



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdivurdering av Pecus AS

Navn: Eirik Gumpen Hansen, Aboubacar Bocar Ntwali, Håvard Øyna

Utlevering: 07.01.2019 09.00

Innlevering: 03.06.2019 12.00

Bacheloroppgave

Verdivurdering av Pecus AS

BTH 3620 - Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon

Totalt antall sider inkludert forsiden: 84 SIDER

Innleveringsdato: 03.06.2019

Eirik Gumpen Hansen

Bocar Ntwali

Håvard Øyna



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 svært spennende og lærerike år ved Handelshøyskolen BI Oslo. Vi var aldri i tvil hva vi ønsket å skrive bacheloroppgave, om da vi alle tre har særskilt interesse innenfor investeringsanalyse og verdsettelse. Valg av tema falt naturligvis på verdsettelse.

Proessen har vært krevende, men ikke minst svært lærerik. På mange måter føler vi at kunnskapen vi har tilegnet oss de siste tre årene endelig ble anvendt i praksis. Vi har erfart at det å arbeide i en gruppe ikke alltid er like lett, men også sett at når vi samarbeider bra får vi de resultatene vi ønsker.

Vi ønsker å takke alle våre dyktige forelesere gjennom disse tre årene, og spesielt vår veileder Tor Tangenes. Hans innspill og tilbakemeldinger har vært uvurderlige og vært til stor motivasjon. Til slutt ønsker vi å takke Thor Uppstad, økonomisjef i Pecus. Thor har bidratt med all den informasjonen vi ønsket og i tillegg kommet med gode innspill rundt krevende problemstillinger.

Oslo, juni. 2019

Sammendrag

I denne oppgaven har vi foretatt en verdivurdering av egenkapitalen til Pecus AS.

Problemstillingen er som følger:

Hva er verdien av egenkapitalen til Pecus per 01.01.2019

Oppgaven starter med en introduksjon av selskapet og bemanning- og rekrutteringsbransjen som en helhet. Deretter følger utredningsmetode, litteratur og verdsettelse. De tre kapitlene tar blant annet for seg validitet, kapitalverdimodellen og fundamental verdsettelse. Kapitlet om finansiell metode er bygget opp rundt det å estimere et avkastningskrav. Tre forskjellige metoder blir presentert. Regnskapsanalysen tar for seg det historiske regnskapet til Pecus og fokuserer på likviditet, lønnsomhet og soliditet.

Videre blir det foretatt flere analyser, både interne og eksterne. Blant annet er det gjort en verdinettverksanalyse som fokuserer på Pecus sine primæraktiviteter. Viktige makroøkonomiske variabler som inflasjon, renter og forholdet mellom den norske og svenske kronen blir lagt fram.

På bakgrunn av de analysene vi foretok begynte vi så å predikere framtidige kontantstrømmer. Hovedverdsettelsen er gjort ved bruk av fundamental verdsettelse. Egenkapitalmetoden er benyttet da Pecus ikke har rentebærende gjeld. Det er benyttet en tiårig eksplisitt periode og en evigvarende terminal periode. En tiårig periode ble benyttet da vi ønsket å få fram de virkelige verdiene, da spesielt siden det forventes høy vekst i framtiden. Videre er det utført en komparativ verdsettelse og da multippelanalyse. Den komparative verdsettelsen er basert på syv sammenlignbare selskaper. De syv selskaperne er ikke direkte sammenlignbare, da de fleste er større enn Pecus både med hensyn på resultat og markedsverdi, men som et bransjegjennomsnitt er sammenligningsgrunnlaget tilstrekkelig.

Til slutt ble det foretatt en sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse. Her ble de variablene og parameterene som det er knyttet mest usikkerhet til testet. Analysene viser at endringer i forventet vekst i salgsinntekter og lønnsatsen for konsulenter har størst effekt på estimert resultat.

Resultatet og svaret på vår problemstilling er som følger:

Verdien av egenkapitalen til Pecus per 01.01.2019 er 17 844 millioner.

Innhold

Forord	i
Sammendrag	ii
Lister	1
Figurliste og tabelliste	1
Symbolliste	2
Begrepsliste	2
1 Innledning	4
1.1 Formål	4
1.2 Problemstilling	4
1.3 Avgrensning og begrensninger	4
1.4 Oppgavens oppbygning	5
2 Oppgavenes Oppbygning	6
2.1 Bedriftsbeskrivelse	6
2.2 Bransjebeskrivelse	7
3 Utredningsmetode	8
3.1 Forberedelse	8
3.1.1 Formål	8
3.1.2 Tilnærming	8
3.2 Datainnsamling	9
3.2.1 Forskningsstrategi	9
3.2.2 Datagrunnlaget	9
3.3 Dataanalyse	10
3.3.1 Analyseverktøy	10
3.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger	10
4 Litteratur	12
4.1 Årsaker til konkurransekraft	12
4.1.1 Det ressursbaserte synet	12
4.1.2 Posisjoneringskolen	13
4.2 Verdikjede og konkurransefortrinn	13
4.3 Verdinettverk	14
4.4 Porteføljeteori og risiko	15

4.5	Kapitalverdimodellens forutsetninger	16
5	Verdsettings litteratur	18
5.1	Fundamental verdsettelse	18
5.1.1	Egenkapitalmetoden	18
5.1.2	Normalresultatmetoden	19
5.1.3	Superprofittmetoden	19
5.2	Komparativ Verdsettelse	20
5.2.1	Markedsbasert tilnærming	20
5.2.2	Balansebasert metode	20
5.2.3	Kostbasert metode	20
5.2.4	Opsjonsbasert metode	21
5.3	Verdibegrepet	21
5.4	Realopsjonsteori	22
6	Finansiell metode	23
6.1	Verdsettingsmetoder og valg av metode	23
6.2	Totalkapitalens avkastningskrav	23
6.3	Egenkapitalens avkastningskrav	24
6.3.1	Estimering av risikofri rente	24
6.3.2	Markedets risikopremie	25
6.3.3	Likviditetspremie	26
6.3.4	Estimering av egenkapitalbeta	27
6.3.5	Proxymetoden	28
6.3.6	Bransjemetoden	29
6.3.7	Justering av egenkapitalbeta	29
6.3.8	Blumes justeringsmodell	30
6.3.9	Total beta for en udiversifisert investor	30
6.3.10	Integrert risikoanalysemodell	31
6.4	Beregning av egenkapitalens avkastningskrav	33
6.5	Beregning av totalkapitalens avkastningskrav	34
6.6	Konsistensbetingelser	34
7	Regnskapsanalyse	35
7.1	Analyseperiode og bransjgjennomsnitt	35
7.2	Analyse av kortsiktig risiko	35
7.2.1	Likviditetsgrad 1	36
7.3	Lønnsomhetsanalyse	36
7.3.1	Totalkapitalrentabilitet	37

7.3.2	Egenkapitalrentabilitet	38
7.3.3	EBITDA margin	39
7.4	Soliditetsanalyse	39
7.4.1	Egenkapitalandel	40
7.4.2	Langsiktig gjeldsgrad	40
8	Strategisk analyse	42
8.1	Inflasjon	42
8.2	Rentenivået	43
8.2.1	Arbeidsledighet	44
8.2.2	Utsikter for bransjen	44
8.3	PESTEL	45
8.3.1	Politiske forhold	45
8.3.2	Økonomiske forhold	46
8.3.3	Sosiale forhold	47
8.3.4	Teknologiske forhold	47
8.3.5	Juridiske forhold	48
8.4	Porters fem krefter	48
8.4.1	Trussel fra nyetableringer	48
8.4.2	Trussel fra substitutter og rivalisering mellom konkurrenter	49
8.4.3	Konsulenter/kundens forhandlingsmakt	49
8.4.4	Leverandørmakt	50
8.5	Verdinettsverksanalyse	50
8.5.1	Primæraktiviteter	50
8.6	SWOT	51
9	Spesifisering av data	53
9.1	Driftsinntekter	53
9.2	Investeringer	54
9.3	Arbeidskapital	54
9.4	Lønnskostnader konsulenter og administrasjon	55
9.5	Varekostnad og andre driftskostnader	56
9.6	Avskrivninger	57
9.7	Skatt	57
9.8	Prisstigning	57
10	Verdivurdering	58
10.1	Egenkapitalmetoden	58
10.2	Multipelanalyse	59

10.2.1 Price/Earnings	60
10.2.2 Price/Book	60
10.3 Oppsummering verdsettelse	61
11 Usikkerhetsbetraktninger	62
11.1 Sensitivitetsanalyse	62
11.1.1 Vekst i salgsinntekter	62
11.1.2 Avkastningskrav	63
11.1.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse	63
11.2 Scenarioanalyse	64
12 Drøfting av analyseresultatene	66
13 Konklusjon	68
13.1 Kritikk av analysen	68
Litteraturliste	70

Figurliste

2.1.1 Oversikt over markedsandeler i 2017 [1]	6
2.1.2 Ledelsesstruktur i Pecus	7
2.2.1 Oversikt over andel utlyste jobber fra bemanningsbyråer i 2017	7
3.1.1 Forskningsprosessen	8
4.3.1 Verdinettverk [20]	14
4.4.1 Grafisk framstilling av “The Efficient Frontier” [23]	15
4.5.1 Grafisk framstilling av kapitalverdimodellen [25]	17
7.2.1 Likviditetsgrad 1	36
7.3.1 TKR etter skatt i prosent	37
7.3.2 EKR etter skatt i prosent	38
7.3.3 EBITDA margin i prosent	39
7.4.1 Egenkapitalandel	40
7.4.2 Langsiktig gjeldsgrad	41
8.0.1 Modelloversikt	42
8.1.1 Inflasjon med usikkerhetsvifte	43
8.2.1 Styringsrenten med usikkerhetsvifte	44

Tabelliste

6.3.1 Nøkkeltall SJR [50]	28
6.3.2 Egenkapitalbeta i bransjen	29
6.3.3 Bransjerisiko	32
6.3.4 Forretningsmessig risiko	32
6.3.5 Estimering av risikotillegg	32
6.4.1 Avkastningskrav ved proxymetoden	33
6.4.2 Avkastningskrav ved bransjemetoden	33
6.4.3 Avkastningskrav ved integrert risikoanalysemodell	33
7.3.1 Totalkapitalrentabilitet etter skatt [%]	38
8.6.1 SWOT-analyse	52
9.3.1 Historisk arbeidskapital	54
9.3.2 Estimert framtidig arbeidskapital	55
9.5.1 Varekostnad og andre driftskostnader i % av salgsinntekter	56
9.6.1 Avskrivninger	57
10.1.1 Oppsummering eksplisitt periode	58
10.1.2 Oppsummering terminalverdi	58
10.1.3 Estimert nåverdi av egenkapitalen	58
10.2.1 Multipler i bemannings- og rekrutteringsbransjen	59
10.3.1 Egenkapitalens verdi (NOK 1000)	61
11.1.1 Vekst i salgsinntekter (NOK 1000)	62
11.1.2 Justert avkastningskrav (NOK 1000)	63
11.2.1 Scenarioanalyse (NOK 1000)	64
11.2.2 Scenarioanalyse 2 (NOK 1000)	65

Symbolliste

β	Systematisk risiko verdipapir
β_E	Egenkapitalbeta
$\sigma(j)$	Standardavvik aksje
$\sigma(m)$	Standardavvik markedsporteføljen
$E(R_f)$	Risikofri rente
$E(R_j)$	Forventet avkastning egenkapitalen
$E(R_m)$	Forventet avkastning markedsporteføljen
$EV/EBITDA$	Enterprise value dividert på EBITDA
$Korr(j,m)$	Korrelasjon mellom aksje og markedsporteføljen
P/B	Aksjepris dividert på balanseverdi
P/E	Aksjepris dividert på resultat etter skatt
P/S	Markedsverdi dividert på omsetning
R_d	Avkastningskravet til gjeld
R_e	Avkastningskrav til egenkapitalen
Ri_t	Residualinntekt/meravkastning

Begrepsliste

WACC	Weighted Average Cost of Capital
NPV	Netto nåverdi
FCFE	Fri kontantstrøm til egenkapitalen
TKR	Totalkapitalrentabilitet
EKR	Egenkapitalrentabilitet
EBITDA	Inntekt før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger
EBIT	Inntekt før renter og skatt
LG 1	Likviditetsgrad 1
KVM	Kapitalverdimodellen
OM	Omløpsmidler
IV	Investert kapital
EV	Selskapsverdi
E	Egenkapital
D	Gjeld
S	Skatt
V	Vekst
SSB	Statistisk sentralbyrå
KPI	Konsumprisindeksen
MPT	Moderne porteføljeteori
RBV	Ressursbaserte synet
SCP	Structure, Conduct, Performance
SWOT	Styrker, svakheter, muligheter og trusler
PESTEL	Politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold
IVSC	International Valuation Standards Council

1 Innledning

Verdsettelse er et tema som får stor oppmerksomhet i aviser og næringsliv. Hver uke publiseres det aksjetips i ulike aviser, hvor meglerhusene anbefaler enten kjøp, hold eller salg. Variasjonen i kursmål varierer ofte svært mye, og nettopp på grunn av dette ønsket vi å skrive en bacheloroppgave innenfor verdsettelse. Målet var at ved å selv utføre en verdsettelse skulle vi få en bedre forståelse av temaet, men også en bedre forståelse for hvorfor meglerhusene sine anbefalinger er så ulike.

1.1 Formål

Denne oppgaven sitt formål er å estimere verdien av egenkapitalen til Pecus AS per 01.01.2019. Verdsettelsen vil hovedsaklig bli gjort ved en fundamental verdsettelse og ved bruk av egenkapitalmetoden. Det endelige resultatet er ment til å synliggjøre de verdiene dagens eier besitter.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen er utarbeidet av gruppens medlemmer og tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, samt kunnskap vi har tilegnet oss gjennom semesteret og gjennom vårt studie ved Handelshøyskolen BI.

Problemstillingen vår er som følger: "Hva er verdien av egenkapitalen til Pecus per 01.01.2019".

1.3 Avgrensning og begrensninger

De variablene og forutsetningene vi har tatt i oppgaven baserer seg på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, diverse analyser og informasjon gitt til- og tidligere tilegnet oss om temaet. Flere av kostnadene i selve verdivurderingen er bygget opp slik at de påvirkes av salgsinntektene. Blant annet er lønnskostnader til konsulenter beregnet som en gitt prosentsats av totale salgsinntekter. Eventuelle avvik i salgsinntekter vil følgelig påvirke lønnskostnader til konsulenter.

