I frilansmarkedet er vi et stort regnskapsbyrå, med fokus på gode rutiner og personlig kontakt med kundene våre” (Frilansregnskap.no 2011)*

## **5.2 Økonomisk stilling**

Når vi snakker om Frilans sin historie vil vi også vise til deres økonomiske utvikling siden oppstart. Vi vil senere i oppgaven gjøre en grundigere analyse av dette, men vi ser her hva deres kundetilstrømming representerer i kroner. I følge Proff Forvalt er Frilans, målt i omsetning, nummer 383 av totalt 7196 regnskapskontorer i bransjen.

Tabell 1: Økonomisk utvikling.



År	2007	2008	2009	2010	2011
Salgsinntekter	5 000	782 000	2 527 000	4 263 000	6 684 000
Driftsresultat	-4 000	1 000	183 000	305 000	206 000
Resultat etter skatt	-3 000	7 000	147 000	246 000	205 000

De to første årene regner vi som oppstart av virksomheten og er derfor tall som ikke nødvendigvis gir et riktig bidrag i analysen. Vi har dem likevel med, da de viser deres utvikling siden oppstart. Vi legger merke til hvordan inntektene skyter i været, mens resultatet holder seg omtrent på samme nivå.

## 6.0 Regnskapsbransjen

Det er totalt 7196 registrerte regnskapskontor i Norge, og bransjen består for det meste av små foretak med under fem årsverk. Hele 95% av alle regnskapskontor har under ti årsverk (Finanstilsynet 2011). Her er noen viktige nøkkeltall for bransjen:

Tabell 2: Totale inntekter i mrd. Kroner i bransjen.

År	1999	2006	2007	2008	2009	Årlig økning
Totale inntekter	3,4	7,3	8,3	9,3	10	
Økning i %		114,71 %	13,70 %	12,05 %	7,53 %	19,41 %

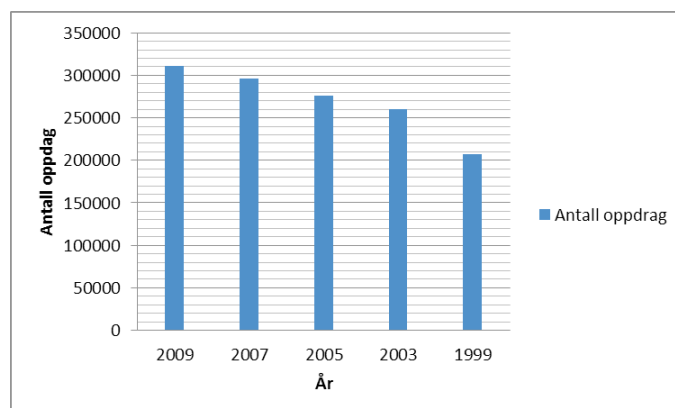
I følge Finanstilsynets rapport er regnskapsbransjen i vekst. Fra 2008 til 2009 ser vi i tabell 2 en vekst på 7,5%, og fra 1999 til 2009 er det en årlig snittøkning på 19%.

Tabell 3: Gjennomsnittlig inntekt per oppdrag.

År	1999	2003	2005	2007	2009	Årlig økning
Gj.snitt. Inntekt pr oppdrag	16 304	22 646	23 547	28 547	32 116	
Økning i %		38,90 %	3,98 %	21,23 %	12,50 %	9,70 %

I tabell 3 ser vi en økning i gjennomsnittlig inntekt per oppdrag på 12,5% fra 2007 til 2009. Årlig snittøkning fra 1999 til 2009 er på 9,7% (Finanstilsynet 2011).

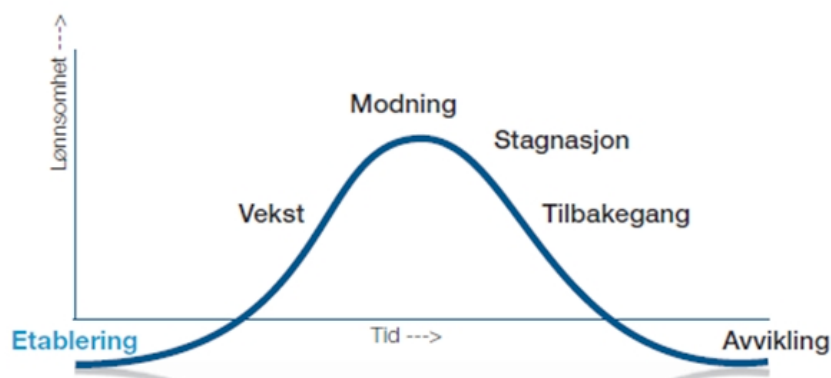
Figur 5: Økning i antall oppdrag i bransjen.



I figur 5 ser vi at antall oppdrag har økt med 50% fra 1999 til 2009, som gir en snittøkning på 5% per år i antall oppdrag. Inntekter per årsverk hos regnskapskontor mellom 10 og 19,9 årsverk ligger på 743 400,- til 820 170,- (Finanstilsynet 2011). Til sammenligning ser vi på Proff Forvalt at Frilans har en inntekt på 836 000,- per årsverk i 2011. Dette er tall vi tar med oss videre i prognostiseringen av Frilans fremtidige kontantstrøm.

Samtidig som vi ser at regnskapsbransjen er i utvikling på en noen områder, sier flere vi har snakke med, at regnskapsbransjen generelt trenger en fornyelse. Om vi skulle tegnet opp en bedrifts livssyklus og overføre denne til regnskapsbransjen, mener disse at bransjen nå er over punktet for modning og på vei mot stagnasjon og tilbakegang, noe NARF kan bekrefte i vårt intervju.

Figur 6: Bransjens livssyklus (NARF).



I dette ligger det at mange tradisjonelle regnskapskontor har holdt på i veldig mange år uten å tilpasse seg, eller endre seg etter trendene i samfunnet og kundenes behov. Om disse ikke fornyer seg vil de muligens avvikles over tid. Dette ser man også ved at mange kontor blir kjøpt opp av de store aktørene som for eksempel Visma, Mirror, Økonor og Consis. NARF tror vi vil se mer konsolidering fremover, at de store blir større og at det blir færre av de små kontorene.

Man kan si at regnskapsbransjen utvikler seg sammen med SMB-bedrifter. Det er flere og flere som velger å sette bort regnskapet, noe som peker tilbake på veksten i bransjen. Det er også en trend at flere større bedrifter velger å sette bort regnskapet sitt sier NARF. De sier også at markedet har utviklet seg raskere enn de store aktørene, slik at mindre regnskapskontor fortsatt vokser.

Det kan være viktig å merke seg at mange regnskapskontor velger å sette et tak for hvor de ønsker å ligge. Mange ønsker å ligge på et "ideelt nivå", som for eksempel et visst antall ansatte, eller kunder. Det kan være flere årsaker til dette. Generelt sett kan vekst innebære risiko. Andre grunner kan for eksempel være plassmangel. De velger heller da å fokusere på effektivisering og lønnsomhet, og kanskje utvikling og salg av andre tjenester, som for eksempel rådgivning.

Et spørsmål vi stiller oss, er om Frilans også en dag vil komme til et punkt der de ikke lenger ønsker like stor vekst som de har i dag, og dermed setter et tak for et "ideelt nivå", for så å satse mer på effektivisering og lønnsomhet.

## **6.1 Tre klare trender**

Gjennom våre undersøkelser og intervju med NARF 27. mars 2012, har vi kommet frem til tre områder når det gjelder betydelige trender og utvikling i bransjen. Dette er rådgivning, teknologi og revisjonsplikten.

### **6.1.1 Rådgivning**

Regnskapsføreren har tidligere stort sett jobbet med å rapportere historiske tall og data, mens i dag har man begynt å se verdien av den kunnskapen regnskapsføreren sitter på, også kan benyttes til fremtidige beslutninger.

---

Førstelektor Olav Lilleberg ved BI Trondheim presenterte i sin undervisning høsten 2011 artikkelen ”utvikling fra regnskapsfører til økonom” som tar opp noe av dette. Tittelen illustrerer godt noe av det som skjer i bransjen, nettopp at den beveger seg bort fra å være regnskapsfører og mer over til å være økonom. Dette vil muligens kreve en omstilling og kompetanseutvikling hos regnskapsførere i dag. Nyetablerte kontor vil komme til å satse på dette og mange eldre kontor blir nødt til å omstille seg, noe mange også har begynt på gjøre. Her gjelder det altså å følge denne utviklingen om man vil overleve i bransjen fremover. Timeforeleser Frode Solberg fra BI Trondheim mener utviklingen vil gå mot at mesteparten av inntekten hos moderne regnskapskontor fremover vil komme fra rådgivning, og ikke regnskapsføring.

Dette er noe vi mener Frilans har posisjonert seg godt for siden oppstart. NARF mener Frilans har startet riktigere enn mange andre på grunn av at de er bransjespesifikke. NARF mener også de er et eksempel på et nytenkende regnskapskontor som går en vei de selv sier de ville tatt dersom de skulle startet opp et kontor i dag. De mener bransjen i dag trenger å spesialisere seg mer, dette også med tanke på rådgivning. En viktig observasjon er at gjennom spesialisering, regnskapsføring og rådgivning, står regnskapsføreren i en unik posisjon til å kunne trigge veldig mye utvikling og endring i en bedrift. De kan vise til hvordan det gjøres i andre sammenlignbare selskaper, siden de har oversikt over bransjen og utfordringer og erfaringer fra andre kunder.

### **6.1.2 Teknologi**

En annen trend i bransjen er teknologiutvikling. NARF mener vinnerne i bransjen fremover, vil være de som automatiserer. Denne automatiseringsteknologien registrerer og skanner bilag, leverer og gir månedlige og årlige nøkkeltall og punkter for forbedringer og utviklinger. Målet er å kunne levere rapporter med høyest mulig verdi, som er mer treffsikker uten å bruke mer tid på rådgivning, kommunikasjon og annen håndtering. Dette vil frigjøre tid til andre oppgaver.

Fra 1. juli i år pålegges alle statlige og kommunale etater, elektronisk leveranse av fakturaer. Dette vil i følge NARF sannsynligvis også komme til det private innen kort tid, trolig innen 3-4 år. Automatiseringen vil blant annet levere ferdig

---

momsbehandling og utfylte oppgaver, noe som også vil frigjøre tid til andre oppgaver.

Selv om teknologiutviklingen frigjør tid og kapasitet hos regnskapskontorene, kan det være verdt å merke seg at Finanstilsynet er kritisk til regnskapsførere som alene er ansvarlig for mer enn 100 oppdragsgivere. De forbinder dette med økt risiko og vurderer tilsynsmessig oppfølging av regnskapsførere med svært mange oppdrag (Finanstilsynet 2011). NARF sier også at den teknologiske utviklingen ikke vil kunne erstatte en regnskapsfører. Dette på grunn av lovverket og fagets behov for vurderinger og tenkning. Alle de ulike kundene har behov for en regnskapsførers vurdering, kreativitet eller tilpassning.

### **6.1.3 Revisjonsplikten**

Norge er ett av få land som har adskilt regnskap og revisjon. Det er nå tredd i kraft en ny lov om at aksjeselskaper med en omsetning under fem millioner kroner, under ti årsverk og mindre enn 20 millioner kroner i balansen, er fritatt revisjonsplikten og kan si ifra seg revisjon om de ønsker dette (Aksjeloven §7-6(1)). I følge NARF betyr det at rundt 120 – 130.000 bedrifter i Norge i dag slipper revisjon om ønskelig. Dette gir en utfordring for revisjonsbransjen, som vil være nødt til å tenke nytt for å overleve fremover. Mange av disse velger nå å ta på seg regnskap og rådgivning i tillegg til revisjon for å overleve, som vil kunne føre til mer konkurranse for regnskapskontorene. Dette vil i så fall kreve en omstilling for revisorene.

Blant annet er revisjonsbransjen vant til høyere anseelse enn regnskapsbransjen. Revisorer har også sittet med en større avstand til kundene, og er tidligere vant til å forholde seg til regnskapsfører, og ikke direkte med oppdragsgiver. Oppdragsgiver har også vanligvis hatt lite kommunikasjon med revisor. De blir derfor nå nødt til å omstille seg for å kommunisere mer med oppdragsgiver. Spørsmålet blir hvordan de vil takle dette, hvordan de klarer å utnytte sin kompetanse, og hvem som raskest vil tilpasse seg av regnskapsbransjen eller revisjonsbransjen. NARF mener derimot at det vil ta tid før vi ser noen endring eller effekt av dette.



## **7.0 Strategisk analyse**

Den strategiske analysen er et viktig fundament for prognostisering av den fremtidige kontantstrømmen, og for å kunne gjøre en mest mulig riktig verdivurdering av Frilans. Den setter fokus på de interne og eksterne forholdene i og rundt selskapet, og andre risikoforhold som påvirker dem. I og med verdivurderingers usikkerhet, ved at de ofte baseres på subjektive antakelser og vurderinger, vil en slik analyse, sammen med analysen av bransjen på mange måter fungere som dokumentasjon på våre subjektive vurderinger og antakelser. Vårt mål er at en slik strategisk analyse skal bidra til å gi vår oppgave en større tyngde.

Dette gjør vi ved å benytte verdiverksted for å se på hvilke primær- og sekundæraktiviteter Frilans har. Vi gjør en SWOT-analyse for å gå igjennom de interne og eksterne forholdene i selskapet. Vi supplerer også med PESTEL-analyse og FIVE FORCES, for å kartlegge de eksterne forholdene.

For å definere hva som er internt og eksternt i denne sammenheng, definerer vi internt som ledelse, eiere, ansatte, samarbeidspartnere og nettverk. Definisjonen av eksternt er konkurrenter, markedet, teknologi, politiske og økonomiske forhold.

### **7.1 Verdiverksted**

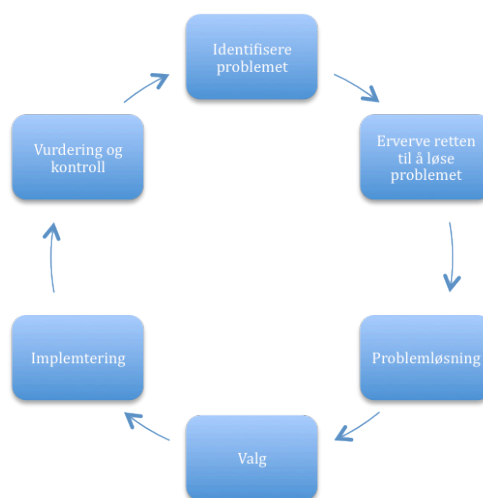
Hensikten med verdiverkstedet som analyseverktøy er å kartlegge selskapets verdiskapning, og å forsøke å identifisere dens kjernekompetanse. Dette er viktig for å kunne forstå, bevare og videreutvikle det som er verdiskapende hos Frilans, og som kan være et konkurransefortrinn i forhold til deres konkurrenter. Mens det vanligste analyseverktøyet, verdikjeden, er tilpasset produksjonsbedrifter, er verdiverkstedet utviklet for å analysere kunnskapsbaserte og tjenesteytende bedrifter, noe som er aktuelt i vår sammenheng (Løwendahl og Wenstøp 2011).

Forskjellen er at man i et verdiverksted benytter sine aktiviteter og ressurser til å løse kundens ulike problem, mens i en verdikjede setter man sammen sine aktiviteter og ressurser for å produsere et ferdig produkt. De viktigste ressursene i et verdiverksted er derfor den kunnskapen man besitter, samt omdømme og relasjoner (Løwendahl, Wenstøp 2011).

Verdiverkstedet deler vi opp i primær- og støtteaktiviteter. Primæraktivitetene er i vår sammenheng regnskapsføring og rådgivning, mens støtteaktivitetene er aktiviteter som skal legge til rette for at primæraktivitetene kan bli gjennomført på best mulig måte. Det kan være vanskelig å skille ut de ulike aktivitetene, da de i praksis ofte glir over i hverandre og gjøres på en og samme tid, og kan også gjøres av en og samme person (Stabell og Fjelstad 1998).

### 7.1.1 Primæraktiviteter

Figur 7: Primæraktiviteter i verdiverksted.



#### Identifisere problemet

Hos Frilans går denne aktiviteten ut på å identifisere hva som er problemet til den personen, eller bedriften som henvender seg. Da Frilans så og si er alene om å rette seg mot, og spesialisere seg på frilansere og aktører innen kunst- og kultursektoren, er de godt kjent med typiske problemstillinger i sitt segment. Dette, sammen med sine priser, har gitt dem et godt rykte og et navn som gir dem den store kundetilstrømmingen de opplever.

Når kunden henvender seg er det vanlig at Frilans inviterer til et møte hvor de forsøker å avdekke kundens problemer, behov og forventninger. De presenterer så sine prispakker, tjenester, sine forventninger og forslag til kontraktinngåelse. For å kunne løse kundens problem er det også viktig at Frilans presenterer sine behov og kriterier for å kunne løse kundens problem, som for eksempel levering av bilag i tide og eventuelle konsekvenser av at dette ikke blir gjort. Dette er aktiviteter som hovedsaklig bare noen få i Frilans tar seg av.

**Erverve retten til å løse problemet**

Etter at kunden har mottatt sitt tilbud vil den stå overfor valget om å la Frilans løse problemet, eller om man skal gå videre til et annet regnskapskontor. Frilans har aldri brukt penger på markedsføring, og har en vekst som stort sett er basert på fornøyde kunder som anbefaler dem videre. Samtidig har de en prisstruktur som gjør at de stort sett er det billigste alternativet til denne kundegruppen. Veksten taler for at deres renommé og prisstruktur ofte erverver dem retten til å få løse kundes problem.

**Problemløsning**

I denne aktiviteten løser Frilans kundens problemer, enten ved å gjøre kundes regnskap, fylle ut oppgaver, kontrollere selvangivelser, gjøre momsregistrering, lønnskjøring og lignende, eller om det er rådgivning og forslag til løsninger på utfordringer kunden står overfor.

Regnskapsføringen og tilhørende oppgaver gjøres av de fleste ansatte i Frilans, og alle har sin egen kundeportefølje, mens rådgivningen er det hovedsaklig kun noen få som tar seg av.

**Valg**

Ved dette stadiet velger kunden hvilke råd og tiltak den velger å ta med seg videre etter rådgivningen. Angående regnskapet har kunden som regel allerede gjort et valg om å la Frilans ta seg av dette, men kan gjøre valg underveis eller i etterkant ved å tilpasse seg rapporteringene, løpende analyser og eventuell budsjettering.

**Implementering**

Ved denne aktiviteten vil de valgte tjenestene, råd og regnskap bli levert til kunden, gjennom kommunikasjon, organisering eller iverksetting av de tiltakene man har kommet frem til og valgt. Her ferdigstilles regnskapet, oppgaver og selvangivelser sendes inn, og rapporter og analyser overleveres til kunden.

**Vurdering og kontroll**

I denne aktiviteten blir kunden fulgt opp etter å ha implementert de løsningene en ble enige om ved rådgivningen. Rapportene og regnskapene blir gått igjennom og kontrollert av en autorisert regnskapsfører før dette sendes inn. Det blir så vurdert

---

om kundens problem er løst, og det gjøres eventuelle justeringer for å bedre videre prosess og samarbeid. Dette skjer enten gjennom den løpende dialogen med kunden, eller når kontrakten eventuelt skal fornyes. Dette er en viktig aktivitet for å sikre at kunden er fornøyd og at Frilans leverer sine tjenester slik de og kunden ønsker.

### 7.1.2 Støtteaktiviteter

Figur 8: Støtteaktiviteter i verdiverkssted.

Infrastruktur
Personaladministrasjon
Teknologiutvikling
Innkjøp

Infrastruktur er en støtteaktivitet hvor planlegging, budsjettering, regnskap og andre ledelsesoppgaver gjennomføres, for å støtte opp om de primære aktivitetene. Regnskapet til Frilans gjøres av Netledger AS, mens planlegging og budsjetteringen stort sett gjøres av de som startet opp Frilans, samt noen utvalgte ledere. De har en nokså åpen og flat struktur, og tilbyr de ansatte å kjøpe seg inn i bedriften om de ønsker dette. Dette baseres på det de kaller for en "gentlemen's agreement", som innebærer at kun ansatte skal være eiere, og hvor de må selge aksjene sine dersom de slutter.

I personaladministrasjon utføres aktiviteter for å støtte de viktigste ressursene til Frilans, de ansatte og deres kunnskap og kompetanse. Det er viktig å legge til rette for at de ansatte og deres kunnskap blir i bedriften og at de kan attrahere nye potensielle ansatte. Slike tiltak kan for eksempel være kursing og andre utviklingsmuligheter for de ansatte, samt muligheten til å kjøpe seg inn i bedriften.

I teknologiutviklingen legges det til rette med gode verktøy og utstyr for at de ansatte best mulig kan gjøre jobben sin og levere et best mulig produkt til kunden. Dette er for eksempel datamaskiner og programvare som regnskapsprogram og lignende. Det er også viktig å gjøre denne utviklingen i samsvar med deres kunders behov og vaner. For eksempel benytter mange regnskapskontor mer av den nye teknologien som automatisering og skanning av bilag. De fleste av Frilans sine kunder er enkelpersonsforetak og er ikke utstyrt på samme måte som

en større bedrift. Mange av deres kunder benytter altså ikke slikt utstyr, og har derfor behov for manuell behandling.

Innkjøp skal sørge for at det er nok utstyr til å gjøre oppdragene til enhver tid. Frilans har ikke noe varelager, så det meste av innkjøpene vil gå på anskaffelse av nye datamaskiner, skrivere, skannere, permer, papir og annen kontorrekvisita.

## **7.2 PESTEL-analyse**

Vi benytter PESTEL-analysen for å samle viktig informasjon om de makroøkonomiske forholdene som er relevante for Frilans. Analysen tar oss gjennom følgende kategorier, faktorer eller forhold; politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, samfunnsmessige og legale (Løwendahl og Wenstøp 2011).

### **7.2.1 Politiske forhold**

Hvordan regnskapsføring skal utføres baserer seg på den norske loven. Dette omhandler skatte- og avgiftspolitik og andre forhold rundt rapportering og innmelding til myndighetene og ikke minst loven om god regnskapskikk. Dette betyr at et regnskapskontor vil være avhengig av å kjenne, og stadig være oppdatert på loven og endringer, da dette direkte påvirker hvordan jobben skal utføres. Dette åpner både for muligheter og utfordringer, alt etter hvor dyktig man er på å tilpasse seg eller utnytte disse endringene. Et eksempel på dette er endringen om revisjonsplikten for aksjeselskap (Kapittel 6.2.3 Revisjonsplikten).

Dette gjør også at den enkelte bedrift i Norge må velge om de skal sette seg inn i disse lovene selv, eller sette det bort til et regnskapskontor som kjenner disse lovene. Lovendringer kan derfor være med på å gi økt eller redusert aktivitet for Frilans, alt etter hvilke lover som til enhver tid er gjeldende.

NARF har også stor innflytelse på bransjen, gjennom å være den største medlemsforeningen for regnskapsførere. De setter krav til sine medlemmer og har en stor stemme for hvordan denne bransjen utvikler seg. Og som medlem av NARF, må Frilans følge disse standardene og foreningens vedtekter. Dette handler stort sett om økt kvalitetssikring og bedre lønnsomhet for bransjen.

### **7.2.2 Økonomiske forhold**

Vi har i de siste fire årene vært gjennom en finanskriser og kriser i Eurosonen. Dette påvirker markedet rundt bedriftene som trenger regnskapsføring, og regnskapskontor trenger virksomheter for å føre regnskap. Uansett hvor godt en virksomhet går eller ikke, er de likevel nødt til å levere regnskap, og påvirker i så måte ikke regnskapskontoret så lenge virksomheten ikke avvikles. Når man ser på historien til Frilans er det vanskelig å se at de økonomiske forholdene disse årene har hatt noen negativ effekt, nærmere tvert imot. Forklaringen på dette kan muligens være segmentet Frilans retter seg mot, ikke nødvendigvis er veldig sensitive for svingninger i markedet. Det kan også tenkes at dette er et marked som generelt blomstrer opp under økonomiske kriser med bakgrunn i færre arbeidsplasser, at de da starter opp egne selskap.

Finanstilsynet peker på at veksten i de totale inntektene i regnskapsbransjen er noe lavere i 2008 til 2009, i forhold til tidligere år. De stiller seg spørsmålet om dette kan skyldes finanskrisen, ved at de som er regnskapspliktige muligens var restriktive i å sette bort regnskapet i denne perioden. Det var likevel en vekst på 7,5%, sammenlignet med en vekst på 12% året før (Finanstilsynet 2011).

Renteutviklingen har liten direkte effekt på Frilans da de ikke har noe langsiktig gjeld. Dette vil i så måte kunne ha effekt på deres kunder, men som sagt kan man ikke se noe spor av dette i historien til Frilans. Ellers peker Finanstilsynet også på at økningen i inntekten per oppdrag øker i takt med prisstigningen ellers i samfunnet, samt en betydelig økning av timesatsene i starten av 2000-tallet (Finanstilsynet 2011).

### **7.2.3 Sosiokulturelle forhold**

NARF forteller at det er mangel på autoriserte regnskapsførere og at det er behov for å øke interessen rundt faget og yrket fremover. Frilans har valgt å rekruttere personer som ikke nødvendigvis er utdannet regnskapsførere, og som gjerne ikke har ført regnskap tidligere. De har satset mer på å rekruttere fra omgangskrets, og de med en eller annen form for tilhørighet til målgruppen de retter seg mot. De sørger i så måte for å utdanne sine ansatte selv, og er med dette ikke like utsatt som de som kun ønsker å ansette de med utdanning og tidligere erfaring.

#### **7.2.4 Teknologiske forhold**

Regnskapskontor er avhengig av programmer og datamaskiner for å gjøre regnskapet. Noen av de største aktørene utvikler sine egne systemer og programmer, mens Frilans benytter programmer utviklet av andre. De er dermed avhengig av at disse aktørene utvikler og leverer gode programmer som fungerer og utvikler seg etter det markedet har behov for.

Det er stor utvikling på den teknologiske siden av regnskapsføringen. Som vi har nevnt i kapittel 6.2.2 om bransjen, er det en utvikling innen automatisering og andre programmer. Dette er en utvikling som i følge NARF ikke truer regnskapsføreren, da teknologien ikke klarer å implementere hele lovverket og fagets behov for vurdering, tenkning, kreativitet og tilpassning. Men gjør derimot jobben til regnskapsføreren enklere, og frigjør tid til andre oppgaver.

I Frilans sin sammenheng er dette noe de foreløpig ikke har valgt å benytte seg av, med bakgrunn i at deres målgruppe gjerne ikke benytter slike systemer, i motsetning til større bedrifter. Men Frilans følger med på utviklingen og sier de vurderer andre løsninger når de ser at det vil være lønnsomt.

#### **7.3 Porters konkurranseanalyse (5 Forces)**

For å analysere Frilans sin konkurransearena, benytter vi den mye brukte konkurranseanalysemodellen til Michael Porter. Denne analysen skal kunne gi svar på hvor store verdier som skapes på Frilans sin konkurransearena, og hvilke aktører som er i posisjon til å ta ut disse verdiene. Disse aktørene er konkurrenter, inntrengere, substitutter, kunder og leverandører (Løwendahl og Wenstøp 2011).

##### **7.3.1 Konkurrenter**

Det å fastsette konkurrenter for Frilans er noe som kan diskuteres. Mindre regnskapskontor opererer stort sett lokalt, hvor de fleste av kundene holder til i samme by, fylke eller landsdel. Slik er det også for Frilans. Vi anser derfor at relevante konkurrenter for vår bedrift oppholder seg i østlandsområdet. Det neste punktet som kan diskuteres er hvilke av disse regnskapskontorene som kan anses for å være deres konkurrenter; alle regnskapskontor eller kun kontor som retter seg mot samme segment som Frilans. Vår oppfatning av dette, samt det Frilans selv mener, er at deres konkurrenter er regnskapskontor som velger å spesialisere

---

seg mot samme segment som dem. Med disse forutsetningene er det derfor kun snakk om at Vassdal & Eriksen AS (V&E) kan regnes som deres konkurrent.

V&E startet opp i 1998 og har hovedbase i Bergen (vassdaleriksen.no). De har siden oppstart også etablert en avdeling i Stavanger, og nå et kontor i Oslo som de også forsøker å bygge opp. Frilans uttrykker at de selv ikke opplever dette som noen trussel, og tror ikke de vil kunne påvirke deres fremtid. Vår oppfatning er likevel at denne etableringen kan ha potensialet til å bli en trussel i fremtiden.

### **7.3.2 Inntrengere**

Som inntrengere i Frilans sin konkurransearena, vil dette være nyetableringer på Østlandet. I følge Porter er det ulike barrierer som avgjør om det er vanskelig for inntrengere å etablere seg i samme området eller ikke. Dette avhenger av skalaøkonomi, produkt differensiering, kapitalinvesteringer, byttekostnader og distribusjonskanaler (Løwendahl og Wenstøp 2011).

Det er ikke spesielt kostbart eller vanskelig å etablere et nytt regnskapskontor, sammenlignet med andre type etableringer. Inntrengere vil være nye eller etablerte regnskapskontor som vil velge å tilpasse seg på samme måte som Frilans.

Konseptet er i utgangspunktet ikke noe som er vanskelig å kopiere, men man må regne Frilans for å være godt etablert i sin målgruppe, og at det derfor kan være mer å hente for andre ved å spesialisere seg mot et annet segment. Dette også fordi det per i dag ikke virker som om det er vanlig for regnskapskontor å spesialisere seg på denne måten, og dermed burde det være større mulighet for å kunne lykkes med dette.

### **7.3.3 Substitutter**

Substitutter vil være andre kontor eller program som leverer en samme type tjeneste i bransjen. Vi anser derfor andre regnskapskontor som ikke aktivt retter seg mot Frilans sitt marked, og ulike tilgjengelige regnskapsprogram som substitutter. Fra potensielle kunders ståsted, og de som ikke kjenner bransjen, kan det være vanskelig å skille mellom Frilans og et vanlig regnskapskontor. Det er derfor viktig for Frilans å vise hva som skiller dem fra andre kontor, og hvorfor de heller skal velge Frilans som et substitutt i forhold til de tradisjonelle kontorene, eller motsatt.



Når det kommer til pris opererer substituttene som regel med timepris. Dette gjør det vanskelig for kunden å se hvor store de totale kostnadene blir på forhånd. Men på grunn av forutsigbare prispakker, og priser som er konkurransedyktige, står Frilans som et meget sterkt alternativ for kunden i markedet. Selv om det ikke koster mye i kroner å skifte regnskapsfører, vil det kunne være en stor byttekostnad for kunden å miste den gode relasjonen og tilliten de eventuelt har bygd opp med sin regnskapsfører. Dette er noe som kan påvirke eventuelle barrierer for bytte av regnskapsfører, avhengig av god eller dårlig relasjon. Dette leder oss videre til neste punkt, kunder.

#### **7.3.4 Kunder**

Som foretak, selvstendig næringsdrivende eller bedrift er man pålagt å rapportere om sin drift til myndighetene, og dermed nødt til å føre regnskap. Som vi diskuterte i kapittel 6.0 om regnskapsbransjen, velger flere og flere i dag å sette bort regnskapet eksternt. Ved å gjøre dette sikrer kunden seg å tilfredsstille de mange lover og krav til innhold i regnskapet, noe som krever mye kunnskap. Det anbefales derfor å benytte regnskapsfører.