Avkastningskravet er justert slik at det skal representere hva en udiversifisert investor har av risiko. Dette fordi dagens eier er å anse som udiversifisert. Ved en potensiell

emisjon eller salg, hvor kjøper er diversifisert må avkastningskravet justeres.

Det er benyttet tre forskjellige vekstrater for salgsinntekter, og avkastningskravet som er benyttet holdes konstant gjennom prognoseperioden. Det å spå en eksakt vekst er krevende og så si umulig. Vi regner med noen avvik fra oppgitt vekst, men ikke de store utslagene. Selskapet forventes å ha høy vekst, og at både likviditet og soliditet bedres gjennom prognoseperioden. Følgelig burde nok avkastningskravet vært noe redusert gjennom perioden, men grunnet usikkerhet i forhold til vekstestimatene og andre usikkerhetsmomenter er ikke dette gjort. Avkastningskravet holdes dermed konstant i analysen.

1.4 Oppgavens oppbygning

I kapittel 1 blir formålet og de begrensninger presentert. Kapittel 2 inneholder en bedriftsbeskrivelse av Pecus og den generelle bemannings- og rekrutteringsbransjen i Norge. Videre følger utredningsmetode hvor blant annet validitet og reliabilitet blir presentert. Kapittel 4 inneholder litteratur, og kapittel 5 tar for seg litteratur innenfor verdsettelse, hvor ulike verdsettelsesteknikker blir belyst. Finansiell metode følger så, hvor avkastningskravet og de parametrene som hører med blir presentert. Kapittel 7 er regnskapsanalyse, og kapittel 8 inneholder strategiske analyser. Her foretas det blant annet en PESTEL og en verdinettverksanalyse. Kapittel 9 er spesifisering av data. De ulike forutsetningene og parameterene benyttet i verdivurderingen blir her lagt fram. Kapittel 10 er selve verdivurderingen. En fundamental verdsettelse og en komparativ analyse blir presentert. Usikkerhetsmomentene i verdivurderingen blir i kapittel 11 lagt fram. En sensitivitetsanalyse og scenarioanalyse presenteres. Kapittel 12 og 13 inneholder en drøfting av analyseresultatene og en konklusjon. Til slutt er de analysene som er blitt utført kritisert.

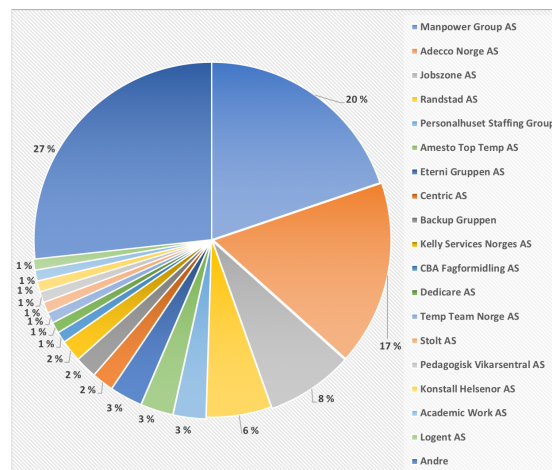
2 Oppgavenes Oppbygning

2.1 Bedriftsbeskrivelse

Pecus AS, heretter Pecus er et bemannings- og rekrutteringsbyrå som ble stiftet 12.12.2012. Pecus leier ut og rekrutterer arbeidskraft innenfor lagertjenester, bygg og anlegg, reklame og montasje. De har som mål å skape et personlig forhold med alle deres kunder slik at langvarige kunderelasjoner både oppnås og bevares. Kontaktnettverket er derfor svært viktig og deres største styrke.

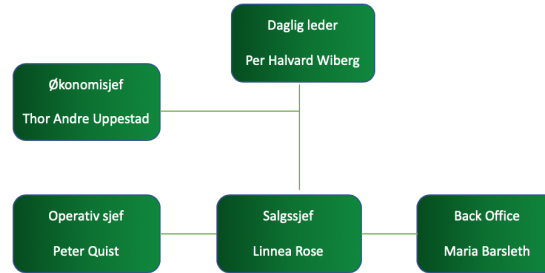
Pecus har i stor grad peilet seg inn på det svenske markedet, og gjennom flere år opparbeidet seg en CV-database med kvalitetssikret svensk personell. De skriver på sine nettsider at de vil være førstevalget for folk i Norden som søker jobb i Norge.

Fra figur 2.1.1 ser vi at Pecus inngår under kategorien “andre”, som totalt har en markedsandel målt i omsetning på 27 %.



Figur 2.1.1: Oversikt over markedsandeler i 2017 [1]

Pecus har kontor i Oslo, hvor de leier to etasjer av Hathon Holding AS. Husleieavtalen ble reforhandlet i 2018, og løper to år fram i tid. I administrasjonen er det i dag 12 fulltidsansatte som driver med økonomi, planlegging, kunder og rekruttering. Pecus har kun en eier, og har per dags dato ikke et operativt styre. Wihold AB er morselskapet og eieren, Per Halvard Wiberg er daglig leder i Pecus. Selskapet hadde i 2017 en omsetning på 56,6 millioner og et driftsresultat på 2,5 millioner [2]



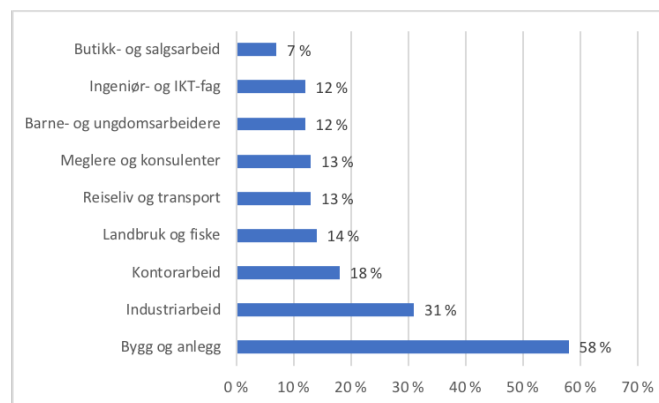
Figur 2.1.2: Ledelsesstruktur i Pecus

2.2 Bransjebeskrivelse

Bemannings- og rekrutteringsbyråer leier ut og rekrutterer arbeidskraft til andre virksomheter i næringslivet. Kontor og administrasjon, helsevesenet, byggbransjen og industri er typiske områder hvor bemannings- og rekrutteringsbyråer benyttes. Innleie fra bransjen er som hovedregel kun tillatt ved et midlertidig behov, men arbeidsmiljøloven tillater enkelte unntak fra dette [3].

Bemannings- og rekrutteringsbransjen er med på å begrense arbeidsledigheten, og er samtidig en viktig inngangsport til arbeidslivet for de som har utfordringer med å komme seg i arbeid. Gjennomsnittlig tid for konsulenter i bransjen er fire måneder [4].

I 2017 sto rundt 1000 norske bemannings- og rekrutteringsbyråer for å få 83 000 personer i arbeid, som til sammen utførte rundt 25 000 årsverk. Dette utgjør 1 prosent av alle utførte årsverk i Norge [1]. Fra figur 2.2.1 følger det en oversikt over andel utlyste jobber fra bransjen.

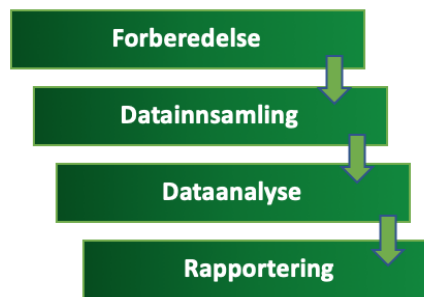


Figur 2.2.1: Oversikt over andel utlyste jobber fra bemanningsbyråer i 2017

3 Utredningsmetode

3.1 Forberedelse

I startfasen av dette prosjektet, begynte vi med en idé, som videre ble utformet til et tema, og deretter til en konkret problemstilling [5]. Vi opparbeidet oss kunnskap om temaet gjennom å lese relevant teori om verdsettelse, tidligere studentoppgaver og artikler skrevet av anerkjente fagfolk. Før vi satt i gang med oppgaven lagde vi en litteraturmatrise som skulle hjelpe oss med å systematisere kilder. Vi fikk også god hjelp av økonomisjef i Pecus, Thor Andre Uppstad, som ga oss et godt innblikk i virksomheten. Fra figur 3.1.1 følger det en oversikt over selve prosessen.



Figur 3.1.1: Forskningsprosessen

3.1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å estimere markedsverdien av egenkapitalen til Pecus. Selskapet har kun en eier og målet med oppgaven er å bevisstgjøre eieren om hvilken verdi selskapet har, enten ved emisjon eller som going concern.

3.1.2 Tilnærming

En vanlig praksis er å skille mellom induktiv metode og hypotetisk deduktiv metode. Induktiv metode handler om å konstruere forventninger, hypoteser og teorier ut fra et utvalg av erfaringer, samt å trekke konklusjoner basert på et begrenset antall hendelser [6]. Den induktive logikken beveger seg fra empiri til teori, der problemstilling og teori kommer ut som et resultat av observasjoner og analyser [7].

Ved deduktiv metode snur man om og sjekker teori mot praksis. Deduktiv tilnærming skal basere seg på sammenlignbart materiale, enten ved utvikling eller implementering

av stoff som allerede er tilgjengelig. Deduktiv metode utleder en problemstilling med utgangspunkt i en teori, som dermed vil få innvirkning på valg av metodisk opplegg, dataomfang og analyse [7]. Etter å ha funnet passende teorier og modeller, setter man opp antakelser man ønsker å teste og gjennomfører deretter disse i henhold til empirien.

Vi har i denne oppgaven valgt en deduktiv tilnærming, da vi kun bruker anerkjente teorier og modeller for å estimere verdien av Pecus.

3.2 Datainnsamling

Etter å ha valgt problemstilling og gjort nødvendige forberedelser, går man over i en ny fase. Denne består av å samle inn data som analyseres og belyser problemstillingen, samt svarer på de spørsmålene som formuleres i den første fasen. [8]. Oppgaven har herunder benyttet seg av både kvantitativ og kvalitativ datainnsamling, samt primær og sekundærdata.

3.2.1 Forskningsstrategi

For å besvare problemstillingen velger vi et forskningsdesign som er hensiktsmessig for oppgavens resultat [5]. Siden vi i denne oppgaven fordyper oss i ett spesifikt tema, faller det naturlig å benytte et casestudie design. Casestudier er ikke anerkjent som en vitenskapelig metode, men som et forskningsdesign [9]. Vanligvis klassifiseres forskningsdesign under tre typer: Eksplorerende design, hvor problemstillingen er uklar, deskriptivt hvor det er en beskrivende problemstilling og kausalt design som forklarer [10]. Siden oppgaven har en tydelig problemstilling utelukker det bruk av et eksplorerende design. Denne besvarelsen bærer preg av både et deskriptivt og kausalt forskningsdesign, da vi i de fleste tilfeller har god kunnskap om emnet.

Mot slutten av besvarelsen benytter vi oss av et kausalt undersøkelsesdesign, hvor sammenhengen mellom variabler og usikkerheten i analysene blir drøftet.

3.2.2 Datagrunnlaget

Videre i prosessen gjelder det å samle inn nødvendig, relevant og pålitelig data som bidrar til å løse den gitte problemstillingen [5]. Det skilles her mellom kvalitative og kvantitative variabler [8]. Sistnevnte fremkommer gjerne i et regnskap eller gjennom statistikk. Kvalitative variabler presenteres i form av tekster, lyd og bilder [5]. Siden

oppgaven har som mål å verdsette et selskap er det naturlig å hente inn kvantitativ data fra både resultat og balanseregnskapet. Likvel tar en verdsettingsoppgave også for seg svært mange emner som krever bruk av lærebøker, rapporter og ulike tidsskrifter, altså kvalitativ data.

Innenfor kildekritikk skiller vi mellom primær og sekundærkilder. Ved å støtte seg på ulike former for kilder skaper man et godt fundament for videre arbeid. I vårt tilfelle har vi hatt god tilgang til primærkilder, da Pecus sin økonomisjef har vært svært hjelpelig med informasjon. I forlengelsen av dette har vi studert master og bacheloroppgaver, samt prognoser fra Norges Bank og KPI fra SSB.

3.3 Dataanalyse

3.3.1 Analyseverktøy

Det nest siste steget i prosessen består av å analysere og tolke en mengde data ved hjelp av forskjellige verktøy og teknikker [5]. Vi benyttet både kvalitativ og kvantitativ data. Spesielt i analysen av de interne og eksterne forholdene knyttet til Pecus benyttet vi en rekke analyser, herunder PESTEL- analyse og Porters fem krefter. Med disse to verktøyene tok vi for oss de eksterne forholdene i Pecus, mens vi benyttet en verdinnettverksanalyse for å kartlegge de interne forholdene. Videre ble funnene oppsummert i en SWOT- analyse.

Ved enhver verdsettelse er det knyttet en del usikkerhet til de resultatene som blir funnet. For å håndtere den usikkerheten på best mulig måte har vi gjennomført en sensitivitet og scenarioanalyse der vi endret ulike variabler for å teste nåverdiens følsomhet.

3.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

I arbeidet med denne oppgaven har vi fokusert på å benytte oss av kvalitetssikrede kilder og rapporter. I visse tilfeller har vi måtte tatt forutsetninger og forenklinger, men dette er også naturlig i en verdsettingsoppgave hvor det er mye usikkerhet. Resultatene våre er preget av informasjonen fra ledelsen i Pecus, den litteraturen vi har benyttet og de forutsetningene vi har tatt.

For å teste om de resultatene vi har kommet fram til er gyldige, og til å stole på, kan vi undersøke validiteten og reliabiliteten. Validitet og reliabilitet er mål på gyldigheten og påliteligheten til datamaterialet som er benyttet [5]. Validitet er nærmere bestemt et mål

på om undersøkelsene som er foretatt faktisk bidrar til å besvare den gitte problemstillingen [5]. Reliabilitet er et mål på påliteligheten til undersøkelsene som er foretatt [5]. Mer spesifikt vil høy reliabilitet karakteriseres av samsvarende konklusjoner. Altså, vil andre studenter eller akademikere komme fram til lik konklusjon.

Reliabiliteten i oppgaven anser vi som tilfredstillende. Vi har benyttet pålitelig data og flere av de forutsetningene vi har tatt er basert på troverdig verdsettingslitteratur. Flere av forutsetningene er også basert på informasjon vi har blitt gitt av Pecus. Denne informasjonen kan tenkes å være noe påvirket av deres egeninteresse, altså være noe optimistisk. Derfor har alle innspillene vi har fått blitt vurdert og diskutert nøye. I de fleste tilfeller har vi ikke funnet noen grunn til moderere disse, da vi har hatt sammenfallende tankegang rundt det meste. Dette særdeles flotte samarbeidet med bedriften kan tenkes å ha påvirket reliabiliteten i en viss grad. Andre aktører som ønsker å foreta en verdivurdering kan tenkes å benytte andre parametere enn oss, da de ikke har tilgang på like mye informasjon. Likvel er det ingen av de forutsetningene vi har tatt som framstår som urimelige. En lavere grad av informasjonsutveksling mellom oss og Pecus ville ikke ha endret våre estimater nevneverdig. En verdsettelse er i de fleste tilfeller basert på analyser, litteratur og en god del skjønn. På grunn av at den inneholder noe skjønn er det også naturlig at forskjellige aktører vil komme fra til noe ulike konklusjoner.

Opgavens problemstilling er svært spesifikk og gir lite rom for tolkning. Vi vurderer dermed validiteten til svært høy. Selv mener vi å ha svart konkret og utfyllende på hva problemstillingen ønsker å undersøke. Alle analysene vi har foretatt har bidratt til å skape økt innsikt og framgang i oppgaven.

4 Litteratur

Formålet med teoridelen er at den skal fungere som et rammeverk og som et teori-grunnlag for analysene gjort i kapittel 6 og 8. Teorien er nøye utvalgt og vil bidra til å belyse forhold som konkurransekraft, konkurransefortrinn, verdinettverk, verdsettelse og verdibegrepet.

4.1 Årsaker til konkurransekraft

Strategilitteraturen har forsøkt å forklare konkurransekraft på flere forskjellige måter, men en eksakt definisjon som både er målbar og tydelig er krevende å definere. Likevel prøver vi oss på en definisjon. Planlagte og tverrfaglige tiltak som over tid skal gjøre at ressurser, aktiviteter og kompetanse anvendes slik at forventninger til interessenter oppfylles [12]. Årsaken til at en eksakt definisjon er krevende å formalisere er grunnet kompleksiteten i begrepet, og at konkurransekraft ikke kan bli sett på som en faktor, men heller hvordan en organisasjon klarer å binde sammen alle de ulike rollene i en organisasjon [13].

Konkurransekraft kan analyseres ved bruk av det ressursbaserte synet og posisjoneringskolen som er to av de mest grunnleggende forklaringsmodellene.

4.1.1 Det ressursbaserte synet

Det ressursbaserte synet tar for seg bedriftens ressurser, og hvordan de anvendes for å bygge konkurransefortrinn. Alle virksomheter som ikke har vedvarende konkurransefortrinn er nødt til å ha ressurser som er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og ikke-substituerbare [14].

For å kartlegge disse ressursene kan man bruke VRIO-analysen til Jay Barney (2004). VRIO står for verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og utnyttet (O). Den måler i hvor stor grad en ressurs oppfyller de forskjellige parameterne i modellen.

RBV har tidligere blitt kritisert for og ikke dekke utviklingen i ressursene, og dermed også blitt kalt statisk. Dette førte til at det ble gjort forbedringer i modellen, og dynamiske kapabiliteter ble implementert.

4.1.2 Posisjoneringskolen

I dagens krevende marked er bedriftens evne til å tilrive seg et varig konkurransemessig fortrinn i all hovedsak forklart ved SCP-attributene. Evnen til å identifisere og penetre slike bransjer med gjeldende attributter er helt essensielt i jakten på å beskytte en attraktiv markedsposisjon og dermed være i forkant av sine konkurrenter. Der SCP-rammeverket peker på bransjestruktur som førende for de strategiske valg som gjøres i virksomheten og dermed påvirker prestasjonene i stor grad, fokuserer Porters fem krefter først og fremst på lønnsomhet. Videre sier Porter at potensialet for lønnsomhet i bransjen er negativt korrelert med styrken på hver av disse kreftene [15]. I optimum ønskes disse kreftene så svake som overhode mulig. Mer informasjon angående dette følger under Porters fem krefter i delkapittel 8.4.

4.2 Verdikjede og konkurransefortrinn

Teorien om verdiskapning anvendes til å kartlegge hvordan en organisasjon skaper verdi. Flere ulike begreper benyttes, blant annet: verdikjede, verdiverksted og verdinettverk. I tradisjonell forretningsstrategi er Michael Porter sin verdikjede mye brukt. Verdikjeden kan anses som en mal for å kartlegge de ulike strategiske aktivitetene i en bedrift [16]. Selve verdikjeden kan forstås som et samlet bilde på alle aktiviteter som foregår i en organisasjon. Fundamentet til teorien er at konkurransekraft ikke kan isoleres til en bestemt faktor, men ved å studere strategiske aktiviteter i organisasjonen under ett. Videre kan verdiskapning i form av en verdikjede anvendes til å bevare og utvikle varige konkurransefortrinn [16]. Stordriftsfordeler, internt samspill, vertikal integrering, reguleringer og bransje posisjonerings er noen av de viktigste verdidriverne [15].

Selve prosessen med å kartlegge hvordan en organisasjon skaper verdi gjøres ved bruk av en verdikjedeanalyse. I moderne økonomi- og virksomhetsstyring anvendes ofte verdikjedeanalysen på hele verdisystemet [15]. Dette for å unngå suboptimalisering både på avdelingsnivå, men også for å hindre at effektiviseringstiltak påvirker distributører eller samarbeidspartnere på en negativ måte.

Verdikjedemodellen bygger på en organisasjon innenfor industrien og derav ikke passende for Pecus. Verdien til Pecus sitt produkt blir først blir kjent i interessentene sine hender, og enhver verdivurdering av produktet før det når kunden vil kunne være teoretisk riktig [17]. Derfor følger det at en verdikjedemodell, ikke vil fungere hensiktsmessig.

4.3 Verdinettverk

Et verdinettverk beskriver en formidlene virksomhet som primært skaper nettverksforhold mellom konsulenter og kunder som er, eller ønsker å være avhengige av hverandre [18]. En organisasjon i et verdinettverk arbeider parallelt både med kunder og konsulenter, mens en organisasjon i en verdikjede og et verdiverksted arbeider sekvensielt [18]. Et verdinettverks sine aktiviteter kan i følge Stabell og Fjellstad (1998) deles inn i tre ulike primæraktiviteter: tjenesteyting, infrastruktur og kundenettverk. Tjenesteyting omhandler etableringen og utviklingen av relasjoner mellom konsulenter og kunder, samt å håndtere praktiske utfordringer som oppstår. Infrastruktur omhandler selve oppbygningen av nettverket, og at det fungerer på en tilfredstillende måte slik at unødvendige problemer unngås. Den siste primæraktiviteten er kundenettverk og omhandler sammensetningen av framtidig eller allerede eksisterende nettverk. Komposisjonen av nettverket må være sammensatt slik at konsulenter og kunder kan utnytte seg av nettverket på en best mulig måte. Når begge parter kan nyttiggjøre seg av alle aspektene innad i nettverket kan det oppstå en positiv nettverkseksternalitet [19]. Dette oppnås igjen ved markedsføring, oppfølging av konsulenter og kunder og ved avslutning av eksisterende forhold. I figur 4.3.1 ser vi et eksempel på hvordan et verdinettverk kan se ut.

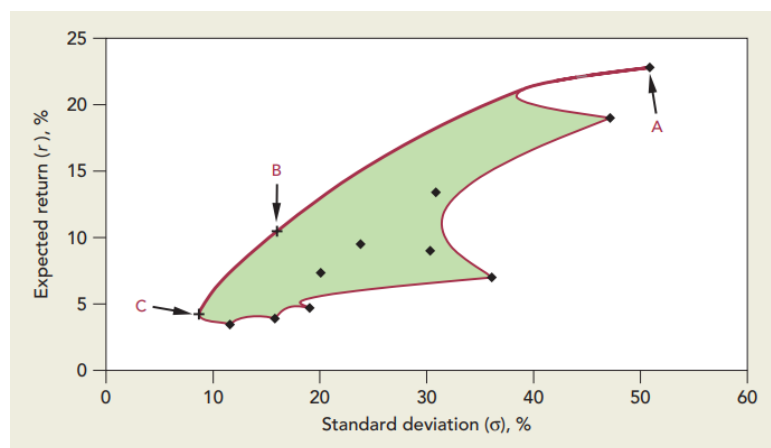


Figur 4.3.1: Verdinettverk [20]

4.4 Porteføljeteori og risiko

Harry Markowitz var den første til å etablere teori rundt moderne porteføljeteori i 1952 og i dag fungerer teorien som et rammeverk for moderne fondsforvaltning og for private investorer [21]. Teorien fokuserer på risiko, forventet avkastning, korrelasjon, diversifisering og generelt en optimalisering av porteføljer i aksjemarkedet [22]. På bakgrunn av dette ble “Markowitz frontier” eller “The efficient frontier“ skapt. Modellen viser hvordan en investor kan oppnå høyest mulig risikojustert avkastning. Modellen forutsetter en lineær sammenheng mellom risiko og avkastning, rasjonelle investorer, risikoaverse investorer og at markedet er effisient. I praksis betyr det at investorer forutsettes å velge den kontantstrømmen eller porteføljen med lavest risiko, gitt lik forventet avkastning.

Markowitz formaliserte matematisk hvordan korrelasjonen mellom aksjer kan brukes til å skape en diversifiseringsgevinst, og derav skape en mer effektiv portefølje [22]. En effektiv portefølje kjennetegnes av høy risikojustert avkastning. En effektiv portefølje kan skapes ved å eie flere verdipapirer slik at deler eller hele den bedriftsspesifikke risikoen elimineres. Videre kan investorer maksimere forventet avkastning for et gitt risikonivå ved å endre eierandelen i verdipapirer med hensyn på samvariasjonen i porteføljen [22]. Gjennom å finne den perfekte vektningen av eiendeler i forhold til samvariasjon kan investorer skape en optimal portefølje, altså der hvor den risikojusterte avkastningen er høyest mulig. I figur 4.4.1 er den optimale porteføljesammensetningen gitt ved punkt (A, B, C). Disse tre punktene representerer den høyeste risikojusterte avkastningen.



Figur 4.4.1: Grafisk framstilling av “The Efficient Frontier” [23]

4.5 Kapitalverdimodellens forutsetninger

Kapitalverdimodellen ble først introdusert av Jack Treynor i 1962, men også Sharpe, Lintner og Mossin publiserte forskningsmateriale angående KVM på midten av 1960-tallet. KVM bygger på Harry Markowitz sin moderne porteføljeteori fra 1952, men supplert med betingelsen om at kapitalmarkedet skal være i likevekt. KVM estimerer forholdet mellom risiko og forventet avkastning i et verdipapir eller en portefølje [24]. Fundamentet i teorien er at investorer som tar investeringer med risiko skal bli kompensert for denne økte risikoen. For å oppnå dette tillegges investeringer med risiko en markedspremie. Dermed følger det at avkastningskravet til en investering med risiko er summen av risikofri rente og markedspremien. Ligning 4.5.1 viser hvordan KVM anvendes rent matematisk.

$$E(R_J) = R_f(1 - S) + \beta[E(R_m) - R_f(1 - S)] \quad (4.5.1)$$

KVM er basert på flere forutsetninger om investorer og kapitalmarkedet.

1. Investorene:

Risikoaverse investorer som alltid vil velge den aksjen som gir høyest risikojustert avkastning. Investorer har samme enperiodiske tidshorisont og homogene forventninger i forhold til avkastning og risiko [25].

2. Kapitalmarkedet:

Alle investorer har lik låne og sparerente. Ingen transaksjonskostnader. Ingen investorer har privat eller utilgjengelig informasjon og tilbudet i markedet er gitt [25].

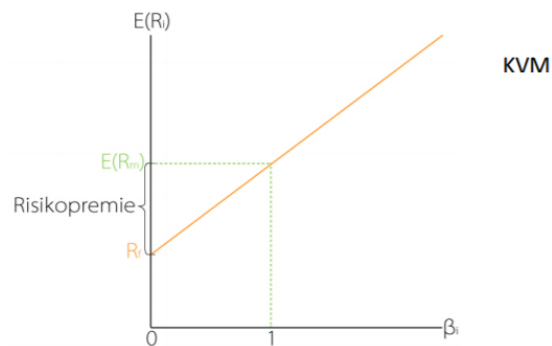
KVM er som sagt basert på flere forutsetninger om både markedet og investorer. Blant annet er bransjespesifikk risiko eller den usystematiske risikoen forventet å være eliminert gjennom diversifisering. Investorer med diversifiserbar risiko vil derfor ikke få noen meravkastning for den ekstra risikoen de påtar seg [26]. I praksis betyr dette at forventet avkastning er perfekt korrelert med selskapets beta [24]. Derfor følger det rent matematisk at en høy betaverdi skal resultere i høyere avkastning og avkastningskrav. Det interessante her er derimot at forskning utført i 1981-1985 i USA og på Oslo Børs ikke viser en signifikant sammenheng mellom høye betaverdier og høyere avkastning [25].

På den andre siden er det derimot bevist at KVM ikke kan forklare tverrsnittvariasjonen i avkastningen for selskaper med lik beta [27]. Blant annet påvirker nøkkeltall som P/S ,

P/E og størrelsen på selskapet avkastningskravet.

Videre er KVM basert på hypotesen om effisiente markeder som sier at et effisient marked er der hvor priser reagerer umiddelbart på all informasjon på en objektiv måte [28]. Aksjepriser skal derfor være “random walk” siden ingen investorer har muligheten til å spå framtiden. Likevel finnes det empiri som viser at aksjepriser ikke reflekterer all tilgjengelig informasjon. Grossman og Stiglitz påpekte blant annet at hvis markedet er effisient vil ikke investorer har noe insentiv til å finne og undersøke informasjon og derfor vil ikke markedsprisene lenger reflektere all informasjon [29]. Derav ikke et effisient marked [30].

KVM har flere begrensninger som gjør at bruken av modellen kan diskuteres. Likvel er KVM i dag den mest brukte modellen for å kalkulere et passende avkastningskrav. Simpliteten i modellen og teorifundamentets styrke gjør at modellen vil bli brukt i vår oppgave. Figur 4.5.1 viser forholdet mellom verdipapirmarkedslinjen, β og forventet avkastning.