Frilans sine nye kunder har enten tidligere gjort regnskapet sitt selv, kommet fra en annen regnskapsfører eller er en nyetablert bedrift. Mange av kundene velger Frilans med bakgrunn i pris, da deres prispakke gjør at de ofte sparer penger på å velge deres tjeneste. Andre grunner er Frilans sin kjennskap og kontakt med bransjen kundene er i, eller anbefalinger fra eksisterende kunder og andre.

Frilans sin utfordring er å imøtekomme kundens forventninger og skape gode kunderelasjoner. Dette reduserer faren for horisontal integrasjon, altså at kunden eliminerer Frilans som et ledd i verdikjeden og velger å gjøre regnskapet selv, eller at kunden velger et annet regnskapskontor. I og med at Frilans retter seg mot nokså små foretak, har vokst med rundt 200 nye kunder hvert år, og i dag har i overkant av 800 kunder, er ikke Frilans i den posisjonen hvor én eller få kunder står for en stor andel av omsetningen. Kynisk sagt, vil de ikke merke mye hvis en kunde forsvinner. De lever riktig nok av kundene, men i sum av dette og at kundene er pålagt å levere regnskap, kan vi ikke si at den enkelte kunde har noe betydelig makt i deres sammenheng.

### **7.3.5 Leverandører**

En leverandør for Frilans er de som administrerer og utvikler programvaren de bruker. Her finnes det mange ulike leverandører de kan benytte seg av, enten det er regnskapsprogram eller andre støtteprogrammer, men de er ikke bundet til ett spesifikt program. Når man derimot først har valgt å benytte en bestemt programvare til en arbeidsoppgave, krever det ofte opplæring av ansatte for å håndtere programmet. Så lenge man holder seg til denne programvaren har man ikke mange kostnader knyttet til dette, annet enn eventuelt lisensavgift, og den tiden det tar de ansatte å lære seg den nye programvaren og komme opp på det samme effektivitetsnivået man var på før programvareskiftet.

Leverandørene kan også karakteriseres som potensielle inntrengere da mange leverandører stadig jobber med å gjøre programmene enklere og bedre slik at flere muligens vil kunne velge å gjøre regnskapet selv. Men som vi konkluderte med tidligere i oppgaven, vil man fortsatt ha behov for en regnskapsførers vurderinger og kunnskap. Teknologi vil ikke kunne erstatte regnskapsføreren.

En annen form for leverandører til bedriften er de ansatte. Frilans er avhengig av kompetansen til de ansatte for å utføre arbeidsoppgavene, og kan som tidligere nevnt betraktes som en nøkkelpersonsavhengig virksomhet. NARF påpeker at det er mangel på autoriserte regnskapsførere, slik at det derfor er viktig å være en attraktiv arbeidsplass for å beholde og tiltrekke seg ansatte. Samtidig som at de ansattes kompetanse er viktig, er kunderelasjonene som den enkelte ansatt bygger opp over tid, også av stor betydning.

På bakgrunn av dette kan vi konkludere med at de ansatte som leverandører har stor makt, mens makten leverandører av programvare har, ikke er like betydelig.

### **7.4 SWOT-analyse**

Vi benytter SWOT-analysen for å gjennomgå og strukturere de interne og eksterne forholdene i Frilans. Dette er viktig for å skaffe seg et bilde av hvordan de er stilt for fremtiden. Vi gjør dette ved å kartlegge Frilans sine interne styrker(S) og svakheter(W), og de eksterne muligheter(O) og trusler(T) (Løwendahl og Wenstøp 2011).

### **7.4.1 Styrker**

#### *Erfaring med vekst*

Frilans har hatt stor vekst siden oppstart, og klarer å håndtere dette godt.

#### *Er spesialisert*

Få regnskapskontor spesialiserer seg på et segment. De fleste velger å rette seg mot enten store selskap eller små og mellomstore bedrifter. I følge Frilans, er de én av to betydelige kontorer som er spesialisert på sitt segmentet, frilansere og kunst og kultursektoren.

#### *Kompetanse*

Noen av de ansatte er utdannet innen økonomi og regnskap, men ikke alle. Mange av de ansatte har gjort lite eller ingen regnskapsføring tidligere, og er blitt lært opp og "utdannet" hos Frilans. De fleste ansatte har et nettverk innen Frilans sin målgruppe og kjenner dermed målgruppen godt. Dette er nok også noe av bakgrunnen for deres sterke vekst, da de aldri har brukt penger på markedsføring. De sitter også i lokaler sammen med sin eier Netledger AS, og har tilgang på mye god kompetanse hos disse.

#### *Ung, kreativ og tilpasningsdyktige*

Gründerne, og de fleste ansatte i Frilans er rundt 30 år eller yngre. Mange er også nyutdannet, og har bakgrunn eller holder på med musikk, kunst og kultur ved siden av. De er åpen og tilpasningsdyktige, og det kan være nettopp dette som skaper, det vi vil påstå, en kreativ og nytenkende bedriftskultur.

#### *Økonomisk*

Frilans har helt siden oppstart hatt et positivt resultat, og de har også noe bedre inntjening per årsverk enn snittet i bransjen i 2011.

#### *Prisstruktur*

Frilans har klart å utvikle en prisstruktur tilpasset sitt segment. I stedet for timepriser tilbyr de ulike pakkepriser, hvor kunden raskt og enkelt har mulighet til å finne prisen for å få regnskapet sitt utført. Frilans mener tradisjonelle kontor tar for mye betalt for kundene i sitt segment, samt at prisene kan virke utilgjengelig.

---

Frilans har flere eksempler på kunder som har spart titalls tusener på å flytte over regnskapet til dem, og samtidig få levert samme vare.

#### **7.4.2 Svakheter**

##### *Tap av humankapital*

Det vil alltid være en fare for at nøkkelpersoner med viktig kompetanse, nettverk og kunderelasjoner vil forsvinne ut av selskapet.

##### *Minoritet*

Netledger AS har majoritet i selskapet, og vil dermed alltid ha siste ord ved beslutninger. Uansett hvor godt samarbeidet har fungert så langt, vil dette kunne inneha potensial til en fremtidig konflikt.

##### *Autorisasjon*

Frilans har per i dag ingen autoriserte regnskapsførere, og produserer i dag på Netledger AS sin autorisasjon.

#### **7.4.3 Muligheter**

##### *Vekst*

Veksten deres fortsetter. De har mulighet til å fortsette å utnytte fordelene de har med å være en av få som har spesialisert seg, og det å være størst på sitt segment i hovedstaden.

#### **7.4.4 Trusler**

##### *Konkurrenter*

Frilans sin konkurrent, V&E, driver og etablerer en avdeling i Oslo. Det er vanskelig å si hvor stor betydning dette vil ha, men det kan bety noe mer konkurranse om kundene, og muligens noe mindre vekst i fremtiden. Frilans selv er lite bekymret for dette og tror ikke at V&E vil kunne klare å konkurrere med dem i Oslo.

## 8.0 Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å få et helhetlig bilde av en bedrifts økonomiske situasjon (Kristoffersen 2005). Vi vil i dette kapitlet se nærmere på nøkkeltall for bedriften og kommentere disse. I og med at Frilans er en relativt nyetablert bedrift, har de ikke mange regnskapsår bak seg, og enda færre regnskapsår med det vi vil kalle for normal drift. På bakgrunn av dette har vi lagt mest vekt på regnskapstall fra 2009, 2010 og 2011, og sammenligner disse med V&E sine tall, for å ha noe å referere mot. Tallene vi bruker er hentet fra Proff Forvalt sine nettsider.

## 8.1 Soliditetsanalyse

Ved å gjennomføre en soliditetsanalyse vil vi kunne si noe om Frilans sin evne til å innfri forpliktelser og å tåle tap. Denne analysen baserer seg på egenkapital og gjeld som vi henter fra bedriftens balanse (Kristoffersen 2005). Vi velger å beregne egenkapitalandel og gjeldsgrad.

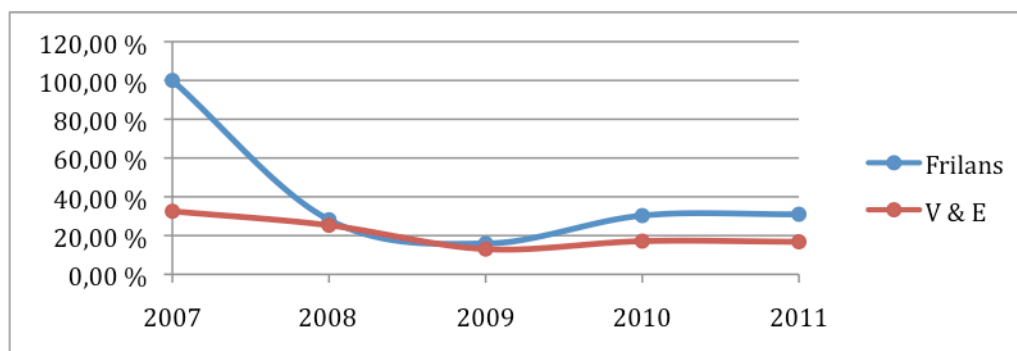
### 8.1.1 Egenkapitalandel og gjeldsgrad

Egenkapitalandelen sier noe om hvor mye bedriften kan tape før tapet går på bekostning av fremmedkapitalen, altså gjelden. Jo større tallet er jo bedre er soliditeten i bedriften. Gjeldsgrad sier noe om forholdet mellom egenkapital og gjeld, altså forholdet mellom kapital som er finansiert av kreditorer og eiere. Om egenkapitalandelen går opp vil gjeldsgraden gå ned og omvendt (Kristoffersen 2005). Egenkapitalandel og gjeldsgrad beregnes slik:

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

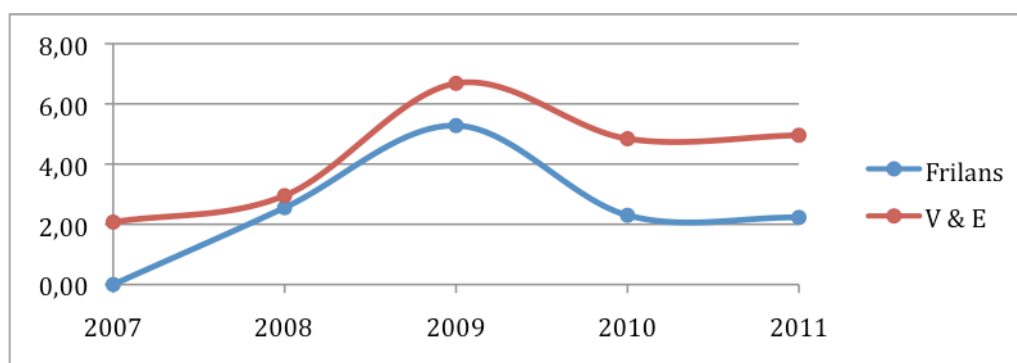
$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Tabell 4: Egenkapitalandel.



Egenkapitalandel	2007	2008	2009	2010	2011
Frilans	100,00 %	28,15 %	15,92 %	30,30 %	30,98 %
V & E	32,53 %	25,30 %	13,02 %	17,11 %	16,78 %

Tabell 5: Gjeldsgrad.



Gjeldsgrad	2007	2008	2009	2010	2011
Frilans	0,00	2,55	5,28	2,30	2,23
V & E	2,07	2,95	6,68	4,84	4,96

Når man skal si noe om disse tallene er tilfredsstillende eller ikke, finnes det ikke noe fasitsvar på dette. Man må alltid se nøkkeltallene i forhold til bedriften og dens virksomhetsområde. Ser vi på gjeldsgraden til Frilans og V&E, kan vi si at den er tidvis høy. Det å ha fem til seks ganger så mye gjeld som egenkapital er nok ikke noe å anbefale, i alle fall ikke når all gjelden selskapene har er kortsiktig gjeld. Vanligvis vil så mye gjeld generere en god del renter som må betales.

Om vi går inn i balansen til Frilans kan vi se at en god del av denne kortsiktige gjelden er kortsiktig konserngjeld og skyldig offentlige utgifter. Konto for renteutgifter indikerer at det ikke betales renter på den kortsiktige gjelden. Om vi ser på grafen for egenkapitalandelen ser den ut til å ha stabilisert seg på rundt 30%. Dette kan selvfølgelig forandre seg basert på eiernes ønske om utbytte. Med andre ord er egenkapitalandelen og gjeldsgraden tilfredsstillende og

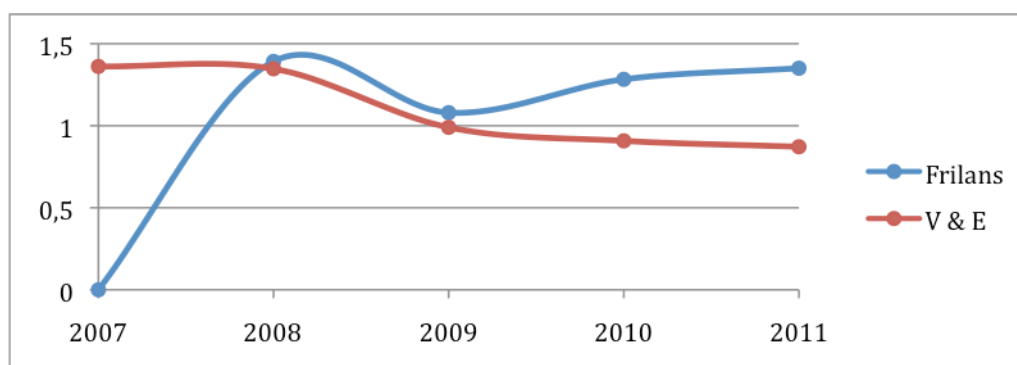
overkommelig så lenge mesteparten av den kortsiktige gjelden ikke er rentebærende.

## 8.2 Likviditetsanalyse

Når man utarbeider en likviditetsanalyse er man interessert i å finne ut av bedriftens betalingsevne. En god likviditet indikerer at bedriften er i stand til å innfri sine betalingsforpliktelser ved forfall. I en likviditetsanalyse ser man på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld som hentes fra bedriftens balanse (Kristoffersen 2005). I og med at Frilans ikke har noe varelager som kan omsettes, vil likviditetsgrad 1 være lik likviditetsgrad 2. Vi vil derfor kun beregne likviditetsgrad 1, og kommenterer denne. Likviditetsgrad 1 beregnes som følger:

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

Tabell 6: Likviditetsgrad 1.



Likviditetsgrad 1	2007	2008	2009	2010	2011
Frilans	∞	1,39	1,08	1,28	1,35
V & E	1,36	1,35	0,99	0,91	0,87

En likviditetsgrad på én betyr at bedriften har like mye i omløpsmidler som kortsiktig gjeld. Normen er at likviditetsgrad 1 bør være større enn to og likviditetsgrad 2 bør være større enn én (Kristoffersen 2005). Dette ser man svært sjeldent i praksis. Kristoffersen (2005) viser til at gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for aksjeselskaper i Fastlands-Norge i 2003 var på 1,14, og har frem til 2005 vært fallende. Noe av grunnen til dette er at det nødvendigvis ikke trenger å være bra å ha et alt for stort lager, da dette medfører økte kostnader samt binder kapital i lageret. Dette er et eksempel på at disse normene som er blitt etablert kanskje ikke nødvendig er et fasitsvar på hvor høyt likviditetstallene bør være.

Frilans sin likviditetsgrad har gradvis økt de siste tre årene, og ligger godt over nivået til V&E. V&E har vært etablert i mange år, og har klart seg bra med en likviditetsgrad som er noe lavere. Med andre ord kan vi anta at Frilans sin likviditetsgrad også er tilfredsstillende.