Figur 4.5.1: Grafisk framstilling av kapitalverdimodellen [25]

5 Verdsettings litteratur

Det finnes flere ulike verdsettingsmetoder og teknikker for å verdsette et selskap. Som regel klassifiseres de ulike metodene inn i fem kategorier: inntjeningsbasert tilnærming, markedsbasert tilnærming, balansert tilnærming, kostbasert tilnærming og opsjonsbasert tilnærming [11]. Klassifikasjonene er basert på hver og en sin definisjon av verdi og er først og fremst en praktisk tilnærming og egner seg dermed ikke til en semantisk eller verdsettings teoretisk synsvinkel [11]. Videre kan metodene deles inn i tre hovedkategorier: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Selv om man velger å holde seg til en hovedteknikk, er det ofte anbefalt å supplere med en eller flere av de nevnte teknikkene. På denne måten kan estimert resultat kontrolleres, og eventuelle feil bli rettet opp. Vi ønsker å understreke at disse metodene ikke nødvendigvis behøver å ekskludere hverandre, men kan fungere som et nyttig supplement for å underbygge det man har gjort i hovedverdsettelsen. Litteraturen fra verdsettings kapittelet er i hovedsak hentet fra Kaldestad og Møller [11]

5.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en inntjeningsbasert metode hvor det estimeres framtidige kontantstrømmer ved bruk av strategiske analyser, regnskapsanalyse og virksomhetsspesifikke forhold [11]. Gjennom analysene etableres det prognoser og et bilde på framtiden estimeres. Metoden er tidskrevende, da den krever god innsikt i selskapet samt en forståelse av selskapets posisjon i markedet og den forventede utviklingen. Metoden baserer seg på flere forutsetninger, som framtidig vekst, inflasjon og avkastningskrav. Derav er det mye usikkerhet knyttet til resultatet. Det finnes flere ulike teknikker innenfor fundamental verdsettelse, og vi vil belyse tre teknikker: egenkapitalmetoden, normalresultat og superprofitt.

5.1.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden tar utgangspunkt i kontantstrømmene som tilfaller eierne av selskapet, og følgelig er det justert for endringer i lån og rentebetalinger. Hadde man ønsket kontantstrømmen til totalkapitalen ville dette ikke blitt justert for. Det er ofte vanlig å dele inn i en eksplisitt og en terminal periode. Terminal periode er vanlige å bruke da det etter et visst antall år ikke lenger er noe verdi i og fortsette å estimere kontantstrømmer [31]. Dette fordi usikkerheten blir for stor. Ved bruk av Gordons formel

og egenkapitalens avkastningskrav estimeres terminalverdien. Fra ligning 5.1.1 følger formelen for egenkapitalmetoden og bruken av Gordons formel.

$$\text{Egenkapitalens verdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE}{(1+R_e)^t} + \frac{FCFE}{(1+R_e)^t \cdot (R_e - V)} \quad (5.1.1)$$

5.1.2 Normalresultatmetoden

Egenkapitalmetoden utredet i ligning 5.1.1 estimerer egenkapitalens verdi ved bruk av en eksplisitt periode og en terminal periode. Modellen er tidskrevende, og en forenklet modell kan være å foretrekke [11]. Normalresultat tar utgangspunkt i en konstant konstantstrøm gjennom prognoseperioden. Den antatte eller normaliserte konstantstrømmen blir diskontert med avkastningskravet og ved bruk av Gordons formel. Den eksplisitte perioden hvor det kan være varierende vekst og avkastningskrav er ikke med i modellen, kun terminalverdien estimeres [11]. Terminalverdien diskonteres som en evigvarende annuitet med vekst. I modellen vår har vi valgt å diskontere med egenkapitalens avkastningskrav, men det kan også diskonteres med total kapitalens avkastningskrav. Formelen for normalresultatmetoden følger av ligning 5.1.2.

$$\text{Egenkapitalens verdi} = \frac{FCFE}{(R_e - V)} \quad (5.1.2)$$

5.1.3 Superprofittmetoden

Superprofittmetoden fokuserer på avkastningskravet og den alternativkostnaden man har ved å velge et alternativ framfor et annet [11]. Modellen sier at verdien av egenkapitalen er lik investert kapital \pm nåverdien av merverdien eller mindre verdien kapitalen generer [11]. Superprofitten er da merverdien selskapet generer etter at avkastningskravet er tatt hensyn til. I ligning 5.1.3 er modellen framstilt.

$$\text{Selskapsverdi} = IV + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1+R_e)^t} \quad (5.1.3)$$

En forutsetning for å bruke ligning 5.1.1, 5.1.2 og 5.1.3 er at det utarbeides et passende avkastningskrav som tar hensyn til både tidsverdien av penger og risiko. Det er ingen selvfølge at man bør benytte disse modellene, da metodene er tidskrevende sammenlignet med andre teknikker. En positiv side ved de tre metodene er at vi som oftest slipper

å manipulere regnskapstall, og da et mer troverdig resultat [11].

5.2 Komparativ Verdsettelse

Komparativ verdsettelse baserer seg på å sammenligne eiendeler eller markedsverdien til et sammenlignbart selskap [32]. Det finnes både en direkte metode og en indirekte metode. Den direkte metoden sammenligner multipler, og den indirekte metode ofte kalt substansverdimodellen ser på verdien av eiendeler og gjeld [32].

5.2.1 Markedsbasert tilnærming

En markedsbasert tilnærming gjennomføres ved å innhente nødvendig informasjon angående pris og eiendeler for komparative selskaper, og deretter justere for ulikheter [11]. Ved bruk av verdierestimer på sammenlignbare selskaper vurderes så egen selskapsverdi. Det er vanlig å bruke multiplikatormodellen, og da prismultipler til å estimere verdien [33]. En viktig forutsetning er at en kan finne sammenlignbare selskaper, men i flere tilfeller kan dette være svært krevende. Eksempler på prismultipler er: P/B , P/S , P/E og $EV/EBITDA$.

5.2.2 Balansebasert metode

I motsetning til en inntjeningsbasert metode, verdsetter en i balansebasert metode verdien av selskapets eiendeler eller disponible midler, etter at gjeld er fjernet. En slik tilnærming vil primært basere seg på hva aktører i spotmarkedet mener eiendelene til bedriften er verdt. I utgangspunktet fremstår metoden relativt intuitiv, men det krever at eiendelene kan selges i markedet. Metoden har sine negative sider, da flere eiendeler eller for eksempel kunnskap ikke bare kan selges i et marked. Bedrifter med høy grad av immaterielle eiendeler vil følgelig ha en lav verdi ved bruk av denne metoden. Dette er en negative side ved modellen da dette i mange tilfeller er verdier som er vel så viktige som regnskapsmessige verdier [11].

5.2.3 Kostbasert metode

Kostbasert metode tar utgangspunkt i at en kjøpers maksimale betalingsvillighet for en eiendel er lik gjenanskaffelseskostnaden for den samme eiendelen [11]. Med andre ord kan vi si at det må være en korrelasjon mellom prisen på en eiendel og inntekten

kjøper kan forvente å sitte igjen med for eiendelen. Metoden er svært enkel i praksis, men må brukes med aktsomhet. Et sårbart punkt for denne metoden er for eksempel tidspunktet man velger å verdsette eiendelen på, da dette kan variere betraktelig fra periode til periode [11].

5.2.4 Opsjonsbasert metode

En opsjonsbasert metode kan anvendes som et supplement til fundamental verdsettelse, da verdien kan være undervurdert ved tradisjonell fundamental analyse [11]. En opsjon er muligheten til å utsette, utvide eller kansellere et prosjekt [11]. Verdien av muligheter og fleksibilitet kan være stor og ved bruk av opsjonsbasert metode som et supplement til en tradisjonelle kontantstrømanalyse kan de virkelige verdiene være langt høyere enn hva først antatt [23]. Fra ligning 5.2.1 er det vist et eksempel på hvordan en bedrift med realopsjoner kan verdsettes.

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE}{(1+R_e)^t} + \frac{FCFE}{(1+R_e)^t \cdot (R_e - V)} + NPV_{\text{realopsjoner}} \quad (5.2.1)$$

5.3 Verdibegrepet

Veien mot å klare å fastsette en bestemt verdi ved bruk av ulike teknikker og modeller kan være kronglete, og et viktig aspekt er det å klare og skille mellom «pris» og «verdi». Dersom en kjøper et formuesobjekt betales det naturligvis en pris til selger. Denne prisen er en observerbar størrelse som er basert på to faktorer. Den kan være et resultat av en fast prisforlangende, eller et resultat av den faktiske prisen betalt i en transaksjon [35]. Når det kommer til verdien for kjøperen, avhenger det av en rekke ting, blant annet av kjøperen sine egne preferanser. Vi kan dermed si at verdien i utgangspunktet er en subjektiv størrelse. Dette koker ned til at begrepet «verdi» må sees som en subjektiv verdioppfatning, mye på grunn av at verdien på et formuesobjekt oppstår fordi subjektet tillegger det verdi.

Når vi nå skal svare på vår problemstilling, er målet å finne utgangspunktet for verdsettelsen, som vil si å finne de grunnleggende forutsetningene for hva verdsettelsen skal være. Et essensielt spørsmål som ikke er til å unngå er da: «verdi for hvem» [35]. Dyrnes følger IVSC og opererer generelt med tre ulike verdigrunnlag.

Den første, eierverdi, sikter til den verdien som fremkommer av å eie og bruke objektet

som blir verdsatt, og ikke det som sannsynligvis hadde vært verdien i en hypotetisk transaksjon [35]. Den andre, lukket transaksjonsverdi, er en pris som synes å være fornuftig i en transaksjon mellom et begrenset antall aktører. Denne verdien anses som det mest naturlige verdigrunnet der en vanlig overføring i det åpne markedet ikke fungerer til sin hensikt. For eksempel kan det være salg av en bedrift til et familiemedlem, der både kjøper og selger er enige om at det foreligger spesielle hensyn som må synliggjøres. Til slutt har vi den åpne markedsverdien, som er den mest sannsynlige prisen som ville blitt gitt i en hypotetisk transaksjon i et åpent marked. I dette tilfellet vil det mest sannsynlig opereres med flere ulike priser, avhengig av hvilket marked vi ser på [35].

5.4 Realopsjonsteori

Rettigheten til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris, altså en finansiell opsjon, har et nært slektskap med realopsjoner. Kunnskap om prissetting av fleksibilitet i det finansielle markedet er videre overførbart til realmarkedet [34]. Kort fortalt handler realopsjoner om verdien av fleksibilitet. Det finnes mange eksempler på realopsjoner og de er som regel klassifisert innenfor tre ulike varianter [11]. Ved bruk av en kjøpsopsjon har et selskap for eksempel muligheten til å investere eller ekspandere i nye markeder, men de ikke pålagt å gjøre det. Ønsker en bedrift derimot å nedskalere eller legge ned, er en real salgsopsjon et alternativ. Leie av bygg, bruk av midlertidig arbeidskraft og leasing, er eksempler på reale salgsopsjoner. Det skal sies at realopsjoner har størst verdi i bransjer der konkurransen er lav, da selskaper har større frihet og risikoen for at konkurrentene utnytter en nedtrapping eller avventer et prosjekt er lav [34].

6 Finansiell metode

6.1 Verdsettingsmetoder og valg av metode

Når man skal vurdere hvilken verdsettingsmetode man skal benytte er det viktig å ta hensyn til blant annet livssyklus, bransje og tilgangen på informasjon. Pecus ble stiftet i 2012 og er dermed et forholdsvis ungt selskap. Vi velger å kategorisere Pecus som en bedrift i vekstfasen. Denne fasen bærer preg av å opprettholde eller skape lønnsomhet om det ikke har vært tilfellet [36]. Pecus sin økonomisjef forventer fortsatt lønnsomhet, men en lavere vekst enn den selskapet oppnådde da det var nyetablert. Både informasjon om bransjen, regnskapstall og informasjon om Pecus finner vi tilstrekkelig.

De framtidige kontantstrømmene er av økonomisjefen forventet å stabilisere seg noe, og dermed ønsker vi å foreta en fundamental verdsettelse. Hoveddelen av verdsettelsen vil gjøres ved bruk av egenkapitalmetoden, men vi vil også supplere med en komparativ verdsettelse. En multippelanalyse, og da P/B og P/E vil bli benyttet.

6.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Totalkapitalens avkastningskrav er et mål på hva en investor forventer å få igjen for å investere i et prosjekt eller i en bedrift. Avkastningskravet skal reflektere risikoen i prosjektet, samt kompensere investoren for inflasjon og pengers tidsverdi. For en investor skal avkastningskravet reflektere alternativkostnaden ved å investere i prosjektet. Med andre ord hva investoren kunne ha tjent ved å investert kapital andre steder [11]. Hvordan en organisasjon finansierer sin drift varierer, men ofte brukes egenkapital og gjeld [11]. For børsnoterte selskaper finnes det flere alternative finansieringsmetoder, men siden Pecus ikke er børsnotert velger vi å fokusere på de to vanligste metodene, egenkapital og gjeld.

For å estimere avkastningskravet til totalkapitalen må vi først finne avkastningskravet til egenkapitalen. Dette gjør vi ved bruk av kapitalverdimodellen og formelen som følger i ligning 4.5.1. Gjeldskostnaden beregnes på bakgrunn av markedsrenten og bedriftsrisiko. Formlen for totalkapitalkostnaden eller WACC følger av likning 6.2.1.

$$WACC = \frac{E}{E+D} \cdot R_e + \frac{D}{E+D} \cdot R_d(1-S) \quad (6.2.1)$$

Pecus har kun 4000 kr i rentebærende gjeld. Dette er en avsetningspost for utsatt skatt.

Renten på utsatt skatt i 2019 er 0,59 % per år [37]. Dette beløpet er så lite at vi velger å se bort i fra det, da effekten ikke vil være av betydning. Det følger da at egenkapitalens avkastningskrav er lik total kapitalens avkastningskrav.

6.3 Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalinvestorer krever en gitt avkastning på innskutt kapital for å rettferdiggjøre en investering. Denne avkastningen kan beregnes ved bruk av KVM [11]. Formelen følger av ligning 4.5.1

$$R_e = R_f(1 - S) + \beta[E(R_m) - R_f(1 - S)] \quad (6.3.1)$$

Kvm er et produkt av risikofri rente, markedsrisiko og systematisk risiko forbundet med selskapet. En bedrift sin risiko deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen, ofte kalt markedsrisiko, er ikke diversifiserbar. Markedsrisiko avhenger typisk av hvilken konjunktur markedet er i, samt rentenivået [26]. Mengden usystematisk risiko avhenger blant annet av bedriftsstørrelse, selskapets likviditet og bransje. Den usystematiske risikoen er diversifiserbar og fra ligning 6.3.1 fremkommer det at egenkapitalbetaen kun blir påvirket av systematisk risiko. KVM forutsetter med andre ord enn diversifisert investor [38]. Metoden har sine begrensninger, og empiri har vist at modellen har klare svakheter [39]. Se delkapittel 4.5 for mer utfyllende informasjon om KVM.

6.3.1 Estimering av risikofri rente

Risikofri rente kan defineres som avkastningen til en aksje med null kovarians med markedet, altså en investering hvor egenkapitalbetaen er lik null [39]. Risikofri rente er den avkastningen investorer får ved å plassere penger risikofritt, for eksempel i en norsk statobligasjon. I ligning 4.5.1 kan vi se at risikofri rente legges til i utregningen av egenkapitalens avkastningskrav. En investering som inneholder risiko vil derfor være like summen av avkastningskravet til den risikofylte investeringen og risikofri rente [39]. Risikofri rente er alltid en del av selve beregningen av et avkastningskrav for investeringer som inneholder risiko. Dette skyldes at alle rasjonelle investorer vil kreve å bli kompensert for å påta seg risiko.

Det er mest vanlig å anvende renten på statsobligasjoner når risikofri rente beregnes. Historisk sett har det å låne penger til den norske stat og andre land i den vestlige

verden vært sett på som tilnærmet risikofritt. Dette er basert på forutsetningen om at staten alltid betaler sin gjeld. I 2008 og 2010 hadde blant annet Hellas og Island store problemer med økonomien. En statsobligasjon utstedt av Hellas og Island i denne tidsperioden, kan derfor tenkes å inneha risiko. Dette på grunn av høy gjeldsgrad og svak betalingsevne [40]. I Norge er dette derimot ikke et problem og norske statsobligasjoner regnes derfor som tilnærmet risikofrie.

En av forutsetningen i KVM er at investeringshorisonten kun er på ett år, og derav følger det at statsobligasjoner på 12 måneder bør anvendes. I vårt tilfelle er ikke dette hensiktsmessig, da vi skal estimere verdi ved bruk av en eksplisitt periode på ti år og en terminal periode. Ideelt sett bør det brukes statsobligasjoner som har forfall det året kontantstrømmene blir realisert [39]. Dette gjør derimot beregningen noe mer komplisert, og effekten vil på grunn av terminal perioden ha svært liten betydning. I praksis er det derfor mest naturlig å anvende en statsobligasjon med lang tidshorisont, gjerne en tiårig statsobligasjon. I tillegg er det liten variasjon i tiårige statsobligasjoner, og vi sikrer dermed et stabilt avkastningskrav.

I vår modell vil en tiårig statsobligasjonsrente bli anvendt, som per 15.03.2019 er lik 1,66 % [41]. Våre kontantstrømmer er etter skatt og renten må derfor korrigeres for dette. Risikofri rente etter skatt per 15.03.2019 er 1,29 %.

6.3.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie eller $[E(R_m) - R_f]$, er meravkastningen en investor som foretar risikofylte investeringer krever for å påta seg systematisk risiko [11]. I følge Aswath Damodaran er det svært underlig hvor lite gjennomarbeidet og tilfeldig denne prosessen er, da markedets risikopremie er essensielt i ethvert avkastningskrav [42].

Markedets risikopremie kan beregnes ved historisk avkastning, spørreundersøkelser og ved å finne en implisitt framtidig risikopremie basert på dagens aksjepriser [11]. Den mest vanlige metoden er å bruke historiske priser. Metoden har derimot sine svakheter da den blant annet forutsetter at alle investorer har lik risikoaversjon [42]. Videre forutsetter det at markedet er svakt effisient, da vi bruker historisk data til å predikere fremtiden [28]. Til slutt vil standardavviket i en slik undersøkelse være relativt stort, og dette selv med observasjoner over 100 år [43]. Disse faktorene reduserer dermed kvaliteten på datamaterialet og vi får mer usikkerhet.

Vi valgte å bruke historiske priser da det er den vanligste metoden. Vi brukte daglig data fra Oslo børs i perioden 1996-2019. Damodaran argumenterer for at tidperioden

datamaterialet er hentet fra bør være over 20 år, og gjerne opp mot 50 år. Dette for å redusere standardavviket [42]. Vi valgte å bruke en tidsperiode på 23 år da vi ønsket at våre data skulle være relativt nye tall. Dette gjør at risikopremien er mer oppdatert, men vi får derimot et høyere standardavvik enn ved å bruke 50 år. Vi brukte geometrisk gjennomsnitt for å beregne årlig avkastning, da dette gir et bedre bilde av framtidig verdi, kontra aritmetisk gjennomsnitt som tenderer til å overvurdere verdien til markedspremien [40]. Den risikofrie renten ble beregnet som et gjennomsnitt av tre, fem og tiårige norske statsobligasjoner.

Vi beregnet markedets risikopremie til å være 6,09 %. Dimson, Marsh og Staunton beregnet i 2011 markedets risikopremie og kom fram til 5,5 % [43]. Det samme gjorde Damodaran i januar 2019 og kom fram til 5,96 % [44]. Hovedårsaken til differansen i estimatene er valg av tidsperiode og markedsindeks. Damodaran bruker en lengre tidsperiode og SP 500 som markedsindeks. I vår oppgave velger vi å bruke et snitt av de tre estimatene. Dette fordi vi anser alle tre resultatene som gyldige, og ingen av resultatene framstår for oss som bedre egnet. Markedets risikopremie er i denne oppgaven satt til 5,85 %.

6.3.3 Likviditetspremie

En tiårig statsobligasjon har en høyere rentesats, enn en femårig statsobligasjon. Dette fordi investoren må utsette forbruk, grunnet lenger tid til forfall [45]. En tiårig statsobligasjon kompenserer derfor kjøperen av obligasjonen ved å gi høyere rente. Denne tankegangen gjelder også for selskaper og spesielt for illikvide bedrifter. En investor vil ved å investere i mindre likvide bedrifter, eller aksjer, trenge lenger tid for å realisere investeringen og ha økte transaksjonskostnader [46]. Et avkastningskrav gjort ved bruk av beta estimering på mindre selskaper tillegges derfor ofte en likviditetspremie på fire eller fem prosent [47].

Likviditetspremie har av Ibbotson og Idzorek [48] blitt forklart ved bruk av popularitetsbegrepet. Alle rasjonelle investorer foretrekker lav risiko og høy likviditet for en gitt forventet avkastning. Det er derimot ingenting som er gratis i aksjemarkedet, da både lav risiko og høy likviditet vanligvis har gitt lavere forventet avkastning [48]. Aksjer eller unoterte bedrifter med høy likviditet vil derfor være priset høyere, og i følge dem for høyt. En langsiktig investor kan dermed tenkes å kunne profitere på det faktum at selskapet har lav likviditet.

I Pecus sitt tilfelle åpner dette opp muligheter for langsiktige investorer som er villig til å binde kapital over lengre tid. Likviditetspremien gjør at kjøpsprisen vil være

relativt lav sammenlignet med andre relevante selskaper uten likviditetspremie. Med en tilstrekkelig investeringshorisont kan illikvide selskaper være svært profitable fra et investeringsperspektiv.

6.3.4 Estimering av egenkapitalbeta

Beta er et mål på den systematiske risikoen eller markedsrisikoen alle selskaper i et marked blir påvirket av. Markedsindeksen, blant annet SP 500 antas å ha en beta lik 1 [49], og ingen selskapsspesifikk risiko. Markedsrisikoen er dermed den eneste risikoen en investor som holder markedsporteføljen trenger å ta hensyn til. Selskaper med beta høyere enn 1 er mer volatile og har høyere standardavvik enn markedsporteføljen. Selskaper med beta lavere enn 1 har lavere volatilitet enn markedsporteføljen, og også lavere standardavvik. Betakoeffisienten angir altså hvor følsom en aksje er for markedsbevegelser [25].

Bedrifter som er børsnoterte har en egenkapitalbeta som reflekterer aksjens systematiske risiko, hvorav forholdet mellom egenkapital og gjeld er med å påvirke størrelsen på egenkapitalbetaen [39]. Egenkapitalbeta utregningen gjøres ofte ved bruk av en regresjonsanalyse der man sammenligner historisk avkastning for en aksje sammenlignet med markedets avkastning [39]. Samvariasjonen mellom aksjens avkastning og markedets avkastning er lik egenkapitalbetaen. Formelen for egenkapitalbeta følger av ligning 6.3.2.

$$\beta = \frac{\text{Korr}(j, m) \cdot \sigma(j)}{\sigma(m)} \quad (6.3.2)$$

Pecus er ikke børsnotert og en regresjonsanalyse av markedet og Pecus er derfor ikke mulig. Bransjemetoden eller proxymetoden må derfor benyttes. Ved bruk av bransjemetoden beregner man et gjennomsnitt av egenkapitalbetaen for selskaper i en gitt sektor. Proxymetoden tar utgangspunkt i et eller to sammenlignbare selskaper som er børsnotert. Deretter gjøres det en regresjon mellom de sammenlignbare selskapene og markedet de er notert på. Grunnet mangel på sammenlignbare selskaper, og det faktum at bedriftene i bransjemetoden er av en helt annen størrelse omsetningsmessig enn Pecus, vil det også bli foretatt en integrert risikoanalysemodell. De tre modellene vil bli sammenlignet og den med det mest passende avkastningskravet vil bli valgt.

6.3.5 Proxymetoden

Det å finne børsnoterte selskaper som er sammenlignbare med Pecus har vist seg å være svært krevende. Pecus er en liten bedrift, og generelt sett er de noterte bedriftene i samme bransje mye større i form av driftsinntekter og markedsverdi. Vi bestemte oss for SJR in Scandinavia, heretter SJR. Dette på grunn av at SJR var det selskapet som lignet Pecus mest med tanke på virksomhetsområde, kapitalstruktur og omsetning. Derav mer passende ved valg av referansebedrift.

SJR ble først notert 3. juni 2006 på Stockholmsbørsen, og er et svensk bemannings- og rekrutteringsbyrå som hovedsaklig spesialiserer seg på rekruttering av arbeidskraft innenfor finans, bank og karriererådgivning. SJR er et betraktelig større selskap og hadde i 2017 en høyere omsetning enn Pecus. Dette skyldes blant annet at SJR har et bredere virksomhetsområde. Ideelt sett skulle vi gjerne funnet et selskap som hadde en omsetning og et virksomhetsområde som var mer likt Pecus, men det har ikke vært mulig.

Tabell 6.3.1: Nøkkeltall SJR [50]

Driftsinntekt 2017: 383 mill. SEK	Markedsverdi 16.03.19: 524, 5 mill. SEK
Totalrentabilitet 2017: 27 %	Egenkapitalbeta: 0,90
Resultat av driften 2017: 10,89 %	

For å estimere egenkapitalbetaen ble det utført en regresjonsanalyse av SJR og OMX Stockholm 30 index. OMX Stockholm 30 index består av de 30 mest omsatte aksjene på Stockholm børsen. Det presiseres at SJR omsettes på First North Stockholm som er forbeholdt mindre selskaper. Ideelt sett skulle regresjonen vært gjort av et norsk selskap og hovedindeksen på Oslo Børs, da Pecus er lokalisert i Norge. Mangelen på norske alternativer førte til at valget falt på SJR og den svenske børsen. Valget av tidsperiode ble diskutert og både en treårig og femårig tidsperiode ble testet. Koller, Mckinsey og Godehart [39] argumenterer for at en beregning av beta ved regresjon bør ha minst 60 observasjoner. På grunn av at selskaper er i konstant endring øker sannsynligheten for å ta med mindre relevant datamaterial ved en femårig periode. Det må derfor gjøres en avveining mellom hva som fungerer best i den aktuelle situasjonen. Vårt valg falt på en femårig tidsperiode med 60 observasjoner.

Egenkapitalbetaen til SJR ble beregnet til å være 0,90 med 60 ulike observasjoner. Vi kunne fått beta ved å bruke Yahoo Finance, men den estimerer beta med bruk av kun tre år og vi valgte derfor å bruke Bloomberg Terminal og gjøre vår egen regresjon.

6.3.6 Bransjemetoden

Ved bruk av bransjemetoden fant vi åtte selskaper som er i samme sektor som Pecus. Alle de åtte bedriftene er større i omsetning og markedsverdi enn Pecus. Vi skulle gjerne sett at bedriftene var mer like Pecus, men det har ikke vært mulig å finne. Det er brukt en femårig tidsperiode med månedlige data i bransjemetoden. Dette for å kunne sammenligne bransjemetoden med proxymetoden. De ulike selskapene har blitt sammenlignet med sine respektive indekser. Manpower Group ble for eksempel sammenlignet mot New York børsen, mens Poolia ble sammenlignet med den svenske børsen. Fra tabell 6.3.2 følger egenkapitalbetaen til de åtte selskapene og gjennomsnittet i bransjen.

Tabell 6.3.2: Egenkapitalbeta i bransjen

Selskaper	Egenkapitalbeta
Polio AB	0,96
Manpower Group	1,49
Randstad NV	1,09
Staffline Group	0,20
Amadeus Fire AG	0,63
Robert Half International	1,33
Sthree PLC	0,47
SJR	0,90
Gjennomsnitt	0,88

6.3.7 Justering av egenkapitalbeta

I denne delen vil vi gjøre to justeringer av den egenkapitalbetaen vi har estimert. Vi vil justere for kapitalstruktur og likvide midler. En regresjonsbeta reflekterer alle eiendelene til et firma. Vi ønsker derimot å finne en forretningsbeta, hvor det forutsettes 100 prosent egenkapitalfinansiering. Pecus har ingen rentebærende gjeld og derav vil forretningsbetaen være lik egenkapitalbetaen. Videre justeres det for bankbeholdning. Pecus har en bankbeholdning som tilsvarer ca 30 prosent av balanseverdien. Det betyr at regresjonsbetaen som inkluderer alle eiendeler vil være lavere fordi likvide midler betraktes som risikofrie [51]. Det er ikke så ofte det justeres for likvide midler, men på grunn av Pecus sin relativt store kontantbeholdning anser vi det som en viktig justering. Ved bruk av ligning 6.3.3 og ligning 6.3.4 justerer vi for kapitalstruktur og likvide midler.

$$\text{Forretningsbeta} = \beta_E \cdot \frac{E}{EV} \quad (6.3.3)$$

$$\text{Justert } \beta = \frac{(1 - \text{likvidemidler})}{\text{Selskapsverdi}} \quad (6.3.4)$$

Markedsverdi av egenkapitalen og selskapsverdi fant vi både på Bloomberg og Yahoo Finance. Vi valgte å bruke tallene til Bloomberg da vi hentet all annen data derfra. Ved bruk av ligning 6.3.3 estimerte vi forretningsbeta til 0,94 med proxymetoden. I bransjemetoden ble gjennomsnittlig forretningsbeta estimert til 0,86.