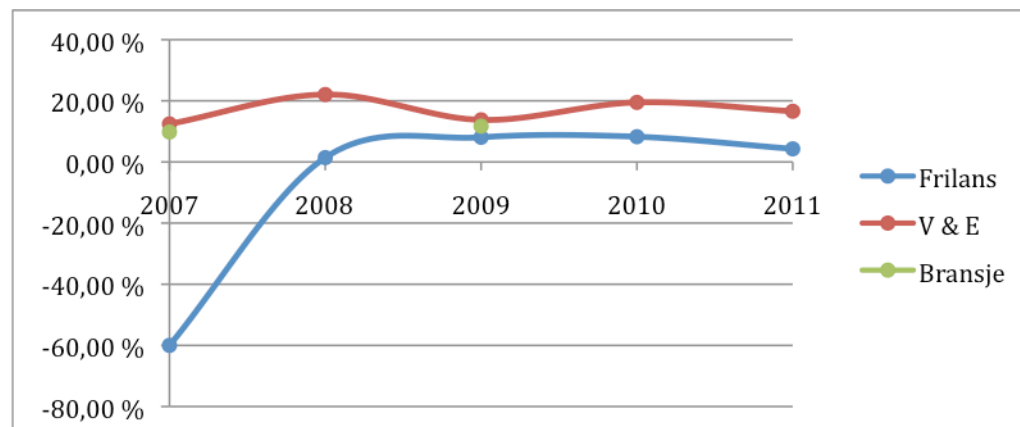
### 8.3 Lønnsomhetsanalyse

En lønnsomhetsanalyse har som formål å si noe om en bedrifts evne til å tjene penger ut i fra de ressursene de har tilgjengelig (Kristoffersen 2005). I vår lønnsomhetsanalyse vil vi se nærmere på nøkkeltallene resultatgrad, egenkapital- og total kapitalrentabilitet.

#### 8.3.1 Resultatgrad

$$\text{Resultatgrad} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Tabell 7: Resultatgrad.



Resultatgrad	2007	2008	2009	2010	2011
Frilans	-60,00 %	1,42 %	8,07 %	8,26 %	4,29 %
V & E	12,43 %	22,05 %	13,78 %	19,48 %	16,58 %
Bransje	9,80 %		11,70 %		

Som vi kan se i grafen og tabellen over, ligger Frilans med en stabil resultatgrad fra 2009 til 2010, men gått noe ned i 2011. Om vi studerer resultatregnskapet kan vi se at andre driftskostnader har økt betraktelig i forhold til tidligere år. De andre kostnadspostene i regnskapet har også økt, men dette kommer etter all sannsynlighet av at også omsetningen har økt dette året. Økningen av andre



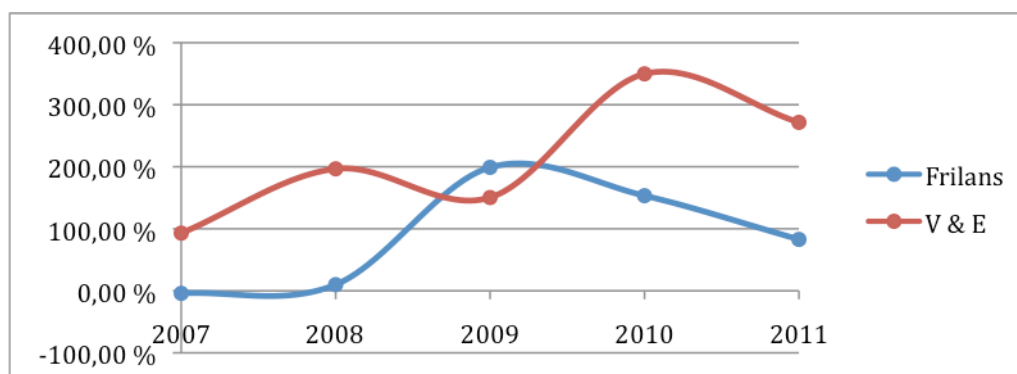
driftskostnader kommer på bakgrunn av at Frilans har utvidet sine lokaler. Vi antar at resultatgraden vil gå tilbake til nivået den var i 2009 og 2010, etter hvert som inntektene vil begynne å komme etter, da utvidelsen er planlagt ut fra veksten som fortsetter. Vi ser at V&E har en resultatgrad som er en god del høyere enn Frilans. Grunnen til dette kan enten være at V&E har høyere inntekter, eller lavere kostnader forbundet med driften av selskapet, enn hva Frilans har.

I følge Finanstilsynet (2011) er ikke resultatgraden nødvendigvis et godt tall å måle en regnskapsbedrift på. Majoriteten av regnskapsbransjen består, som vi har nevnt tidligere i oppgaven, av små regnskapsbedrifter med under ti årsverk. Eierne av disse bedriftene jobber også som leder i bedriften og har som regel oversikt over hvor bra bedriften går. De har mulighet til å tilpasse egen lønn etter hvordan resultatet blir det aktuelle året (Finanstilsynet 2011). Resultatgraden gjenspeiler derfor ikke hvilken driftsmargin mange regnskapskontor faktisk har.

### 8.3.2 Egenkapitalrentabilitet

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært før resultat} * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet.



EKR	2007	2008	2009	2010	2011
Frilans	-4,12 %	9,90 %	199,02 %	153,36 %	82,85 %
V & E	93,00 %	196,67 %	150,40 %	349,80 %	271,53 %

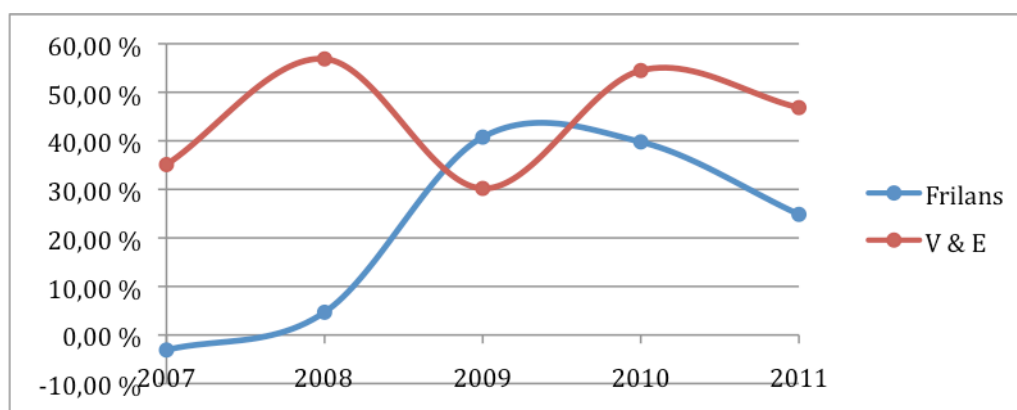
Egenkapitalrentabiliteten viser eernes avkastning på deres investering i bedriften (Kristoffersen 2005). Grunnen til at man gjerne beregner egenkapitalrentabiliteten før skatt, er at det gir et bilde av utviklingen før de ekstraordinære postene. Selv

om V&E har en mye høyere egenkapitalrentabilitet betyr ikke det at Frilans sin prosentsats er dårlig. Det siste året har rentabiliteten gått vesentlig ned i forhold til det foregående året. Proff Forvalt definerer egenkapitalrentabilitet som er større enn 23% som meget god, og vi ser at Frilans ligger godt over dette.

### 8.3.3 Totalkapitalrentabilitet

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Tabell 9: Totalkapitalrentabilitet.



Totalkapitalrentabilitet måler bedriftens avkastning på den totale kapitalen den besitter. Prosenttallet sier noe om hvor effektiv bedriften har vært i forvaltningen av sine ressurser. I motsetning til egenkapitalrentabiliteten er totalkapitalrentabiliteten uavhengig av finansieringen av bedriften (Kristoffersen 2005). Som vi kan se ut i fra grafen ovenfor har Frilans sin totalkapitalrentabilitet gått nedover siden 2009. Allikevel ligger dette nøkkeltallet på 24,84% i 2011, og er over 15% som Proff Forvalt karakteriserer som meget godt.

### 8.4 Konklusjon av regnskapsanalysen

Soliditetsanalysen viser at Frilans er å karakterisere som en solid bedrift om de opprettholder det nivået de har i dag. I og med at de i dag leier lokalene de opererer fra og ikke har behov for andre anleggsmidler enn eventuelt nytt kontorutstyr, samt at bedriften ikke har noe nevneverdig rentebærende gjeld, anser vi det som lite sannsynlig at egenkapitalen vil bli spist opp. Utviklingen i inntekter

---

fra drift har også økt de siste årene og vi anser det som veldig lite sannsynlig at Frilans vil gå med underskudd de neste årene.

Likviditetsanalysen viser at Frilans har en lavere likviditetsgrad 1 enn det som er å regne som norm (Kristoffersen 2005). Allikevel anser vi likviditetsgraden som tilfredsstillende da Frilans sin hovedkonkurrent har klart seg i mange år med en lavere likviditetsgrad. I tillegg er de fleste av omløpsmidlene til Frilans nokså likvide, i og med at de ikke har noen kapitalbinding i form av varelager, men kun består av penger på konto og kundefordringer. Dette betyr at de fint klarer å innfri sine betalingsforpliktelser.

Basert på beregningene over kan vi si at lønnsomheten til Frilans er meget god. Det høye nivået på både egenkapital- og totalkapitalrentabiliteten bekrefter dette. Selv om dette har gått noe nedover de siste årene, ligger de fortsatt på et høyt nivå. Resultatgraden er tilfredsstillende, men som vi nevnte tidligere anser vi ikke dette tallet som et godt måltall i denne bransjen.

## **9.0 Prognostisering**

For at vi skal kunne verdivurdere Frilans er vi først nødt til å prognostisere deres fremtidige utvikling. Denne prognostiseringen baseres på de historiske tallene fra bedriftens regnskap, som vi nettopp har gjennomgått, og funnene i den strategiske analysen. Resultatet av dette leder oss til vår prognose om Frilans sine fremtidige kontantstrømmer. I og med at de fleste kostnader er direkte relatert til omsetning, og at nivået på disse postene er nokså konstante i forhold til omsetningen, fokuserer vi mye på å gjøre en god og grundig prognostisering av inntektsutviklingen, og den fremtidig kundetilstrømming.

### **9.1 Lengde på prognostiseringen**

Vi har valgt å benytte tallene fra de tre siste årene til Frilans, og ser bort fra de to første oppstartsårene, for å estimere fremtidig kundetilstrømming, utvikling i omsetning, og forholdstall mellom omsetning og kostnadsvekst. I og med usikkerheten knyttet til lang prognostisering samt fare for at verdiestimatet kan bli for lavt ved for kort prognostisering, i henhold til teorikapittelet, har vi besluttet å sette prognoseperioden til ti år.

Dette anser vi også som fornuftig på bakgrunn av at Frilans kun har holdt på siden 2007, og at deres vekst har vært veldig stor. Det eksisterer stor usikkerhet rundt hvor lenge en slik vekst vil kunne fortsette. Vi gjør derfor også til slutt en scenarioanalyse, samt en følsomhetsanalyse for å se hvilken effekt endring i avkastingskrav og den evige vekstfaktoren i terminalverdiberegningen har på verdien av Frilans.

## 9.2 Kundevekst

Salgsinntektene til Frilans baserer seg på hvor mange kunder de har, multiplisert med inntekt per oppdrag. De fremtidige inntektene baserer seg på veksten i antall nye kunder. Frilans har hatt en årlig stabil vekst på ca. 200 nye kunder hvert år siden oppstart, noe som kan regnes for å være en meget høy vekst. De budsjetterer selv med at denne veksten skal fortsette, og har også som mål å øke veksten ytterligere. Vi velger å ta utgangspunkt i deres stabile vekst på 200 nye kunder hvert år, og legger dette til grunn i vår beregning av de fremtidige inntektene, samt den forventede inntektsøkningen per kunde. Dette baserer vi på Frilans sine historiske tall, samt tall oppgitt fra rapporten til Finansforbundet om en 9,7% årlig økning i inntekt per kunde de siste ti årene i regnskapsbransjen.

## 9.3 Salgsinntekter

Salgsinntektene baserer seg på den estimerte kundeveksten på 200 nye kunder hvert år, og en årlig økt inntjening på 9,7% per kunde, som nevnt over. I og med at vi ikke har noe tall på eksakt antall kunder til enhver tid, eksisterer det derfor noe usikkerhet rundt salgsinntekt per kunde. Som vi kan se, ligger økningen i inntjening per kunde i snitt på 15% når vi ser på økningen fra 2009 til 2011. I og med usikkerheten rundt disse tallene velger vi derfor å benytte årlig økt inntjening i bransjen, som er på 9,7%.

Tabell 10: Salgsinntekter.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Salgsinntekter	782	2527	4263	6685	
Salgsinntekt:					
Antall kunder	200	400	600	800	
Inntekt pr. Kunde	3910	6318	7105	8356	
Økning i inntekt pr. kunde			12,47 %	17,61 %	15,04 %

#### 9.4 Varekostnad

Varekostnadene ligger i snitt på 10% av salgsinntektene, og vi legger derfor dette til grunn i prognostiseringen av fremtidige varekostnadene.

Tabell 11: Varekostnad.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Varekostnad	51	343	410	648	
% av salgsinntekt		13,57 %	9,62 %	9,69 %	10,19 %

#### 9.5 Lønnskostnader

Lønnskostnadene ligger i snitt på 55% av salgsinntektene, og vi legger derfor dette til grunn i prognostiseringen av fremtidige lønnskostnader. Dette er heller ikke veldig ulikt Frilans sin konkurrent V&E, som også kan vise til flere historiske tall enn Frilans. Vi har også undersøkt dette forholdstallet for noen vilkårlige regnskapskontor, som resulterte i lønnskostnader i gjennomsnitt på rundt 60% av salgsinntektene (vedlegg 2). I og med at Frilans sannsynligvis har noe billigere arbeidskraft, høres 55% fornuftig ut.

Tabell 12: Lønnskostnader.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Lønnskostnader	559	1496	2271	3616	
% av salgsinntekter		59,20 %	53,27 %	54,09 %	55,52 %

#### 9.6 Investeringer og avskrivninger

Frilans sine anleggsmidler er få, og består kun av datamaskiner og annet lignende kontorutstyr. Størrelsen av anleggsmidlene er avhengig av antall ansatte, som igjen er avhengig av omsetning. På bakgrunn av de historiske investeringer, og avskrivninger av dette, har vi funnet at investeringene ligger på rundt 2,1% av salgsinntektene. Vi legger derfor dette til grunn i prognostiseringen av de fremtidige avskrivningene, og forutsetter lineære avskrivninger over tre år og ingen utrangeringsverdi.

Tabell 13: Investeringer.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Anleggsmidler		58	121	75	
% av salgsinntekter		2,30 %	2,84 %	1,12 %	2,09 %

### 9.7 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en post det eksisterer noe usikkerhet rundt. Dette blant annet da vi ikke har fått tilgang til alle de konkrete postene over hva den faktisk inneholder. Her ligger det mest sannsynlig blant annet leiekostnader, lisenser til programvare og kostnader for leie av autorisasjon fra Netledger AS. Vi har også her valgt å ta et gjennomsnitt av dens størrelse i forhold til salgsinntektene, og setter den til 27%.

Tabell 14: Andre driftskostnader.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	171	505	1246	2147	
% av salgsinntekter		19,98 %	29,23 %	32,12 %	27,11 %

### 9.8 Arbeidskapital

For Frilans består arbeidskapital av kundefordringer og leverandørgjeld, da de ikke har noe varelager. Kundefordringer er satt til 7% av salgsinntekter, og leverandørgjeld er satt til 15% av varekostnad med bakgrunn i et gjennomsnitt på nivået fra 2009 og 2011. Leverandørgjeld er en usikker post da vi heller ikke her har fått innsyn i konkret innhold. Det kunne vært linket til andre driftskostnader, da denne posten er en nokså stor samlepost som også kan inneholde innkjøp av for eksempel kontorrekvisita på kreditt. For enkelthets skyld velger vi altså å beregne leverandørgjeld av varekostnad, samt at det vil være naturlig å tro at denne vil vokse sammen med de andre nivåene.

Tabell 15: Arbeidskapital.