Egenkapitalbeta etter justering for kapitalstruktur og likvide midler var henholdsvis 1,32 og 1,22 ved bransjemetoden. Se vedlegg for mer informasjon.

6.3.8 Blumes justeringsmodell

I følge Marshall E. Blume tenderer egenkapitalbetaen over tid mot 1 og markedsgjennomsnittet [52]. På grunn av at vi skal bruke egenkapitalbetaen i et avkastningskrav som er framtidsrettet, framstår det for oss som naturlig å gjøre denne justeringen. Fra ligning 6.3.5 følger formelen for Blumes justeringsmodell.

$$\text{Justert } \beta = \frac{2}{3} \cdot \text{Estimert } \beta + \frac{1}{3} \quad (6.3.5)$$

Proxymetoden og bransjemetoden ble justert med ligning 6.3.5. Blumes justert beta ved proxymetoden ble estimert til 1,22 og 1,14 ved bransjemetoden. Det bør presiseres at Bloomberg Terminalen justerer for dette automatisk, hvis man velger den justerte betaen. Vi valgte derimot rawbeta fra Bloomberg Terminalen og gjorde justeringen manuelt.

6.3.9 Total beta for en udiversifisert investor

Pecus har i dag en kun en eier med 100 prosent av aksjene i firmaet, som i tillegg er daglig leder. Tidligere var det totalt fire eiere, men de ble kjøpt ut i 2016. Pecus sin eier kan derfor anses som udiversifisert, og egenkapitalbetaen bør justeres slik at den representerer risikoen for en udiversifisert investor. Dette også da KVM som er utledet i 4.5 forutsetter en diversifisert investor. Ved å gjøre denne endringen vil bruken av KVM være mer passende da egenkapitalbetaen øker, og følgelig også avkastningskravet.

Justeringen gjøres ved å benytte oss av tallverdien til R^2 som fremkommer ved regresjon. R^2 måler hvor stor prosentandel av totalrisiko som er markedsrisiko [53]. En R^2 nærmere 1, tilsier at aksjen preges mer av markedsrisiko enn et selskap med et lavere forholdstall. En rasjonell og diversifisert investor vil foretrekke en aksje med lav R^2 , da denne risikoen er diversifiserbar. En udiversifisert investor kan det derfor tenkes at vil foretrekke en aksje med høy R^2 , da markedsrisiko betraktes som mindre risikabelt enn bedriftsspesifikk risiko. I vår regresjonsanalyse ble R^2 beregnet å være henholdsvis 0,22 og 0,21 for bransjemetoden. Det betyr at for proxymetoden kan 22 % av totalrisiko forklares ved markedsrisiko, og 78 % som bedriftsspesifikk risiko. Fra ligning 6.3.6 følger formelen for justering for en udiversifisert investor.

$$Total\beta = \frac{\beta}{\sqrt{R^2}} \quad (6.3.6)$$

Total beta for en udiversifisert investor er beregnet ved bruk av ligning 6.3.6. Estimert beta for en udiversifisert investor ved bruk av proxymetoden er 2,58, og ved bruk av bransjemetoden 2,52.

6.3.10 Integrert risikoanalysemodell

I denne integrerte risikoanalysemodellen vil vi benytte analysen som er gjort i strategisk analyse kapitlet. Informasjon angående integrert risikoanalysemodell er i hovedsak hentet fra Boye og Dahl (1997) [54]. En integrert risikoanalysemodell estimerer et risikotillegg ved bruk av interne og eksterne faktorer. De utvalgte faktorene blir klassifisert og vektet etter viktigheten deres. Gjennomsnittlig klassifisering multipliseres så med deres respektive vektning, og en total score blir estimert [54].

Klassifiseringen går fra 1 - 5, hvor 5 er høy risiko og 1 lav risiko. Videre vektes de ulike risikoelementene fra 1 - 3. Hvor 3 har stor betydning, 2 moderat betydning, og 1 mindre betydning.

Vi har valgt å dele opp i bransjerisiko og forretningsmessigrisiko. Bransje risiko har fått vektningen 3 og forretningsmessig risiko 2. Dette fordi vi anser bransje risikoen som noe høyere enn den generelle forretningsmessige risikoen.

Tabell 6.3.3: Bransjerisiko

Bransjerisiko	Klassifisering(1-5)	Vekt(1-3)	Score
Etableringsbarrierer	5		
Konjunkturfølsomhet	3		
Konsolidering i bransjen	1		
Politisk risiko	4		
Lokasjon	5		
Gjennomsnitt	<u>3,6</u>	<u>3</u>	<u>10,8</u>

Tabell 6.3.4: Forretningsmessig risiko

Forretningsmessig risiko	Klassifisering(1-5)	Vekt(1-3)	Score
Bedriftsstørrelse	5		
Eieravhengighet	4		
Usikkerhet knyttet til fremtidig resultat	2		
Valuta	2		
Markedsposisjon	2		
Gjennomsnitt	<u>3</u>	<u>2</u>	<u>6</u>

Tabell 6.3.5: Estimering av risikotillegg

Risikoklasse	Risikoklassifisering	Risikotillegg
Lav risiko	1,0 - 1,5	0,0 - 4,0 %
Moderat risiko	1,5 - 2,0	4,0 - 8,0 %
Middels risiko	2,0 - 3,0	8,0 - 12 %
Over gjennomsnittlig risiko	3,0 - 3,5	12 - 16 %
Høy risiko	3,5 - 4,0	16 20 %
Svært høy risiko	4	>20 %

Ved å multiplisere gjennomsnittlig klassifisering og vektningen i tabell 6.3.3 og tabell 6.3.4 får vi en estimert score. Videre divideres denne totale scoren på summen av vektningen i tabell 6.3.3 og tabell 6.3.4. Dette er vist i likning 6.3.7.

$$\text{Risikoklassifisering} = \frac{16,4}{5} = 3,28 \quad (6.3.7)$$

3,28 er innenfor risikoklassifiseringen over gjennomsnittlig risiko i tabell 6.3.5. Ved bruk av interpolering estimeres risikotillegget til 14,88 %.

6.4 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har nå kommet fram til estimeringen av egenkapitalens avkastningskrav.' Beta ved både proxy og bransjemetoden er beregnet, og i tillegg er det estimert et avkastningskrav ved en integrert risikoanalysemodell. Vi anvender KVM fra ligning 4.5.1 til å estimere et nominelt avkastningskrav.

Tabell 6.4.1: Avkastningskrav ved proxymetoden

Avkastningskrav til egenkapitalen	
Risikofri rente før skatt	1,66 %
Beta	2,58
Markedets risikopremie	5,85 %
Likviditetspremie	5 %
Nominelt avkastningskrav før skatt	21,75
Skatt (22%)	4,77 %
Nominelt avkastningskrav etter skatt	<u>16,96 %</u>

Tabell 6.4.2: Avkastningskrav ved bransjemetoden

Avkastningskrav til egenkapitalen	
Risikofri rente før skatt	1,66 %
Beta	2,52
Markedets risikopremie	5,85 %
Likviditetspremie	5 %
Nominelt avkastningskrav før skatt	21,40
Skatt (22%)	4,71 %
Nominelt avkastningskrav etter skatt	<u>16,69 %</u>

Tabell 6.4.3: Avkastningskrav ved integrert risikoanalysemodell

Avkastningskrav egenkapitalen	
Risikofri rente før skatt	1,66 %
Risikotillegg	14,88 %
Markedets risikopremie	5,88 %
Nominelt avkastningskrav før skatt	22,39 %
Skatt (22%)	4,92 %
Nominelt avkastningskrav etter skatt	<u>17,47 %</u>

Resultatene viser at den integrerte risikoanalysemodellen gir det høyeste avkastningskravet. Både proxy og bransjemetoden gir et avkastningskrav på ca 17 %. Det er ikke spesiell stor variasjon mellom de tre avkastningskravene, noe vi er glad for, da det indikerer at vi har funnet tre passende avkastningskrav. Hvilket som er mest passende er vanskelig å si. Den store spredningen i omsetning og nøkkeltall ved beta estimering gjør at resultatene er svært usikre. Den mer skjønnsmessige vurderingen gjort i den integrerte risikoanalysemodellen fremstår på grunn av usikkerheten i beta estimatene, som mest passende for oss. Det å stadfeste et eksakt avkastningskrav med to desimaler er både svært krevende og lite nyttig. Basert på undersøkelsene vi har gjort finner vi det høyst sannsynlig at avkastningskravet bør ligge i intervallet [15 - 19 %]. Gjennomsnittet av de tre avkastningskravene vist ovenfor er 17,04 %. Vi anser den gjennomsnittlige beregningen som passende og velger å benytte dette som vårt avkastningskrav i verdsettelsen. Den gjennomsnittlige beregningen avrundes til 17 %.

6.5 Beregning av totalkapitalens avkastningskrav

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes ved bruk av et veid gjennomsnitt av egenkapitalandelen, gjeldsandelen og gjeldsrenten.

$$WACC = \frac{E}{E+D} \cdot R_e + \frac{D}{E+D} \cdot R_d(1-S) \quad (6.5.1)$$

Gjeldsandelen i ligning 6.5.1 skal kun inneholde netto rentebærende gjeld [11]. Pecos har 4000 kr i netto rentebærende gjeld. Dette er en avsetning for utsatt skatt, og renten er per 2019 lik 0,59 % per år [37]. Denne avsetningen anser vi ikke som relevant og vil ikke ha en signifikant betydning. Vi utelater derfor denne posten, og derav følger det at gjeldsandelen er lik 0. Avkastningskravet til egenkapitalen er dermed lik avkastningskravet til totalkapitalen.

6.6 Konsistensbetingelser

Vi kommer i denne oppgaven til å benytte en inntjeningsbasert tilnærming og en supplerende multippelanalyse. For å sikre et korrekt resultat må det være konsistens i beregningene våre. Blant annet må det være konsistens mellom kontantstrømmer og avkastningskravet. Hvis kontantstrømmene er nominelle må også avkastningskravet være nominelt. Begge disse betingelsene er fulgt under verdsettelsen.

7 Regnskapsanalyse

Formålet med en regnskapsanalyse er å oppnå økt innsikt i en bedrifts finansielle situasjon. Ved å analysere resultatregnskapet og balansen vil forhåpentligvis predikerte kontantstrømmer bli mer presise. Pecus leier sine kontorlokaler og ingen skjulte verdier er funnet i regnskapet. Dette informerte også økonomisjefen oss om.

7.1 Analyseperiode og bransjegjennomsnitt

Det er valgt en 3 årig tidsperiode i denne regnskapsanalysen. En femårig periode hadde vært å foretrekke slik at eventuelle likheter og ulikheter mellom Pecus og gjennomsnittet i bransjen kom enda bedre fram. Vi har derimot bevisst valgt tre år. Dette fordi det kun er fem år med tilgjengelig data, og de to første årene er preget av at selskapet var nyetablert. Ved å kun bruke de tre siste årene med tilgjengelige regnskapstall mener vi at det skapes et mer fornuftig bilde på hvordan framtiden kan tenkes å se ut. Regnskapstallene for Pecus er hentet fra Proff Forvalt, mens de sammenlignbare selskapene er hentet fra Bloomberg terminal. De syv selskapene vi sammenligner med er SJR, Poolia, Manpower, Randstad, Sthree PLC, Staffline Group og Robert half international. Disse selskapene utgjør bransjegjennomsnittet og vil bli sammenlignet med Pecus. Det presiseres at flere av disse selskapene har høyere omsetning og markedsverdi enn Pecus.

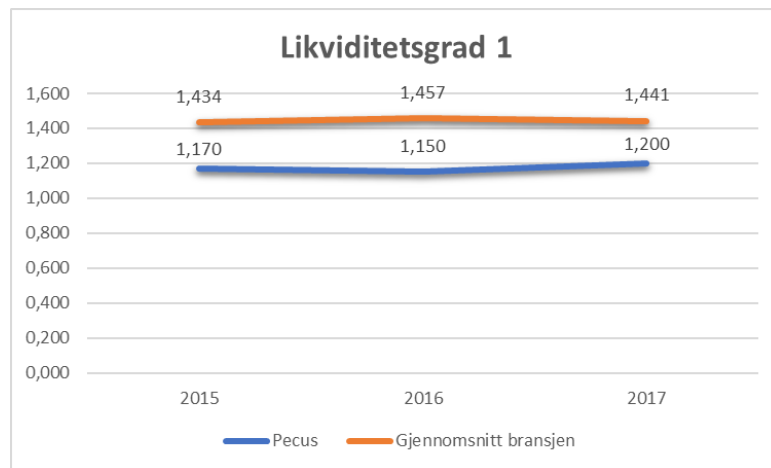
7.2 Analyse av kortsiktig risiko

Ved å analysere den kortsiktige risikoen kan vi estimere Pecus sin evne til å innfri kortsiktige forpliktelser. En tilfredsstillende likviditet gir fleksibilitet og bidrar til å skape stabilitet. Den kortsiktige risikoen vil bli analysert ved likviditetsgrad 1. Likviditetsgrad 2 er ikke tatt med, da Pecus ikke har varelager. Fortinnsvis er det å foretrekke et så høyt som mulig forholdstall, gjerne rundt 2 [11]. Det kan derimot ikke sies å være direkte negativt om forholdstallet er under 2, da det i realiteten er svært få selskaper med et så høyt forholdstall. Hvis likviditetsgrad 1 er lavere enn 1, vil det si at bedriften har en større andel kortsiktig gjeld enn omløpsmidler.

7.2.1 Likviditetsgrad 1

Formelen for likviditetsgrad 1 følger av ligning 7.2.1.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Om}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (7.2.1)$$



Figur 7.2.1: Likviditetsgrad 1

Pecus har i analyseperioden hatt en lavere likviditetsgrad 1 enn bransjegjennomsnittet. Fra figur 7.2.1 kommer det fram at likviditetsgrad 1 var lik 1,20 i 2017. Fra den eldre litteraturen var måltallet for likviditetsgrad 1 lik 2. Alt over dette var å anse som bra [11]. Verken bransjegjennomsnittet eller Pecus oppfyller dette. Ved nærmere undersøkelse av balansen til Pecus (se vedlegg) ser vi at utestående fordringer er på 10,5 millioner og annen kortsiktig gjeld på 7,4 millioner. I tillegg er det rundt 4,3 millioner på kasse/bank. Disse midlene antar vi at skal benyttes til å betale skyldige offentlige avgifter på 3,8 millioner. Slik situasjonen var i 2017 må det kunne sies å være under kontroll, men bedriften er sårbar for potensielle tap på kundefordringer. Hvis større tap på kundefordringer inntreffer kan det bli nødvendig å ta opp langsiktig lån for å kunne betjene kortsiktige forpliktelser. I følge Proff Forvalt er Pecus sin likviditetsgrad karakterisert som tilfredsstillende, da den er mellom [1 - 1,49]. Sammenlignet med bransjegjennomsnittet må den også kunne sies å være tilfredsstillende.