År	2008	2009	2010	2011	Gjennomsnitt
Δ Kundefordringer	-106	-54	-152	-199	
Δ Leverandørgjeld	75	- 10	- 3	6	
Arbeidskapital:					
Kundefordringer	108	162	314	513	
% av salgsinntekt		6,41 %	7,37 %	7,67 %	7,15 %
Leverandørgjeld	75	65	62	68	
% av varekost		18,95 %	15,12 %	10,49 %	14,86 %

### 9.9 Evig vekst

For å beregne terminalverdien må vi bestemme størrelsen på vekstfaktoren som skal reflektere veksten etter prognosetiden. Vi kunne valgt å sette denne til 2,5%, etter inflasjonsmålet til Norges Bank, og dermed da den forventede veksten i

---

økonomien i Norge fremover. I og med at Frilans er et selskap i høy vekst, og veksten i deres salgsinntekter ligger på hele 18% i siste prognoseår, er ikke inflasjonsmålet på 2,5% veldig representativt. Denne veksten er ikke så ulikt regnskapsbransjen ellers, som har en årlig gjennomsnittlig inntektsvekst på 19,4% fra 1999 til 2009 (Finanstilsynet 2011). I og med at denne veksten er større enn avkastningskravet, vil ikke beregning av terminalverdien ved bruk av Gordons formel gi noen mening.

Vi må konkludere med at det derfor eksisterer stor usikkerhet ved terminalverdien til Frilans. Vi vil gjøre en sensitivitetsanalyse av denne vekstfaktoren for å se hvilke utslag det gjør på verdien senere. I og med at et regnskapskontor kan holde på i mange år, og at sannsynligheten for at Frilans fortsatt driver etter prognosetiden er stor, så mener vi det likevel er nødvendig at vi gjør en beregning av terminalverdien. Vi velger å sette vekstfaktoren til 5% og vil begrunne dette med følgende:

Vi ser i prognostiseringen vår at vekstfaktoren beveger seg nedover, og vil dermed til slutt nærme seg 5%, når man snakker om vekst i evig til (vedlegg 3). Dette beveger også veksten til Frilans nærmere inflasjonsmålet på 2,5%, som er målet for den økonomiske veksten i Norge. Samtidig støttes dette av undersøkelser og teoretikere, om at det er sannsynlig at vekst vil avta med tiden (Koller, Goedhart og Wessels 2010) (Olson, van Bever og Verry 2008). Dette med bakgrunn i blant annet begrenset tilgang på kunder og muligens flere konkurrenter.

Samtidig er Frilans, allerede ved prognosetidens slutt, på en størrelse som er sjelden å finne i regnskapsbransjen ellers med tanke på antall kunder og antall ansatte, sett bort i fra de største aktørene som for eksempel Visma. Vi har tidligere nevnt at over 95% av alle regnskapskontor er under ti årsverk, og at Frilans allerede er åtte årsverk og 15 ansatte.

Vi vet også at mange regnskapskontor før eller senere ønsker å finne seg et visst nivå de ønsker å ligge på med tanke på antall ansatte og antall kunder, og heller satser på effektivisering, noe NARF også kan bekrefte. Noe av grunnen til dette er også at det er utfordrende, og forbundet med risiko å håndtere vekst. Det er derfor ikke usannsynlig at Frilans også vil kunne komme til et slikt punkt, og dermed

---

selv velge mindre vekst. Vi viser også til prognostiseringen vi har gjort, hvor vi kan se at kontantstrømmen ikke blir betydelig større i denne veksten, da kostnadene korrelerer med salgsinntektene, og de ikke viser til satsning mot effektivisering (vedlegg 7).

## **10.0 Verdivurdering av Netledger Frilansregnskaps AS**

Til slutt vil vi benytte de ulike modellene vi har presentert i teorikapittelet, og de ulike estimatene og prognosene vi har kommet frem til gjennom strategianalysen, regnskapsanalysen og prognostiseringen, for å komme frem til en verdi av Frilans.

### **10.1 Avkastningskrav**

I vår teoridel diskuterte vi anvendelsen av kapitalverdimodellen, som er vanlig å benytte for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. I og med at Frilans ikke er et børsnotert selskap, og vi ikke finner andre regnskapskontor som er børsnotert, er det i vårt tilfelle vanskelig å benytte denne modellen da vi ikke enkelt kan finne en beta å benytte i modellen.

Vi har dermed valgt å benytte oss av en mer intuitiv vurdering av avkastningskravet, noe Gunnar A. Dahl (2011) sier fortsatt ofte benyttes i praksis. Her benytter vi oss av integrert risikoanalyse, og kapitalverdimodellen som en kontroll på avkastningskravet vi kommer frem til. Vi setter her opp kapitalverdimodellen med ulike betaverdier på henholdsvis 0,5, 1, 1,5 og 2. Som nok en kontroll regner vi også ut en betaverdi ut i fra forretningsbeta på Oslo børs, sammenlignet med egenkapitalandelen til Frilans, og den gjennomsnittlige egenkapitalandelen til selskap på Oslo Børs. Vi vil først fastsette den risikofrie renten, markedets risikopremie og likviditetspremie før vi beregner risikotillegg, som vi så skal benytte i våre beregninger for å komme frem til vårt avkastningskrav.

#### **10.1.1 Risikofri rente**

Den risikofrie renten settes vanligvis etter en, tre, fem eller ti års statsobligasjonsrente, alt etter lengden på prosjektet eller prognostiseringen (Dahl 2011). I og med at vår prognostisering er på ti år, velger vi å benytte oss av en ti års statsobligasjonsrente, som i dag ligger på 3,12% ifølge Norges Bank.



### **10.1.2 Markedets risikopremie**

I en undersøkelse fra mai 2010, utført av Førsteamanuensis ved Universitetet i Tromsø Espen Sirnes, ble markedspremien estimert til 5,4% for det norske markedet på bakgrunn av et datasett fra perioden 1915-2009 (Sirnes 2010). Denne er da ikke justert for survivor bias (investopedia.com), som vil redusere premien noe. Vi kan bemerke at Førsteamanuensis Espen Sirnes i ettertid har endret dette og argumenterer i dag for at risikopremien ligger på oppsiktsvekkende 0,3%, og at risikopremien nesten er borte. Vi understreker at dette avviker fra vanlig konsensus. Øyvind Norli sier i sin artikkel om praktisk bruk av kapitalverdimodellen, at risikopremien typisk konkluderes å ligge mellom 4,5% og 5,5%, på bakgrunn av data fra markeder helt tilbake på tidlig 1900-tallet (Norli 2011).

På bakgrunn av disse estimatene og med bakgrunn i det internasjonale studiet fra Dimson, Marsh og Stauton (2002) konkluderer Førsteamanuensis Pål Berthling-Hansen i sin forelesning på BI høsten 2011 at det ikke er urimelig å benytte en markedspremie i Norge på ca. 5%. Førsteamanuensis Pål Berthling-Hansen sier også at dette er helt på linje med estimatene og konsensusene i et svært bredt internasjonal litteratur og praksis, dokumentert av blant annet Ogier, Rugman og Spicer (2004). Vi velger derfor å holde oss til en risikopremie på 5%, også med tanke på at dette benyttes i kapitalverdimodellen som en kontroll på avkastningskravet basert på integrert risikoanalysemodellen.

### **10.1.3 Likviditetspremie**

I teorikapittelet nevnte vi at det er vanlig å legge til en likviditetspremie til avkastningskravet når man skal benytte kapitalverdimodellen på selskaper som ikke er børsnoterte, eller lite likvide børsnoterte selskaper. Dette fordi en investor ikke like lett kan selge sine aksjer hvis han ønsker det, som i et børsnotert selskap, og at denne premien vanligvis ligger mellom 2 og 5 %, avhengig av investoren og type selskap (Gjesdal og Johnsen 1999). I og med at Frilans ønsker at deres ansatte skal få kjøpe aksjer om de ønsker det, trenger ikke denne premien å settes veldig høyt. Vi velger derfor å sette likviditetspremien til 2%.

### 10.1.4 Integrert risikoanalysemodell

I den integrerte risikoanalysen tar vi utgangspunkt i våre funn fra den strategiske analysen. Vi deler analysen inn i intern risiko, ekstern risiko og økonomisk/finansiell risiko. Faktorer fra analysen blir så tildelt ulike risikofaktorverdier på henholdsvis 1 - 5, hvor 1 er lav risiko og 5 står for høy risiko. Videre vekter vi de tre risikogrubbene etter det vi opplever som mest betydningsfullt for Frilans, på henholdsvis 1 - 3, hvor 1 står for liten betydning, 2 for moderat og 3 for stor betydning. Vi beregner så et gjennomsnitt av verdiene for hver gruppe og multipliserer dette med vekten, og kommer frem til en vektet totalrisiko. Dette plasserer vi i risikoklassifiseringen for å konvertere den vektete totalrisikoen for å finne risikotillegget, som vi kan benytte i beregningen av avkastningskarvet.

Tabell 16: Integrert risikoanalysemodell (Dahl 1997).

<b>Integrert risikoanalysemodell</b>			
	Klassifisering (1-5)	Vekt (1-3)	Score
<b>Intern risiko</b>			
Ansatte	4		
Tap av nøkkelpersoner	5		
Gjennomsnitt	4,5	3	13,5
<b>Ekstern risiko</b>			
Miste kunder	2		
Konkurrenter	2		
Nye aktører	2		
Trussel fra substitutter	1		
Gjennomsnitt	1,75	2	3,5
<b>Økonomisk/finansiell risiko</b>			
Finanskriser	1		
Gjennomsnitt	1	1	1
Vektet totalrisiko	(18/6)= <b>3,0</b>	6	18

Tabell 17: Risikotillegg (Dahl 1997).

<b>Risikotillegg</b>		
	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%
<b>Risikotillegg</b>	<b>3,0</b>	<b>12 %</b>

Vi ser her at den vektete totalrisikoen hos Frilans blir 3,0 og at dette vil gi et risikotillegg på 12%. Vi tar dette med oss videre for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen.

### 10.1.5 Avkastningskrav etter risikoanalysemodell

Tabell 18: Avkastningskrav til egenkapitalen etter risikoanalysemodell (Dahl 1997).

Avkastningskrav til egenkapitalen	
Risikofrirente før skatt	3,12
Beregnet risikotillegg	12
Nominell avkastningskrav før skatt	15,12
Skatt (28%)	4,2336
Nominelt avkastningskrav etter skatt	10,89 %

Beregning av avkastningskrav etter risikoanalysemodellen gir oss et avkastningskrav på 10,89% som vi avrunder til 10,9%.

### 10.1.6 Avkastningskrav etter kapitalverdimodellen

I og med at det alltid vil være usikkerhet knyttet til fastsettelsen av avkastningskrav, kan det være fornuftig å benytte kapitalverdimodellen for å sammenligne resultatet vi har kommet frem til gjennom risikoanalysemodellen (Boye og Meyer 2008). Vi har her satt inn betaverdier på henholdsvis 0,5, 1, 1,5 og 2, og beregner avkastningskravet til egenkapitalen med følgende formel (CAPM):

$$k_E = R_f * (1 - s) + [E(r_m) - R_f * (1 - s)] * \beta_E$$

Tabell 19: Avkastningskrav til egenkapitalen ved CAPM.

CAPM				
Risikofri rente	3,12 %	3,12 %	3,12 %	3,12 %
Skatt	28 %	28 %	28,00 %	28,00 %
Markedets risikopremie	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Beta	0,5	1,0	1,5	2
Likviditetspremie	2,00 %	2,00 %	2,00 %	2,00 %
$k_e$	6,75 %	9,25 %	11,75 %	14,25 %

Med betaverdier på 0,5, 1, 1,5 og 2 gir dette oss avkastningskrav på henholdsvis 6,75%, 9,25%, 11,75% og 14,25%. Om vi sammenligner dette med avkastningskravet på 10,9% fra den integrerte risikoanalysemodellen, viser dette til en betaverdi på mellom 1 og 1,5. Vi opplever dette som en fornuftig betaverdi,

og dermed også avkastningskravet på 10,9% som et avkastningskrav vi kan benytte.

Vi kan også kontrollere dette med å beregne en betaverdi med bakgrunn i en forretningsbeta som baseres på en gjennomsnittlig egenkapitalandel hos selskapene på Oslo Børs. Dette kan vi gjør ved å benytte følgende formel:

$$\beta_e = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}} * \beta_t$$

hvor:

$\beta_t$  = forretningsbeta

Forutsetter at  $\beta_g = 0$

Vi trenger da en forretningsbeta ( $\beta_t$ ). Gjesdal og Johnsen (1999) sier at representativ egenkapitalandel for selskaper på Oslo Børs er på ca 45% - 55%. I 2007 var denne på 40% i følge Norges Bank (Robertsen 2007). Vi har også gjort vår egen enkle beregning av egenkapitalandelen hos selskaper på Oslo Børs gjennom statistikkbanken til Statistisk Sentralbyrå (vedlegg 4). Her ser vi også at denne ligger i gjennomsnitt på 40%. Vi velger derfor å benytte en forretningsbeta på 0,4. Vi benytter kapitalverdimodellen (CAPM) på nytt, og beregner så et avkastningskrav til egenkapital med bakgrunn i denne.

Tabell 20: Avkastningskrav til egenkapitalen ved forretningsbeta

Med forretningsbeta Oslo Børs		CAPM	
EK+Gjeld	1 142	Risikofri rente:	3,12 %
EK	346	Skatt:	28,00 %
Forretningsbeta	0,4	Markedets risikopremie	5,00 %
$\beta_e = (E+G/E) * \beta_T$	1,32	Beta	1,32
		Likviditetspremie	2,00 %
		$k_e$	10,85 %

Når vi beregner en betaverdi med bakgrunn i egenkapital og gjeld i 2010, får vi en beta til egenkapitalen på 1,32. Dette stemmer godt med vår konklusjonen over, med at vi har en beta på mellom 1 og 1,5. Når vi beregner avkastningskravet til egenkapitalen ved å benytte kapitalverdimodellen, kommer vi frem til et avkastningskrav på 10,85%, som også er tilnærmet lik avkastningskravet på

10,89%, noe vi kom frem til gjennom den integrerte risikoanalysemodellen. Vi konkluderer med å benytte et avkastningskrav til egenkapitalen på 10,9%.

### 10.1.7 Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC)

Vi beregner til slutt avkastningskravet til totalkapitalen ved å benytte følgende formel:

$$k_T = k_E * \frac{E}{E + G} + k_G * (1 - s) * \frac{G}{E + G}$$

I og med at Frilans ikke har noe rentebærende gjeld, vil gjeldsandelen være 0 og egenkapitalandelen 1, og avkastningskravet til totalkapitalen blir den samme som avkastningskravet til egenkapitalen.

Tabell 21: Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC).

WACC	
Avkastningskravet til egenkapitalen	10,89 %
Egenkapitalandel	1
Lånerente ( $K_g(1-s)$ )	0,0 %
Gjeldsandel	0
WACC	10,89 %

Vi konkluderer dermed med et avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) på 10,9%. Vi kan da gå videre til beregning av verdiestimaterne.

## 10.2 Verdivurdering ved Totalkapitalmetoden

Tabell 22: Prognostisering ved totalkapitalmetoden.

Kontantstrøm: (tall i 1000)	Prognostisering									
	År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	9167	12067	15444	19362	23896	29126	35146	42061	49986	59052
Varekostnad	-917	-1207	-1544	-1936	-2390	-2913	-3515	-4206	-4999	-5905
Lønnskostnader	-5042	-6637	-8494	-10649	-13143	-16019	-19331	-23133	-27492	-32479
Andre driftskostnader	-2475	-3258	-4170	-5228	-6452	-7864	-9490	-11356	-13496	-15944
Avskrivninger	-163	-217	-257	-328	-411	-507	-617	-744	-890	-1058
<b>Driftsresultat</b>	<b>570</b>	<b>749</b>	<b>979</b>	<b>1221</b>	<b>1501</b>	<b>1823</b>	<b>2195</b>	<b>2621</b>	<b>3108</b>	<b>3666</b>
Skatt	-160	-210	-274	-342	-420	-511	-614	-734	-870	-1027
<b>NOPLAT</b>	<b>411</b>	<b>539</b>	<b>705</b>	<b>879</b>	<b>1081</b>	<b>1313</b>	<b>1580</b>	<b>1887</b>	<b>2238</b>	<b>2640</b>
Avskrivninger	163	217	257	328	411	507	617	744	890	1058
Δ Kundefordringer	-129	-203	-236	-274	-317	-366	-421	-484	-555	-635
Δ Leverandørgjeld	70	44	51	59	68	78	90	104	119	136
Innvesteringer	-193	-253	-324	-407	-502	-612	-738	-883	-1050	-1240
<b>Kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>322</b>	<b>343</b>	<b>451</b>	<b>585</b>	<b>740</b>	<b>920</b>	<b>1128</b>	<b>1368</b>	<b>1643</b>	<b>1959</b>

Tabell 23: Verdi ved totalkapitalmetoden.

<b>Resultater: (tall i 1000)</b>	
<b>Nåverdi kontantstrøm</b>	<b>4711</b>
Terminalverdi	34860
<b>Neddiskontert terminalverdi</b>	<b>11171</b>
<b>Rentebærende gjeld</b>	<b>0</b>
<b>Verdi ved totalkapitalmetoden</b>	<b>15882</b>

Verdivurdering av Frilans ved bruk av totalkapitalmetoden gir et verdiestimat på ca. 15,9 millioner kroner.

### 10.3 Verdivurdering ved Egenkapitalmetoden

Tabell 24: Prognostisering ved egenkapitalmetoden.

Kontantstrøm: (tall i 1000)	Prognostisering									
	År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	9167	12067	15444	19362	23896	29126	35146	42061	49986	59052
Varekostnad	-917	-1207	-1544	-1936	-2390	-2913	-3515	-4206	-4999	-5905
Lønnskostnader	-5042	-6637	-8494	-10649	-13143	-16019	-19331	-23133	-27492	-32479
Andre driftskostnader	-2475	-3258	-4170	-5228	-6452	-7864	-9490	-11356	-13496	-15944
Avskrivninger	-163	-217	-257	-328	-411	-507	-617	-744	-890	-1058
Netto finans	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
<b>Resultat før skatt</b>	<b>650</b>	<b>829</b>	<b>1059</b>	<b>1301</b>	<b>1581</b>	<b>1903</b>	<b>2275</b>	<b>2701</b>	<b>3188</b>	<b>3746</b>
Skatt	-182	-232	-296	-364	-443	-533	-637	-756	-893	-1049
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>468</b>	<b>597</b>	<b>762</b>	<b>937</b>	<b>1138</b>	<b>1370</b>	<b>1638</b>	<b>1944</b>	<b>2296</b>	<b>2697</b>
Avskrivninger	163	217	257	328	411	507	617	744	890	1058
Δ Kundefordringer	-129	-203	-236	-274	-317	-366	-421	-484	-555	-635
Δ Leverandørgjeld	70	44	51	59	68	78	90	104	119	136
Innvesteringer	-193	-253	-324	-407	-502	-612	-738	-883	-1050	-1240
Δ Rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kontantstrøm til egenkapitalen</b>	<b>380</b>	<b>400</b>	<b>509</b>	<b>643</b>	<b>798</b>	<b>978</b>	<b>1186</b>	<b>1425</b>	<b>1700</b>	<b>2016</b>

Tabell 25: Verdi ved egenkapitalmetoden.

<b>Resultater: (tall i 1000)</b>	
<b>Nåverdi kontantstrøm</b>	<b>5052</b>
Terminalverdi	35885
<b>Neddiskontert terminalverdi</b>	<b>11499</b>
<b>Rentebærende gjeld</b>	<b>0</b>
<b>Verdi ved egenkapitalmetoden</b>	<b>16551</b>

Verdivurdering av Frilans ved bruk av egenkapitalmetoden gir et verdiestimat på ca. 16,5 millioner kroner.

**10.4 Verdivurdering ved EVA-metoden**

For å beregne verdien av Frilans ved bruk av EVA-metoden bruker vi følgende formel:

$$EVA = \text{bokført verdi egenkapital} + \sum \frac{\text{Superprofitt}}{(1+k)^t}$$

og neddiskontert terminalverdi ved bruk av følgende formel:

$$\frac{\text{Superprofitt} (1 + g)}{k - g}$$


---


$$(1 + k)^t$$

Vi må her beregne Frilans sine superprofitter og tar da utgangspunkt i deres egenkapital i 2011, og antar veksten i egenkapitalen som lik veksten i salgsinntekter fra vår prognostisering. I og med at vi tar utgangspunkt i kundevekst samt vekst i inntjening per kunde, blir vekstratene ulike for hvert år. Vi forutsetter her at det ikke blir utbetalt utbytte i prognosetiden.

Tabell 26: Beregning av superprofitter.

Superprofitt: (tall i 1000)	Prognostisering										
	År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Vekst i egenkapital i %	37,13	31,64	27,98	25,37	23,41	21,89	20,67	19,67	18,84	18,14	
Egenkapital	469	617	790	991	1222	1490	1798	2152	2557	3021	
Krav til avkastning av egenkapital	51	67	86	108	133	162	196	235	279	329	
Resultat etter skatt	468	597	762	937	1138	1370	1638	1944	2296	2697	
Krav til avkastning av egenkapital	-51	-67	-86	-108	-133	-162	-196	-235	-279	-329	
<b>Superprofitt</b>	<b>417</b>	<b>529</b>	<b>676</b>	<b>829</b>	<b>1005</b>	<b>1208</b>	<b>1442</b>	<b>1710</b>	<b>2017</b>	<b>2368</b>	

Tabell 27: Verdi ved EVA-metoden.

Resultater: (tall i 1000)	
<b>Bokført egenkapital pr. 31.12.2011</b>	<b>342</b>
<b>Nåverdi Superprofitt</b>	<b>6181</b>
Terminalverdi	42145
<b>Neddiskontert terminalverdi</b>	<b>13505</b>
<b>Verdi ved EVA-metoden</b>	<b>20028</b>

Verdivurdering av Frilans ved bruk av EVA-metoden gir et verdiestimat på ca. 20 millioner kroner.

## 10.5 Oppsummerte verdiestimater

Vi ser her at verdiestimatene for Frilans varierer fra 15,9 millioner kroner til 20 millioner kroner etter hvilken verdsettingsmetode som blir benyttet. Dette gir et gjennomsnittlig verdiestimat på ca. 17,48 millioner kroner.

Tabell 28: Oppsummering av verdiestimater.

Verdsettingsmetode	Verdi
TK-metoden	15882
EK-metoden	16551
EVA-metoden	20028
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>17487</b>

Vi ser også at terminalverdien utgjør hele 67% - 70% av verdiestimatene. Dette etter at vi har vurdert vekstraten i terminalverdien til 5%, og understreker igjen at det eksisterer stor usikkerhet til terminalverdien og dens størrelse. Vi gjør derfor en sensitivitetsanalyse av dette under. Vi kan også se på verdien av Frilans uten terminalverdiene. Dette gir et gjennomsnittlig verdiestimat på 5,4 millioner kroner. Grunnen til at verdiestimatene ikke er større enn dette, er på grunn av kostnadene som følger veksten, og at kontantstrømmen ikke øker nevneverdig.

Tabell 29: Verdi uten terminalverdi.

Verdsettingsmetode	Verdi
TK-metoden	4711
EK-metoden	5052
EVA-metoden	6523
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>5428</b>

## 11.0 Sensitivitetsanalyse

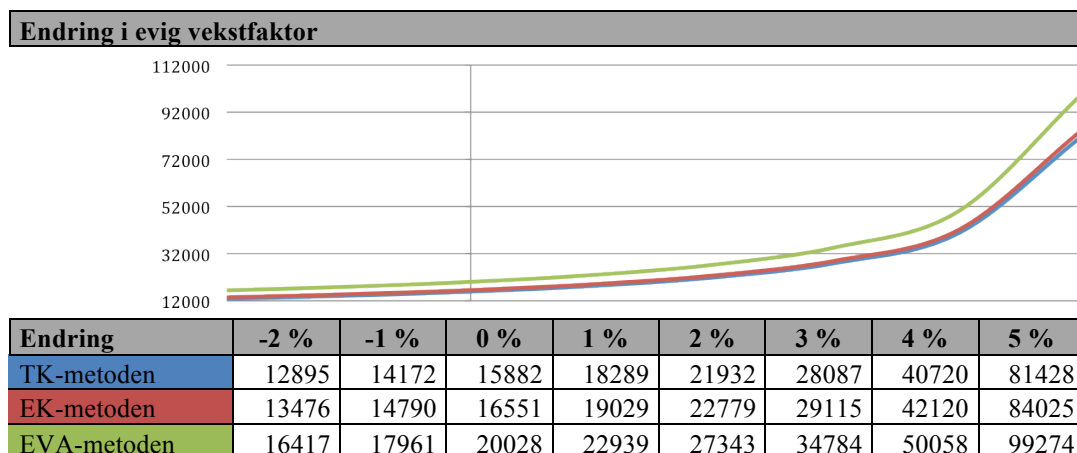
I og med at en verdivurdering baserer seg på antakelser, vurderinger og ulike forutsetninger, vil det alltid være knyttet usikkerhet til verdiestimatene vi har kommet frem til. Vi vil derfor gjøre en sensitivitetsanalyse hvor vi endrer på noen av disse forutsetningene og antakelsene, for å se i hvilken grad disse påvirker verdien. Vi kunne gjort en sensitivitetsanalyse på alle de ulike poster i prognostiseringen, da det alltid vil være usikkerhet knyttet til estimatene vi har gjort, og man vil alltid kunne diskutere dette. Vi velger kun å analysere den evige vekstfaktoren og avkastningskravet.



## 11.1 Endring i vekstfaktoren

Vekstfaktoren i beregningen av terminalverdien innehar mye usikkerhet i verdivurderingen til Frilans, i og med den høye veksten de er i. Den største usikkerheten ligger rundt vårt valg av 5% vekst når de ved prognostiseringens siste år har en vekst på hele 18%. Under kan vi se verdiutslaget når vi endrer vekstfaktoren.

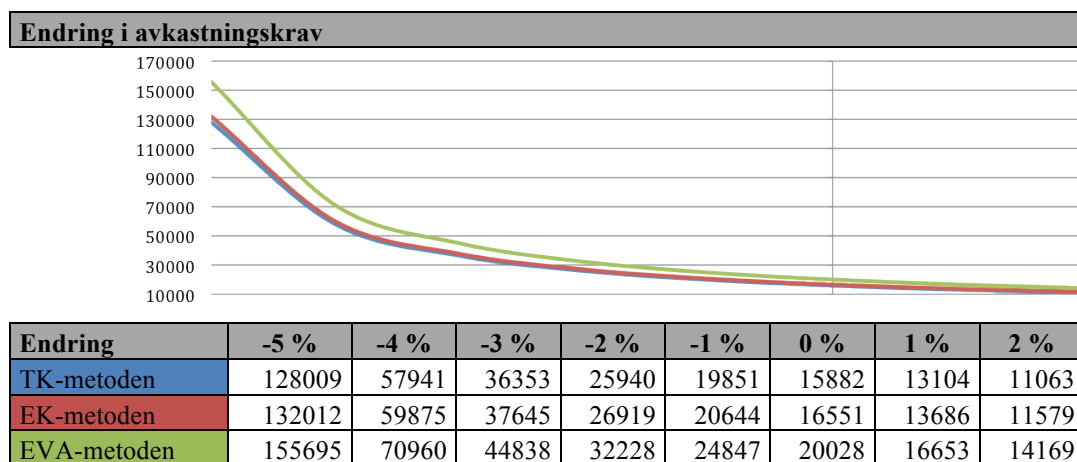
Figur 9: Endring i evig vekstfaktor.



Ved 1% økning i vekstfaktoren øker verdiestimatet med 2,4 millioner kroner som tilsvarer en økning på 15% ved TK-metoden. En endring på 2% øker verdiestimatet med 6 millioner kroner og tilsvarer en økning på 38% ved TK-metoden. Om vi ser på en 5% endring vil vekstfaktoren være på 10% og nærme seg avkastningskravet, men fortsatt være et godt stykke under veksten i siste prognosår på 18%. Vi ser i dette tilfellet at det vil gi et verdiestimat på 81,4 millioner ved TK-metoden og 99,2 millioner kroner ved EVA-metoden.

## 11.2 Endring i avkastningskrav

Figur 10: Endring i avkastningskrav.



I sensitivitetsanalysen av avkastningskravet ser vi at også dette har stor effekt på verdien av Frilans. 1% reduksjon i avkastningskravet vil øke verdiestimatet på TK-metoden med hele 4 millioner kroner, og tilsvarer en økning på 25%. En 2% endring øker verdien med 10 millioner kroner, noe som tilsvarer en økning på hele 63% ved TK-metoden.

Vi kan konkludere med at satsene på vekstfaktoren og avkastningskravet vil gi store utslag, og at den faktiske verdien til Frilans derfor ligger innenfor et veldig stort intervall.

## **12.0 Scenarioanalyse**

I våre prognostiseringer har vi valgt å ta en forutsetning om at Frilans vil fortsette med samme kundevekst som de tidligere har hatt, men med en nedgang i tiden etter prognostiseringen. Vi vet at Frilans planlegger fremtiden med at de ønsker å øke denne veksten ytterligere, og at eierne ikke er fornøyd om ikke veksten fremover vil øke. Samtidig sier forskning og teoretikere at vekst vil avta. I og med at Frilans kan regnes for å være et ungt selskap, er sannsynligheten for nedgang tilstede (Koller, Goedhart og Wessels 2010) (Olson, van Bever og Verry 2008).

Vi velger derfor å gjøre en scenarioanalyse med disse tre ulike utfallene. Worst case scenario vil være nedgang i veksten, hvor vi antar at de vil gå ned fra en årlig vekst på 200 til 50 nye kunder hvert år. "Normal" representerer scenarioet hvor veksten holder seg på 200 nye kunder hvert år, og best case scenario en økning opp til 300 nye kunder hvert år. Vi vektet worst case, "normal" og best case med henholdsvis 5%-, 70%- og 25% sannsynlighet. Vi forutsetter at vekst i antall kunder inntreffer allerede første prognoseår.

I worst-case scenarioet vil avkastningskravet forandre seg noe da den eksterne risikoen muligens vil gå noe opp. Vi har økt hver av punktene under ekstern risiko i den integrerte risikoanalysen med ett poeng, og kommer da frem til et nytt avkastningskrav på 12,6% (vedlegg 5). Vi får da følgende scenarioanalyse:

Tabell 30: Scenarioanalyse.

Scenarioanalyse	Worst case	"Normal"	Best case
Årlig kundevekst	50	200	300
Avkastningskrav	12,61 %	10,90 %	10,90 %
TK-metoden	6326	15882	20829
EK-metoden	6859	16551	21499
EVA-metoden	7659	20028	26505
<b>Gjennomsnittlig selskapsverdi</b>	<b>6948</b>	<b>17487</b>	<b>22944</b>
Sannsynlighet	5 %	70 %	25 %
<b>Vektet selskapsverdi</b>	<b>18324</b>		

Denne beregningen gir Frilans et verdiesimat på ca. 18,3 millioner kroner.

### 13.0 Diskusjon

Frilans er et spennende og ungt regnskapskontor som helt siden oppstart i 2007 har vokst med ca. 200 nye kunder hvert år. Denne veksten utgjør en utfordring i verdivurderingen. Vi har tidligere nevnt at teoretikere mener det nesten er umulig å verdivurdere en virksomhet i høy vekst. Samtidig vet vi at verdivurdering ikke er noen eksakt vitenskap, og at verdien alltid vil kunne variere alt etter hvem som verdivurderer, og hvilke metoder som benyttes. Dette erfarer vi gjennom denne verdivurderingen, og møter spesielt utfordringer ved terminalverdien, fordi veksten til Frilans er så høy som den er.