7.3 Lønnsomhetsanalyse

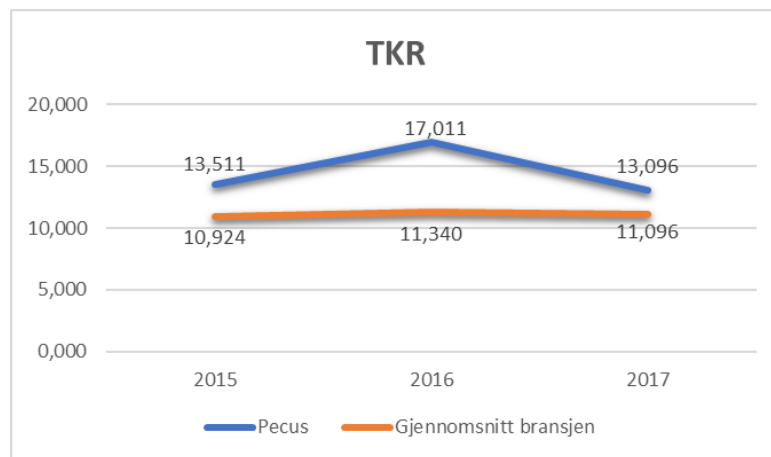
I denne lønnsomhetsanalysen vil total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og EBIT-DA margin bli diskutert. TKR er et mål på avkastningen per krone investert i bedriften

og antas som bra innenfor [10 - 15 %] [2]. EKR er et mål på egenkapitalens avkastning, altså den avkastningen eieren av en bedrift oppnår [2]. En EKR avkastning over 17% antas som svært bra. EBITDA margin viser hvor mange kroner som blir igjen av totale driftsinntekter [2]. En EBITDA margin mellom [3 - 4 %] anses som tilfredstillende.

7.3.1 Totalkapitalrentabilitet

Formelen for totalkapitalrentabilitet følger av ligning 7.3.1.

$$TKR = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \quad (7.3.1)$$



Figur 7.3.1: TKR etter skatt i prosent

Pecus har i analyseperioden konsekvent hatt en høyere TKR enn bransjegjennomsnittet. I figur 7.3.1 fremkommer det at TKR i 2016 var på 17 %, mens den i 2017 falt til 13 %. I 2017 hadde Pecus deres høyeste omsetning så langt, og derfor også naturlig at TKR var høy dette året. I vedlegget blir nøkkeltallene for alle syv referansebedriftene presentert. Fra dette kan vi se at Pecus har tredje høyeste TKR i analyseperioden. I det historiske regnskapet og balansen kan vi se at resultatet etter skatt i 2016 økte med ca 50%. Utgående balanse egenkapital og gjeld økte med 62%. Pecus har altså vært avhengige av å øke deres total kapital mer enn hva resultatet økte i prosent. Store deler av grunnen til at TKR i 2016 er såpass høy er på grunn av at det benyttes gjennomsnittlig total kapital i 2015 og 2016. Dette reduserte verdien av nevneren i ligning 7.3.1. Generelt sett må TKR kunne sies å ha vært stabil i analyseperioden, og reduksjonen i 2017 fremstår for oss som uproblematisk. I følge Proff Forvalt [2] er TKR karakterisert som god. Sammenlignet med bransjegjennomsnittet framstår den også som tilfredstillende.

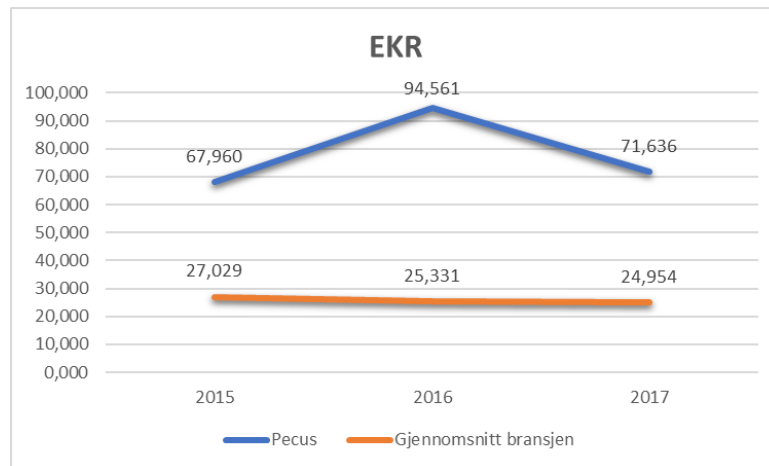
Tabell 7.3.1: Totalkapitalrentabilitet etter skatt [%]

	2015	2016	2017
Pecus	13,511	17,011	13,096
Gjennomsnitt bransjen	10,924	11,340	11,096

7.3.2 Egenkapitalrentabilitet

Formelen for egenkapitalrentabilitet følger av ligning 7.3.2

$$EKR = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \quad (7.3.2)$$

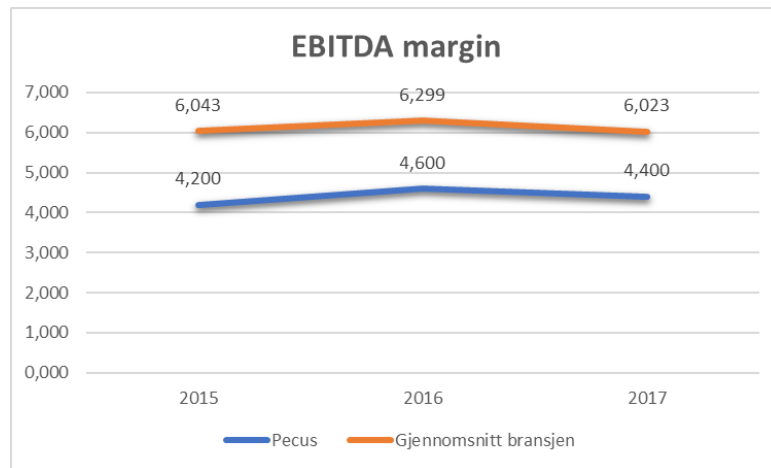
**Figur 7.3.2:** EKR etter skatt i prosent

Pecus har hatt en betraktelig høyere EKR enn gjennomsnittet i bransjen. Det er faktisk ingen av de andre selskapene som er i nærheten av å ha så høy EKR. I figur 7.3.2 kan vi se at 2016 var det året med høyeste EKR og 2015 den med lavest. Dette er ved første øyekast positivt. Det skal derimot sies at flere av de bedriftene i bransjegjennomsnittet har betraktelig høyere bokført egenkapital. Dette gjør at deres EKR reduseres. Pecus sin bokførte egenkapital er ikke større enn den bør være. Dette påvirket nøkkeltallet og da i positiv retning. Det er derfor vanskelig å si eksakt hvor bra dette estimatet faktisk er. I forhold til Proff Forvalt og bransjegjennomsnittet er den meget bra. Men som nevnt er dette noe overdrevet.

7.3.3 EBITDA margin

Formelen for EBITDA margin følger av ligning 7.3.3

$$EBITDA \text{ margin} = \frac{EBITDA}{\text{Driftsinntekter}} \quad (7.3.3)$$



Figur 7.3.3: EBITDA margin i prosent

Fra figur 7.3.3 kan vi se at Pecus sin EBITDA margin har vært lavere enn bransjegjennomsnittet i analyseperioden. Det betyr at bransjen i snitt klarer å oppnå høyere fortjeneste på deres driftsinntekter. Et noe urovekkende moment er at EBITDA marginen faller i 2017. Sum driftsinntekter i 2017 var høyere enn i 2016, men likevel falt forholdstallet. I følge Proff Forvalt kan Pecus sin EBITDA margin karakteriseres som tilfredstillende. Vi velger derimot å vektlegge bransjegjennomsnittet mest, da disse forholdstallene er bransjeavhengige. En lavere EBITDA margin enn bransjen tyder på at bedriften har høyere kostnader enn bransjen vurdert opp mot driftsinntekter.

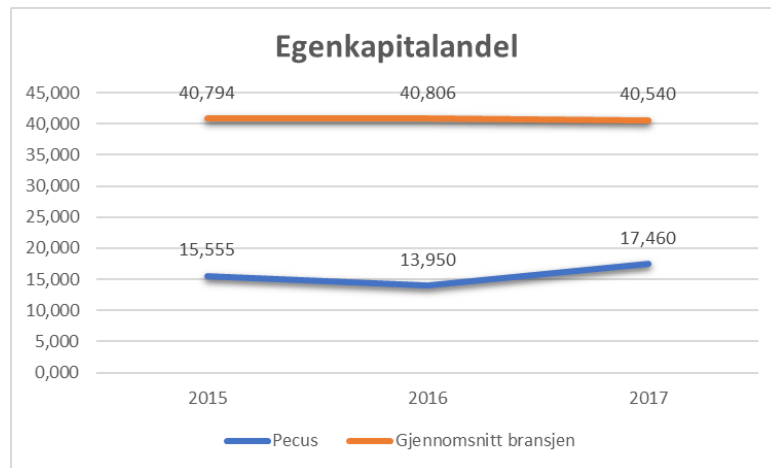
7.4 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse har til hensikt å finne ut hvor bra en bedrift er rustet til å tåle potensielle tap [56]. Den undersøker også hvilken finansieringsstruktur bedriften har. I denne analysen vil vi undersøke Pecus sin egenkapitalandel og langsiktige gjeldsgrad opp mot bransjegjennomsnittet. Egenkapitalandelen viser hvor mye av totalkapitalen som er finansiert med egenkapital [56]. Av Proff Forvalt karakteriseres en egenkapitalandel over 40 % som meget bra. Langsiktig gjeldsgrad viser hvor stor del av totale eiendeler som er finansiert ved bruk av ekstern kapital, eller ved låneopptak [56].

7.4.1 Egenkapitalandel

Formelen for egenkapitalandel følger av ligning 7.4.1

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Sum egenkapital}}{\text{Sum egenkapital og gjeld}} \quad (7.4.1)$$



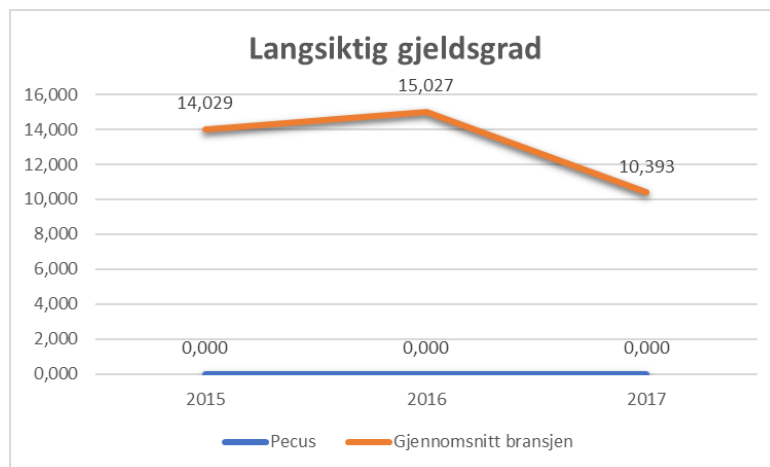
Figur 7.4.1: Egenkapitalandel

I figur 7.4.1 fremkommer det at Pecus sin egenkapitalandel er betraktelige lavere enn bransjegjennomsnittet. Utviklingen i analyseperioden har for såvidt vært positiv, med et foreløpig toppunkt i 2017 og bunnpunkt i 2016. Årsaken til dette er i hovedsak økt kortsiktig gjeld. Sammenlignet med Proff Forvalt og bransjegjennomsnittet er den kritisk lav. En av grunnen til dette er at bedriften kun har en eier, mens de sammenlignbare selskapene er notert på børs. Ved å sammenligne med selskaper som likner Pecus både i forhold til kapitalstruktur og bransje er det sannsynlig at differansen vil reduseres. Likvel må dette anses som urovekkende. Bedriften vil ikke kunne håndtere signifikante tap uten å hente ekstern kapital.

7.4.2 Langsiktig gjeldsgrad

Formelen for langsiktig gjeldsgrad følger av ligning 7.4.2

$$\text{Langsiktig gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum langsiktig gjeld}}{\text{Sum egenkapital}} \quad (7.4.2)$$

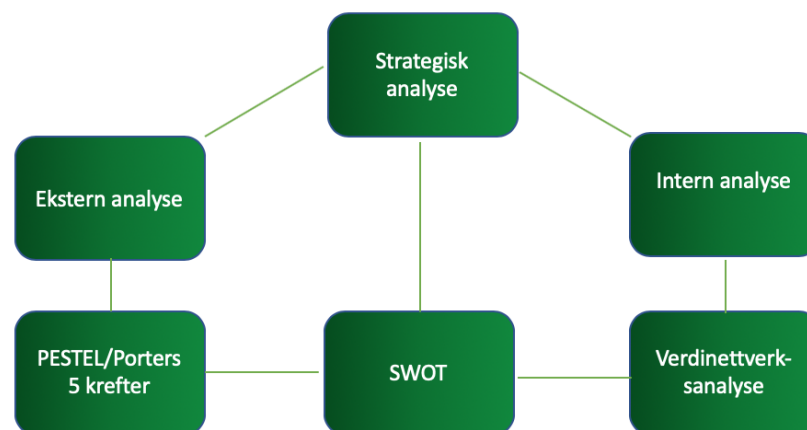


Figur 7.4.2: Langsiktig gjeldsgrad

Pecus har ingen langsiktig gjeld og dermed også en langsiktig gjeldsgrad lik 0. Vi velger likevel å presentere forholdstallet, da null i langsiktig gjeld (alt annet likt) vil redusere risikoen til selskapet. Bransjegjennomsnittet kan heller ikke sies å være så høyt. Dette skyldes at bransjen ikke er direkte kapitalkrevende, og store investeringer i for eksempel anleggsmidler er sjeldent nødvendig.

8 Strategisk analyse

I dette delkapittelet vil det bli foretatt en strategisk analyse av viktige makroøkonomiske variabler, samt en ekstern og intern analyse av forhold som påvirker Pecus. Den eksterne analysen vil inneholde en PESTEL-analyse og Porters fem krefter. Der PESTEL-analysen i hovedsak tar for seg makroøkonomiske faktorer, retter Porters fem krefter seg mer inn mot bemannings- og rekrutteringsbransjen. Intern analysen redgjør for verdinettverket til Pecus, og gir oss viktig innsikt i hvordan bedriftens nettverk er bygget opp. Avslutningsvis vil det bli utført en SWOT- analyse som oppsummerer funnene fra den strategiske analysen.