Vi opplever den evige vekstfaktoren i terminalverdiberegningen som mest usikker. Selv om vi har prøvd å begrunne og forsvare valget av en vekstfaktor på 5%, vil denne absolutt kunne kritiseres. Likevel er det ikke lett å forsvare en vekstrate til evig tid på tilnærmet 18%, samtidig som Gordons formel heller ikke tillater dette.

Om veksten som Frilans opplever i dag vil fortsette, må man kunne se for seg de utfordringer og risiko til blant annet organisering og rekruttering dette vil medføre. Vi tenker spesielt på at regnskapsføringen i dag foregår manuelt, og at veksten også fører med seg kostnader. En slik vekst vil ikke nødvendigvis føre til mer verdi. For at de skal kunne skape mer verdi, må de muligens omorganisere, og kanskje velge å fokusere mer på effektivisering samtidig, noe som vil kunne gi mer avkastning per investerte krone (Koller, Goedhart og Wessels 2010).

Et annet usikkerhetsmoment ved denne verdivurderingen, er at de offentlige tilgjengelige regnskapene ikke viser alle detaljene i regnskapet. Optimalt sett burde vi benyttet oss av de faktiske regnskapstallene, da dette ville kunne gitt et sikrere verdiesimat. Dette hadde også blitt mer samstemmig i formålet om å tilby nyttig informasjon til Frilans, men gir likevel et estimat på en verdi for en investor. Vi nevner igjen at dette heller ikke er uvanlig ved verdivurderinger, at man kun benytter offentlig tilgjengelige tall (Copeland, Koller og Murrin 2000).

Vi vet også at regnskapskontor er flinke til å skjule verdier og gevinster, slik at resultatene kan være bedre eller dårligere enn de faktisk er. Vår mistanke er at resultatene til Frilans, som hos mange regnskapskontor, nok er bedre enn de fremkommer. Finanstilsynet påpeker at siden regnskapskontor i stor grad har aktive eiere, har de også muligheten til å påvirke fastsettelsen av lønn etter selskapets årsresultat (Finanstilsynet 2011).

#### **14.0 Konklusjon**

Vi har verdivurdert regnskapskontoret Netledger Frilansregnskap AS ved å benytte total kapitalmetoden, egenkapitalmetoden og EVA-metoden for å komme frem til et verdiesimat for selskapet per 31.12.2011. Vår problemstilling var som følger:

*"Hva er verdien av Netledger Frilansregnskap AS per 31.12.2011?"*

Vi har gjort en strategisk analyse av Frilans på bakgrunn av tidligere samtaler og besøk hos bedriften, intervju med NARF om regnskapsbransjen og studert rapporten etter dokumentbasert tilsyn med autoriserte regnskapsførere høsten 2010 av Finanstilsynet, samt annen statistikk fra Statistisk Sentralbyrå og Proff Forvalt. Vi har kommet frem til at regnskapsbransjen er i behov for fornying og utvikling, og at det skjer en utvikling i teknologien regnskapsbransjen benytter seg av. Vi ser at Frilans i utgangspunktet er godt posisjonert for utviklingen i bransjen når det gjelder spesialisering og fokusering på nisjer og rådgivning. Vi ser at det er mye gevinst å hente i å satse på dette. Frilans har muligens en utfordring i at deres segment gjerne har behov for manuell håndtering av regnskap, og dermed også krever mer ressurser enn ved å benytte automatisert teknologi.

I og med at Frilans ikke er et børsnotert selskap, og de ikke har noen sammenlignbare selskaper som er børsnotert, har vi valgt å benytte integrert risikoanalysemodell for å komme frem til et relevant avkastningskrav for selskapet. Dette har vi så kontroller med kapitalverdimodellen, samt beregnet egenkapitalbeta ved bruk av den gjennomsnittlige forretningsbetaen basert på en representativ egenkapitalandel for selskaper på Oslo børs. Vi har da kommet frem til et avkastningskrav til egenkapitalen på 10,9% og en WACC på 10,9% da Frilans er uten rentebærende gjeld.

På bakgrunn av analyser av tidligere års regnskap fra Frilans har vi utarbeidet fremtidige kontantstrømmer, og kommet frem til følgende verdiestimer etter de ulike verdsettelsesmetodene:

*Tabell 28: Oppsummering av verdiestimer.*

<b>Verdsettelsesmetode</b>	<b>Verdi</b>
TK-metoden	15882
EK-metoden	16551
EVA-metoden	20028
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>17487</b>

Vi har utført sensitivitetsanalyser for å se utslagene i estimeringene og forutsetningene vi har satt til beregning av avkastningskrav og den evige vekstfaktoren i terminalverdiberegningen. Vi ser at det er spesielt stor usikkerhet rundt vekstfaktoren og dermed verdiestimatet til Frilans sin terminalverdi, med bakgrunn i deres høye vekst. Vi har videre gjort en scenarioanalyse av ulike scenarioer på deres kundevekst, med bakgrunn i hva vi tror veksten vil være, hva Frilans budsjetterer med, og hva et verste scenario ville vært. Med bakgrunn i disse analyser, antakelser, forutsetninger og benyttede modeller har vi kommet frem til at verdiestimatet av Netledger Frilansregnskap AS per 31.12.2011 ligger på ca. 18,3 millioner kroner.

---

**Referanseliste**

- Boye, Knut og Christine Benedichte Meyer. 2008. *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag
- Boye, Knut og Gunnar A. Dahl. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag
- Bryman, Alan og Emma Bell. 2007. *Business research methods*. Oxford: Oxford University Press
- Bøhren, Øyvind og Dag Michalsen. 2010. *Finansiell økonomi : teori og praksis*. Bergen: Fagbokforlaget
- Chen, Jin, Zhaohui Zhu, Yuan Xie. 2004. "Measuring intellectual capital: a new model and empirical study". *Journal of intellectual capital*: 195-212
- Copeland, Tom, Tim Koller og Jack Murrin. 2000. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. New York: Wiley
- Dahl, Gunnar A. 2011. "Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller". *Praktisk økonomi og finans* (Nr. 2): 3-14.
- Damodaran, Aswath. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: Wiley
- Dimson, Elroy, Paul Marsh og Mike Stauton. 2002. *Triumph of the optimists : 101 years of global investment returns*. Princeton, N.J.: Princeton University Press
- Finanstilsynet. 2011. "Rapport etter dokumentbasert tilsyn med autoriserte regnskapsførere høsten 2010". Hentet: 25. okt. 2011.  
[http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Aktuelt/2011/2\\_kvartal/Rapport-etter-dokumentbasert-tilsyn-med-autoriserte-regnskapsforere-hosten-2010/](http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Aktuelt/2011/2_kvartal/Rapport-etter-dokumentbasert-tilsyn-med-autoriserte-regnskapsforere-hosten-2010/)

---

Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forlag

Gottschalk, Petter. 2003. *Ledelse av intellektuell kapital : kunnskapskapital gjennom ressursbasert strategi*. Oslo: Universitetsforlaget

Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset. 2004. *Metode og dataanalyse : med fokus på beslutninger i bedrifter*. Kristiansand: Høyskoleforlaget

Kristoffersen, Trond. 2005. *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring*. Bergen: Fagbokforlaget

Koller, Tim, Marc H Goedhart og David Wessels. 2010. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons Ltd

Løwendahl, Bente R. og Fred E. Wenstøp. 2011. *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen akademisk

NARF. 2011. "Virksomhetens livsfaser". Hentet 11. apr. 2012.  
<http://www.narf.no/Nyhetsbrev/NARF-Nyhetsbrev/2011/Nyhetsbrev-fra-NARF---01---2011/Virksomhetens-livsfaser/>

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

Ogier, Tim, John Rugman, Lucinda Spicer. 2004. *The real cost of capital : a business field guide to better financial decisions*. London: Prentice Hall/Financial Times

Olson, Matthew, Derek van Bever og Seth Verry 2008. "When growth stalls". *Harvard Business Review* (Mar2008, Vol.86 Issue 3): 51-61

---

Robertsen, Robert. 2007. "Verdivurdering av Kaikanten Fisk & Skalldyr AS".

Masteroppgave, Norges Fiskerihøgskole, Universitetet i Tromsø.

Sirnes, Espen. 2010. "Risikopremien for Oslo Børs 1915 - 2009". Hentet 28. apr.

2012. <http://espensirnes.blogspot.com/2010/05/risikopremien-for-oslo-brs-1915-2009.html>

Stabell, Charles B. Og Øystein D. Fjeldstad. 1998. "Configuring value for competitive advantage: on chains, shops, and networks". *Strategic Management Journal*, vol. 19: 413-437.

Soffer, Leonard C., Robin J. Soffer. 2003. *Financial statement analysis: a valuation approach*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall



---

**Vedlegg****Vedlegg 1: Intervjuguide NARF****Spørsmål til NARF**

Starter med å fortelle litt om oppgaven, og forklare hva vi leter etter.

- Verdivurdering
- Litt om bedriften
- Hva vi er ute etter
  1. Fremtiden i bransjen
    - Stagnering for denne typen bedrift
  2. Nytt AS-reglement for små AS

Vi skal gjøre en verdivurdering, og trenger derfor å kunne forutse fremtiden for vår type bedrift. Vi viser til rapporten fra finanstilsynet høsten 2010, som vi har brukt som grunnlag for mange av våre beregninger. Men vi er ute etter mer spesifikt for vår type bedrift.

Vår bedrift er.....

1. Fremtiden i bransjen
  - Rapport fra finanstilsynet høsten 2010
    - Rapporten sier at fra 1999-2009 var det en årlig økning i inntekt pr oppdrag på 9,7%, tror dere at dette er noe som vil vedvare?
    - Er dere kjent med et typisk punkt for stagnasjon i veksten og utviklingen? År/størrelse/antall ansatte/ antall kunder
    - Vår bedrift har hatt en økning på 200 kunder pr år, med fortsatt fokus på nye kunder. Hvor lenge kan dette fortsette, og er det bærekraftig? / Hvor sannsynlig det vil være å forsette en slik vekst?
    - Ny aktør er på vei inn i Oslo, er det plass til dette, og på hvilken måte tror dere dette vil påvirke ”vår” bedrift?
2. Nytt AS-reglement
  - Har dere fått noen tilbakemelding på forslaget om en forenkling av Aksjeloven eller en annen løsning for små AS?
3. Er du kjent med hva som er et relevant/typisk avkastningskrav i bransjen?

- Har dere noe opplevelse av hvor følsom bransjen er for konjunkturer.
4. Hvordan ser du for deg er de viktigste endringene i bransjen de neste 5-10 årene?
- teknologi
  - hvordan jobben gjøres
  - tjenester
  - priser
  - kompetanse
  - fra regnskapsfører til økonom?
  - fokus på nisjer? / mer spesialiserte
5. Hva er det viktigste for å overleve i bransjen fremover?

**Vedlegg 2: Lønnskostnader**

Selskap	Salgsinntekt	Lønnskostnader	Gjennomsnitt
<b>Vassdal &amp; Eriksen</b>	274	293	
	1502	850	56,6 %
	2015	1294	64,2 %
	1827	421	23,0 %
	2835	1579	55,7 %
	4540	2435	53,6 %
	6668	3847	57,7 %
	8602	5311	61,7 %
	9371	6346	67,7 %
	13501	8696	64,4 %
<b>Netledger Frilansregnskap</b>	5	0	
	776	559	
	2527	1496	59,2 %
	4263	2271	53,3 %
	6684	3616	54,1 %
<b>Midtbyen regnskap</b>	1397	940	67,3 %
	1694	1095	64,6 %
	2310	1362	59,0 %
	2419	1607	66,4 %
	2705	1824	67,4 %
<b>Jansson og Larsen regnskap</b>	5081	3182	62,6 %
	5686	3446	60,6 %
	6335	3871	61,1 %
	7502	4508	60,1 %
	9090	5085	55,9 %
	10028	5924	59,1 %
	11424	6853	60,0 %
	11710	7174	61,3 %
	14349	8307	57,9 %
	16400	9708	59,2 %
	21100	12967	61,5 %
	22704	14815	65,3 %
	23711	15671	66,1 %
<b>Skedsmo regnskapskontor</b>	3894	2976	76,4 %
	4336	3242	74,8 %
	5101	3587	70,3 %
	5369	3837	71,5 %
	6011	3741	62,2 %
	6391	4407	69,0 %
	6749	4573	67,8 %
	6760	4626	68,4 %
	7428	5420	73,0 %
	7837	5811	74,1 %
	9361	6469	69,1 %
	9427	6804	72,2 %
	9845	6851	69,6 %
<b>Gjennomsnitt</b>			<b>62,9 %</b>

**Vedlegg 3: Årlig økning i salgsinntekter i %**

År	Salgsinntekt	Vekst i salgsinntekt
2012	9167	37,13 %
2013	12067	31,64 %
2014	15444	27,98 %
2015	19362	25,37 %
2016	23896	23,41 %
2017	29126	21,89 %
2018	35146	20,67 %
2019	42061	19,67 %
2020	49986	18,84 %
2021	59052	18,14 %

**Vedlegg 4: Egenkapitalandel Oslo Børs (SSB)**

Kvartal	EK-andel
2007K1	42,5
2007K2	41,4
2007K3	41,4
2007K4	41,7
2008K1	40,5
2008K2	39,2
2008K3	39,6
2008K4	38,5
2009K1	38,6
2009K2	39
2009K3	39,2
2009K4	40,5
2010K1	41,1
2010K2	39,6
2010K3	40,9
2010K4	41,9
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>40,35</b>

**Vedlegg 5: Avkastningskrav "Worst case".**

<b>"Worst case" Integrert risikoanalysemodell</b>			
	Klassifisering (1-5)	Vekt (1-3)	Score
<b>Intern risiko</b>			
Ansatte	4		
Tap av nøkkelpersoner	5		
Gjennomsnitt	4,5	3	13,5
<b>Ekstern risiko</b>			
Miste kunder	3		
Konkurrenter	3		
Nye aktører	3		
Trussel fra substitutter	2		
Gjennomsnitt	2,75	2	5,5
<b>Økonomisk/finansiell risiko</b>			
Finanskriser	1		
Gjennomsnitt	1	1	1
<b>Veiet totalrisiko</b>	<b>3,3</b>	<b>6</b>	<b>20</b>

<b>Risikotillegg</b>		
	Risiko-klassifisering	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%
<b>Risikotillegg</b>		<b>14,4</b>

<b>Avkastningskrav til egenkapitalen</b>	
Risikofrirente før skatt	3,12
Beregnet risikotillegg	14,4
Nominell avkastningskrav før skatt	17,52
Skatt (28%)	4,9056
Nominell avkastningskrav etter skatt	12,61 %

<b>WACC</b>	
Avkastningskravet til egenkapitalen	12,61 %
Egenkapitalandel	1
Lånerente ( $K_g(1-s)$ )	3,24 %
Gjeldsandel	0
<b>WACC</b>	<b>12,61 %</b>

**Vedlegg 6: Resultatregnskap, balanse og nøkkeltall 2007 - 2011 (Proff****Forvalt).**

<b>NETLEDGER FRILANSREGNSKAP AS</b>					
<b>Bedrift:</b>					
<b>RESULTATREGNSKAP</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Konsernregnskap	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Startdato	11.10.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011
Avslutningsdato	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Sum salgsinntekter	5	776	2 527	4 263	6 684
Annen driftsinntekt	0	7	0	0	0
Sum driftsinntekter	5	782	2 527	4 263	6 685
Varekostnad	0	51	343	410	648
Endr. behold. varer under tilvirk./ferdige	0	0	0	0	0
Beholdningsendringer	0	0	0	0	0
Lønnskostnader	0	559	1 496	2 271	3 616
Herav kun lønn	0	467	351 244	1 880	3 001
Pensjonskostnader	0	9		44	
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	0	0	0	31	68
Andre driftskostnader	10	171	505	1 246	2 147
Sum driftskostnader	10	781	2 344	3 958	6 479
<b>Driftsresultat</b>	<b>- 4</b>	<b>1</b>	<b>183</b>	<b>305</b>	<b>206</b>
Sum annen renteinntekt	0	0	1	1	8
Sum annen finansinntekt	1	10	20	46	73
Sum finansinntekter	1	10	21	47	81
Verdiendr. markedsbas. fin.omløpsmidl.	0	0	0	0	0
Sum annen rentekostnad	0	0	0	1	0
Andre finanskostnader		0	0	9	2
Sum annen finanskostnad	0	0	0	9	2
Sum finanskostnader	0	0	0	10	2
Netto finans	1	9	21	37	79
Ordinært resultat før skattekostnad	- 4	10	204	342	285
Skattekostnad på ordinært resultat	- 1	3	57	96	80
<b>Ordinært resultat</b>	<b>- 3</b>	<b>7</b>	<b>147</b>	<b>246</b>	<b>205</b>
Netto ekstraordinære poster	0	0	0	0	0
Skattekostnad på ekstraordinært resultat	0	0	0	0	0
Årsresultat	- 3	7	147	246	205
Avsatt utbytte			152		
Overføringer til/fra annen egenkapital		5	- 5	246	205
Udekket tap	- 3	3			
Sum overføringer og disponeringer	- 3	7	147	246	205
<b>BALANSEREGNSKAP</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Utsatt skattefordel	1	0		3	14
Sum immaterielle anleggsmidler	1	0	0	3	14
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler			58	119	62
Sum varige driftsmidler	0	0	58	119	62
Sum finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	1	0	58	121	75
Sum varelager	0	0	0	0	0

Kundefordringer	2	108	162	314	513
Andre fordringer		33	53	62	57
Konsernfordringer				8	11
Sum fordringer	2	141	215	383	581
Sum investeringer	0	0	0	0	0
Kasse/Bank/Post	94	232	355	637	448
Sum Kasse/Bank/Post	94	232	355	637	448
Sum omløpsmidler	96	373	570	1 021	1 029
Sum eiendeler	97	373	628	1 142	1 104
Aksjekapital/Selskapskapital	100	100	100	100	100
Sum innskutt egenkapital	100	100	100	100	100
Annen egenkapital		5	0	246	242
Udekket tap	- 3				
Sum opptjent egenkapital	- 3	5	0	246	242
Sum egenkapital	97	105	100	346	342
Sum avsetninger til forpliktelser	0	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0
Sum langsiktig gjeld	0	0	0	0	0
Leverandørgjeld		75	65	62	68
Betalbar skatt		2	57	99	91
Skyldige offentlige utgifter		137	116	33	282
Utbytte			152		
Kortsiktig konserngjeld				414	
Annen kortsiktig gjeld		54	139	189	321
Sum kortsiktig gjeld	0	268	528	796	762
Sum gjeld	0	268	528	796	762
Sum egenkapital og gjeld	97	373	628	1 142	1 104
<b>ØVRIG INFORMASJON</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Antall årsverk					8,00
Ansatte	0	3	7	11	15
Antall deltidsansatte					
Ikke pliktig OTP					
Har OTP, ikke tall				J	
Lederlønn	0		0	0	0
<b>Lønnsomhetsanalyse</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Lønnsomhet (Totalkap. rentabilitet i %)	- 4,1	4,3	40,8	39,8	25,6
Resultat av driften i %	- 80,0	0,1	7,2	7,2	3,1
Kapitalens omløpshastighet	0,05	3,33	5,05	4,82	5,95
Bruttofortjeneste i %	100	93	86	90	90
Overskuddsgrad i %	- 80	1	8	8	4
Egenkapital rentabilitet før skatt i %	- 4	10	199	153	83
Egenkapital rentabilitet etter skatt i %	- 3	7	143	110	60
Omsetning/ansatt (hele 1000)		261	361	388	446
Omsetning/årsverk					836
Omsetning/lønnskroner		1,40	1,69	1,88	1,85
EBITDA					
<b>Likviditetsanalyse</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Likviditetsgrad I		1,39	1,08	1,28	1,35
Likviditetsgrad II		1,39	1,08	1,28	1,35
Likviditetsgrad III		0,87	0,67	0,80	0,59
Varelagerets omløpshastighet					
Lagertid i ant. dager		0	0	0	0
Arbeidskapital	96	105	42	225	267
<b>Soliditetsanalyse</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Egenkapitalandel i %	100,0	28,2	15,9	30,3	31,0

---

Egenkapitalandel av omsetning i %	1 940	13	4	8	5
Rentedekningsgrad				35,2	143,5
Finansieringsgrad I	0,0	0,0	0,6	0,4	0,2
Langsiktig lagerfinansiering i %					
Gjeldsgrad	0,0	2,6	5,3	2,3	2,2
Kortsiktig gjeldsandel i %	0	72	84	70	69
Langsiktig gjeldsandel i %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



## Vedlegg 7: Verdivurdering TK - metoden.

Variabler:		Resultater: (tall i 1000)	
Avkastningskrav	10,90 %	Måverdi kontantstrøm	4 711
Realvekst år 11 →	5,00 %	Terminalverdi	34860
Parametere:		Meddiskontert terminalverdi	11171
Skattesats	28,00 %	Rentebærende gjeld	0
Årlig kundevekst i stk	200	Verdi ved total kapitalmetode	15882
Årlig vekst i inntjening pr kunde	9,70 %		
Lønnskostnad av salgsinntekt	55,00 %		
Varekostnad av salgsinntekt	10,00 %		
Andre driftskostnader av salgsinntekt	27,00 %		
Investeringer av salgsinntekt	2,10 %		
Kundefordringer av salgsinntekt	7,00 %		
Leverandørgjeld av varekostnad	15,00 %		

Kontantstrøm: (tall i 1000)	Historiske										Prognostisering																			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekter	5	782	2527	4263	6685	9167	12067	15444	19362	23896	29126	35146	42061	49986	59052	5	782	2527	4263	6685	9167	12067	15444	19362	23896	29126	35146	42061	49986	59052
Varekostnad	0	-51	-343	-410	-648	-917	-1207	-1544	-1936	-2390	-2913	-3515	-4206	-4999	-5905	0	-51	-343	-410	-648	-917	-1207	-1544	-1936	-2390	-2913	-3515	-4206	-4999	-5905
Lønnskostnader	0	-559	-1496	-2271	-3616	-5042	-6637	-8494	-10649	-13143	-16019	-19331	-23133	-27492	-32479	0	-559	-1496	-2271	-3616	-5042	-6637	-8494	-10649	-13143	-16019	-19331	-23133	-27492	-32479
Andre driftskostnader	-10	-171	-505	-1246	-2147	-2475	-3258	-4170	-5228	-6452	-7864	-9490	-11356	-13496	-15944	-10	-171	-505	-1246	-2147	-2475	-3258	-4170	-5228	-6452	-7864	-9490	-11356	-13496	-15944
Avskrivninger	0	0	0	-31	-68	-163	-217	-257	-328	-411	-507	-617	-744	-890	-1058	0	0	0	-31	-68	-163	-217	-257	-328	-411	-507	-617	-744	-890	-1058
<b>Driftsresultat</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>183</b>	<b>305</b>	<b>206</b>	<b>570</b>	<b>749</b>	<b>979</b>	<b>1221</b>	<b>1501</b>	<b>1823</b>	<b>2195</b>	<b>2621</b>	<b>3108</b>	<b>3666</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>183</b>	<b>305</b>	<b>206</b>	<b>570</b>	<b>749</b>	<b>979</b>	<b>1221</b>	<b>1501</b>	<b>1823</b>	<b>2195</b>	<b>2621</b>	<b>3108</b>	<b>3666</b>
Skatt	1	0	-51	-85	-58	-160	-210	-274	-342	-420	-511	-614	-734	-870	-1027	1	0	-51	-85	-58	-160	-210	-274	-342	-420	-511	-614	-734	-870	-1027
<b>NOPLAT</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>132</b>	<b>220</b>	<b>148</b>	<b>411</b>	<b>539</b>	<b>705</b>	<b>879</b>	<b>1081</b>	<b>1313</b>	<b>1580</b>	<b>1887</b>	<b>2238</b>	<b>2640</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>132</b>	<b>220</b>	<b>148</b>	<b>411</b>	<b>539</b>	<b>705</b>	<b>879</b>	<b>1081</b>	<b>1313</b>	<b>1580</b>	<b>1887</b>	<b>2238</b>	<b>2640</b>
Avskrivninger	0	0	0	31	68	163	217	257	328	411	507	617	744	890	1058	0	0	0	31	68	163	217	257	328	411	507	617	744	890	1058
Δ Kundefordringer	-2	-106	-54	-152	-199	-129	-203	-236	-274	-317	-366	-421	-484	-555	-635	-2	-106	-54	-152	-199	-129	-203	-236	-274	-317	-366	-421	-484	-555	-635
Δ Leverandørgjeld	0	75	-10	-3	6	70	44	51	59	68	78	90	104	119	136	0	75	-10	-3	6	70	44	51	59	68	78	90	104	119	136
Investeringer	0	0	-58	-119	-62	-193	-253	-324	-407	-502	-612	-738	-883	-1050	-1240	0	0	-58	-119	-62	-193	-253	-324	-407	-502	-612	-738	-883	-1050	-1240
<b>Kontantstrøm til total kapitalen</b>	<b>-6</b>	<b>-30</b>	<b>10</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>322</b>	<b>343</b>	<b>451</b>	<b>585</b>	<b>740</b>	<b>920</b>	<b>1128</b>	<b>1368</b>	<b>1643</b>	<b>1959</b>	<b>-6</b>	<b>-30</b>	<b>10</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>322</b>	<b>343</b>	<b>451</b>	<b>585</b>	<b>740</b>	<b>920</b>	<b>1128</b>	<b>1368</b>	<b>1643</b>	<b>1959</b>

Bakgrunnsberegninger: (tall i 1000)		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Salgsinntekt:																
Antall kunder		200	400	600	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600	2800	
Inntekt pr. Kunde		3910	6317,5	7105	8356	9167	10056	11031	12101	13275	14563	15976	17525	19225	21090	
Kundefordringer:																
Leverandørgjeld:		2	108	162	314	513	642	845	1081	1355	1673	2039	2460	2944	3499	4134
		75	65	62	68	138	181	232	290	358	437	527	631	750	886	

## Vedlegg 8: Verdivurdering EK - metoden.

Variabler:	
Avkastningskrav	10,30 %
Realvekst år 11 →	5,00 %

Parametere:	
Skattesats	28,00 %
Årlig kundevekst i stk	200
Årlig vekst i inntjening pr kunde	9,70 %
Lønnskostnad av salgsinntekt	55,00 %
Varekostnad av salgsinntekt	10,00 %
Andre driftskostnader av salgssii	27,00 %
Innvesteringer av salgsinntekt	2,10 %
Kundefordringer av salgsinntek	7,00 %
Leverandørgjeld av varekostna	15,00 %

Resultater: (tall i 1000)	
Nåverdi kontantstrøm	5052
Terminalverdi	35885
Neddiskontert terminalver	11499
Rentebærende gjeld	0
Verdi ved egenkapitalmet	16551

Kontantstrøm: (tall i 1000)	Historiske										Prognostisering					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
År																
Salgsinntekter	5	782	2527	4263	6685	9167	12067	15444	19362	23896	29126	35146	42061	49986	59052	
Varekostnad	0	- 51	- 343	- 410	- 648	- 917	- 1207	- 1544	- 1936	- 2390	- 2913	- 3515	- 4206	- 4999	- 5905	
Lønnskostnader	0	- 559	- 1436	- 2271	- 3616	- 5042	- 6637	- 8494	- 10649	- 13143	- 16019	- 19331	- 23133	- 27492	- 32479	
Andre driftskostnader	- 10	- 171	- 505	- 1246	- 2147	- 2475	- 3258	- 4170	- 5228	- 6452	- 7864	- 9490	- 11356	- 13496	- 15944	
Avskrivninger	0	0	0	- 31	- 68	- 163	- 217	- 257	- 328	- 411	- 507	- 617	- 744	- 890	- 1058	
Netto finans	1	9	21	37	79	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	
<b>Resultat før skatt</b>	<b>-4</b>	<b>10</b>	<b>204</b>	<b>342</b>	<b>285</b>	<b>650</b>	<b>829</b>	<b>1059</b>	<b>1301</b>	<b>1581</b>	<b>1903</b>	<b>2275</b>	<b>2701</b>	<b>3188</b>	<b>3746</b>	
Skatt	1	-3	-57	-96	-80	-182	-232	-296	-364	-443	-533	-637	-756	-893	-1049	
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	<b>147</b>	<b>246</b>	<b>205</b>	<b>468</b>	<b>597</b>	<b>762</b>	<b>937</b>	<b>1138</b>	<b>1370</b>	<b>1638</b>	<b>1944</b>	<b>2296</b>	<b>2697</b>	
Avskrivninger	0	0	0	31	68	163	217	257	328	411	507	617	744	890	1058	
Δ Kundefordringer	-2	-106	-54	-152	-199	-129	-203	-236	-274	-317	-366	-421	-484	-555	-635	
Δ Leverandørgjeld	0	75	- 10	- 3	6	70	44	51	59	68	78	90	104	119	136	
Innvesteringer	0	0	-58	-119	-62	-193	-253	-324	-407	-502	-612	-738	-883	-1050	-1240	
Δ Rentebærende gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Kontantstrøm til egenkapi</b>	<b>-5</b>	<b>-24</b>	<b>25</b>	<b>3</b>	<b>18</b>	<b>380</b>	<b>400</b>	<b>509</b>	<b>643</b>	<b>798</b>	<b>978</b>	<b>1186</b>	<b>1425</b>	<b>1700</b>	<b>2016</b>	

Bakgrunnsberegninger: (t)	Historiske										Prognostisering					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Salgsinntekt:																
Antall kunder		200	400	600	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600	2800	
Inntekt pr. Kunde		3910	6317,5	7105	8356	9167	10056	11031	12101	13275	14563	15976	17525	19225	21090	
Kundefordringer:	2	108	162	314	513	642	845	1081	1355	1673	2039	2460	2944	3499	4134	
Leverandørgjeld:		75	65	62	68	138	181	232	290	358	437	527	631	750	886	

## Vedlegg 9: Verdivurdering EVA-metoden.

Resultater: (tall i 1000)	
Bokført egenkapital pr. 31.12.2011	342
Nåverdi Superprofitt	6181
Terminalverdi	42145
Neddiskontert terminalverdi	13505
Verdi ved EVA-metoden	20028

Variabler:	
Avkastningskrav	10,90 %
Realvekst år 11 →	5,00 %

Parametere:	
Skattesats	28,00 %

Superprofitt: (tall i 1000)	Prognostisering											
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
År												
Vekst i egenkapital	37,13 %	31,64 %	27,98 %	25,37 %	23,41 %	21,89 %	20,67 %	19,67 %	18,84 %	18,14 %		
Egenkapital	469	617	790	991	1222	1490	1798	2152	2557	3021		
Krav til avkastning av egenkapital	51	67	86	108	133	162	196	235	279	329		
Resultat etter skatt	468	597	762	937	1138	1370	1638	1944	2296	2697		
Krav til avkastning av egenkapital	-51	-67	-86	-108	-133	-162	-196	-235	-279	-329		
<b>Superprofitt</b>	<b>417</b>	<b>529</b>	<b>676</b>	<b>829</b>	<b>1005</b>	<b>1208</b>	<b>1442</b>	<b>1710</b>	<b>2017</b>	<b>2368</b>		