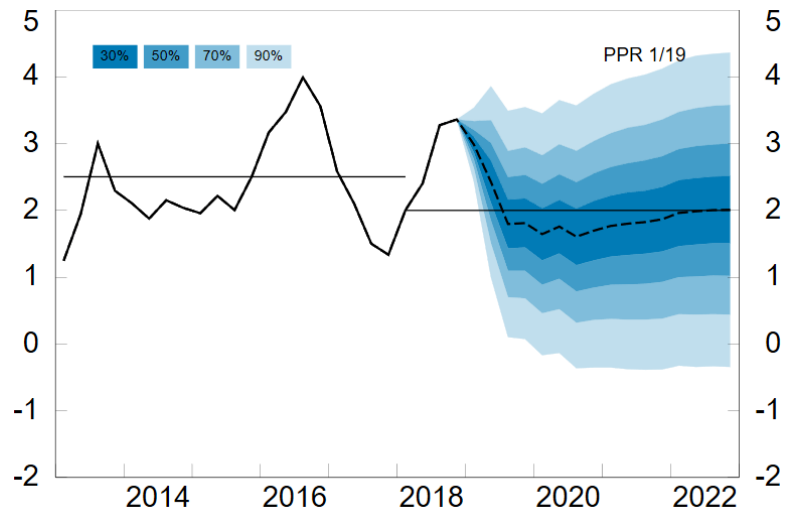


Figur 8.0.1: Modelloversikt

8.1 Inflasjon

I 2018 ble det gjort en viktig endring i pengepolitikken, da Norge endret inflasjonsmålet fra 2,5 til 2 % [55]. Justeringen av inflasjonsmålet begrunnes med at hoveddelen av norske oljeinntekter allerede er implementert, og at det derfor ikke er nødvendig å ha et høyere inflasjonsmål enn sammenlignbare land [57]. Retningslinjene for inflasjonsmålstyringen har også endret seg, da inflasjonen skal være fremoverskuende og fleksibel. Dette for å sikre stabil produksjon og sysselsetting, samt motvirke potensielle ubalanser i økonomien [58]. Fra figur 8.1.1 følger det et anslag gitt fra Norges Bank for fremtidig vekst i konsumprisindeksen. Den horisontale sorte linjen representerer inflasjonsmålet

på 2 %. I vår oppgave vil dagens inflasjonssats på 2 % bli benyttet.

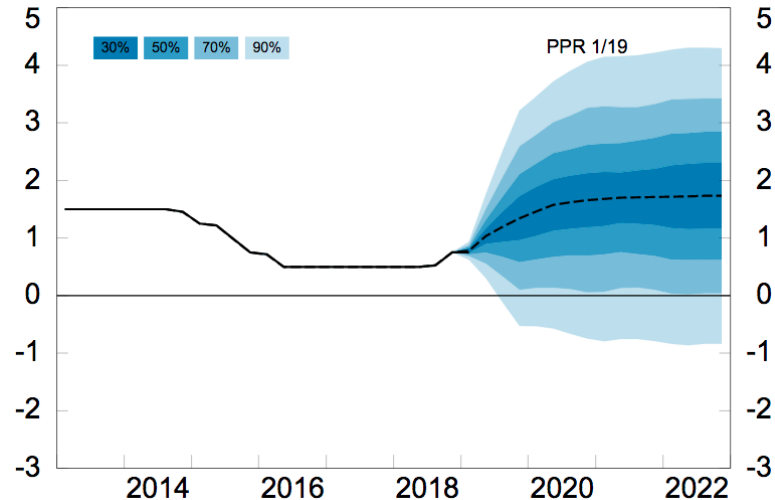


Figur 8.1.1: Inflasjon med usikkerhetsvifte

8.2 Rentenivået

Siden høsten 2016 har den norske økonomien vært i positiv vekst. Dette på bakgrunn av høyere oljepris, oppgang i internasjonal økonomi og lave renter. Gode utsikter for norsk økonomi gjør at Norges Bank mener at det er på tide at renten heves [59]. Styringsrenten økte først med 0,25 prosentpoeng i andre kvartal 2018, og deretter med tilsvarende i mars 2019 [60]. Dette er Norges Banks første renteheving på nesten ti år, og det er mye som tyder på at renten skal fortsette å stige i nærmeste fremtid [61]. Styringsrenten anslås å være på 1,75 % ved utgangen av 2022 [62]. Med andre ord en betydelig oppgang fra dagens historisk sett høyst unormale rentenivå [63]. En rapport utgitt av SSB i mars 2019, viser til en inflasjon på 3 % i Norge [64]. Faktisk inflasjon er altså betydelig høyere enn hva inflasjonsmålet tilsier, men det forventes at avviket vil reduseres da rentebanen til Norges Bank forutsetter økt styringsrente [62].

Per dags dato har ikke Pecus rentebærende gjeld. Vi ser da bort fra en avsetning på utsatt skatt på 4000 kr. Vi har ikke fått noen indikasjoner på at Pecus ønsker å benytte seg av langsiktig rentebærende gjeld i framtiden, men om det var planlagt måtte vi tatt hensyn til det. En rentesats noe høyere enn dagens rentenivå måtte da blitt anvendt. Videre blir det å forutse om Pecus i framtiden kommer til å ta opp langsiktig lån kun spekulasjoner, og vi ser derfor bort fra dette.



Figur 8.2.1: Styringsrenten med usikkerhetsvifte

8.2.1 Arbeidsledighet

Nylig falt arbeidsledigheten ned på et nivå vi ikke har opplevd på 10 år, da den i følge NAV var på 2,3 % [65]. Selv om dette tallet er svært lavt, tilsvarer det i underkant av 70 000 personer. I framtiden vil ledigheten i følge prognosene stabilisere seg på nåværende nivå, samt falle mindre enn det som har vært tilfellet de siste årene [66]. I Sverige er arbeidsledigheten relativt høy da den i februar 2019 ligger på 6,2 %. Ser vi bort fra forskjeller i målemetoder, har vi historisk sett alltid hatt lavere ledighet enn Sverige. Dette antas å vedvare i framtiden. Det betyr at Pecus kan fortsette å forvente en jevn tilførsel av svensk arbeidskraft [66].

8.2.2 Utsikter for bransjen

Diskusjon rundt bemannings- og rekrutteringsbransjen har i den senere tid fått økt oppmerksomhet, og diskusjonen forventes ikke å avta med det første. Meningene rundt bransjen nådde et foreløpig toppunkt da Stortinget i 2018 strammet kraftig inn på reglene for fast og midlertidig ansettelse fra bemanningsbyråer [67]. En endring i arbeidsmiljøloven gjør at arbeidsgivere er pliktig å gi ansatte en gitt stillingsprosent, og følgelig lønn som tilsvarer dette [67]. Til tross for at innstrammingen skal gjelde alle bransjer i Norge vil det helt klart ramme bygg- og anleggsbransjen hardest. Bygg- og anleggsbransjen stod i 2017 for omtrent 60 % av alle ledige stillinger som ble utlyst fra bemanningsbyråer [68].

Endringen i arbeidsmiljøloven innebærer en definisjon av begrepet fast ansettelse [69]. Den nye loven setter også en effektiv stopper for de såkalte nulltimerskontraktene"

som lenge har vært brukt blant norske bemanningsbyråer, og da særlig i bygg- og anleggsbransjen [70]. Kort fortalt innebar en nulltimerskontrakt" at ansatte ikke fikk lønn mellom oppdrag, og derav lite forutsigbarhet for arbeidstakere. Lovendringen fører til at arbeidstakere som er ansatt gjennom bemanningsbyråer nå får mer forutsigbarhet, da en fast stillingsprosent blir gitt ved inngåelse av et arbeidsforhold.

En undersøkelse gjort av TU Bygg viste at alle av de 28 bemanningsbyråene som ble undersøkt hadde flere ansatte uten fast stillingsprosent [71]. Videre kom det frem at lovendringen vil ha stor innvirkning for deres daglige drift. Noen av bemanningsbyråene går så langt i å anta at de med stor sannsynlighet må legge ned virksomheten dersom de blir lovpålagt å betale lønn også mellom oppdragene [71]. Ikke alle bemanningsbyråene er like negative, men de varsler likvel mulig nedbemanning i framtiden [71]

Lovendringen er først og fremst svært gunstig for arbeidstakere og vil sikre større grad av forutsigbarhet for ansatte. På den andre siden kan det tolkes negativt, da flere bemanningsbyråer vil være mer forsiktige med å ansette personer med lite erfaring eller andre utfordringer. Videre kan det føre til at langt færre får muligheten til å få en fot innenfor arbeidsmarkedet, og også høyere arbeidsledighet. Til tross for dette er flere av bemanningsbyråene positive til endringen, da useriøse aktører vil få større problemer, og dermed muligens forsvinne [72]. Dette vil heve inntrykket av bransjen utad og gjøre det lettere for seriøse aktører.

8.3 PESTEL

I denne PESTEL analysen vil politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske og juridiske aspekter som påvirker Pecus bli belyst. Formålet med analysen er å identifisere forhold som påvirker Pecus sin konkurransesituasjon på kort og lang sikt, og dermed sikre videre kontinuitet. Miljømessige forhold er utelatt fra analysen da disse ble vurdert som irrelevante.

8.3.1 Politiske forhold

Den generelle politiske situasjonen i Norge anses per dags dato å være stabil og ingen spesifikke indikasjoner på uro i framtiden ventes. Det har derimot i den senere tid vært store uenigheter mellom Fellesforbundet og NHO Service og Handel. Stortinget vedtok 11. juni 2018 en endring i arbeidsmiljøloven. Endringen går ut på at ansatte via bemanningsbyråer skal gis en fast ansettelse og en gitt stillingsprosent. Endringen er ment å gi større forutsigbarhet for arbeidstakere angående utplassering, arbeidstid

og arbeidssted [73]. Endringen trådte i kraft 1. januar 2019 og i Dagsrevyen på NRK (10. februar 2019) anklaget fellesforbundet bemanningsbransjen for å ignorere den nye regelen. Undersøkelser gjort av Fellesforbundet viste stillingsprosjenter så lave som 5 prosent, og Fellesforbundet mener derfor at bransjen ignorerer lovendringen [74]. Fellesforbundet startet derfor en kampanje for å forby bransjen. NHO Service og Handel er derimot ikke enig i påstanden til Fellesforbundet og presiserer at de har arbeidet med sine medlemsbedrifter og at de oppfordres til å gi så høye stillingsprosjenter som overhode mulig. I Pecus sitt tilfelle har overgangen etter den nye ordningen fungert svært godt. Pecus er sikre på at alle deres ansatte skal bli gitt arbeid som tilsvarer den stillingsprosjenten de har avtalt med deres konsulenter.

Videre ble det foretatt et nytt møte med økonomisjefen til Pecus den 17. mars. I møtet ble vi informert om at ingen av deres ansatte hadde stillingsprosjenter lavere enn 20 prosent. Det ble presisert at dette ikke gjelder for ansatte innenfor lagerbransjen. Etterspørselen etter ansatte innenfor lagerbransjen varierer i følge økonomisjefen svært mye, og ofte er det kun bestillinger på en til to dager. På grunn av den varierende etterspørselen er det derfor umulig i følge økonomisjefen å kunne forsvare stillingsprosjenter opp mot 20 prosent i lagerbransjen.

I den senere tid har også en bevisstgjøring om hvor stor andel av arbeidskraften som faktisk er innleid via bemanningsbransjen skapt uro i det politiske miljøet. I bygg- og anleggsbransjen har undersøkelser vist at 8 av 10 ansatte er innleid [75]. Dette har ført til at Sosialistisk venstreparti og Rødt ønsker å forby bemanningsbransjen, mens Arbeiderpartiet vil ha et midlertidig forbud [75]. Utfallet av stortingsvalget i 2021 kan dermed få store følger for bransjen.

Videre nevnes det at om bemanningsbransjen fjernes vil friksjonsledigheten i Norge øke. Friksjonsledighet er ledighet som skyldes at det tar tid før en arbeidstaker og arbeidsgiver finner hverandre [76]. Arbeidsledigheten vil antagelig også øke med tanke på at bemanningsbransjen i snitt får 80.000 personer i jobb, og 40 prosent av disse får fast stilling når den midlertidige ansettelsen er over [74].

8.3.2 Økonomiske forhold

Som nevnt innledningsvis i oppgaven, har Pecus på mange måter peilet seg inn mot det nordiske arbeidsmarkedet, med en viss dreining mot svensk arbeidskraft. Pecus er i besittelse av en CV-database som inneholder et bredt register av tilgjengelig arbeidskraft. Denne bruker de aktivt i rekrutteringsarbeidet. Hovedsakelig anser vi konjunktursvingningene mellom de nordiske landene, og da spesielt valutafluktuasjoner som viktige

aspekter for Pecus. Per 19.02.2019 opplever vi en appresiering av den norske kronen i forhold til den svenske kronen. Dette er svært positivt for Pecus, da svenske arbeidere vil få høyere realinntekt i Norge. Helt konkret er differansen i løpet av kalenderåret 2018 på hele 3 kr, og et beløp som siden har utviklet seg til det dobbelte [78]. Sjefanalytiker Erik Bruce i Nordea Markets er bekymret for denne trenden, og påpeker at den svenske kronen er den svakeste blant de nordiske valutaene. For Pecus og andre bemannings- og rekrutteringsbyråer er dermed trenden svært positiv, da det antas at flere svenske arbeidere vil reise til Norge [79].

Svingninger i valutamarkedet, slik presentert ovenfor anses som den mest fremtredende makroøkonomiske faktoren for Pecus. Også arbeidsledigheten i Norge og Sverige vil påvirke bedriften. I sum vil disse to makroøkonomiske faktorene være svært viktige for etterspørselen av svensk personell, og også for Pecus.

Avslutningvis ønsker vi å gjøre et poeng ut av et potensielt maktskifte ved neste stortingsvalg i 2021. Dersom det dannes en rødgrønn regjering er det mulig at selskapskatten økes [82]. Det å forutse hvor stor økningen blir vil kun være spekulasjoner. Dette vil uansett ikke bli avklart før etter stortingsvalget. Dermed forutsetter vi i denne oppgaven en skattesats på 22% [83].

8.3.3 Sosiale forhold

Lovendringen i arbeidsmiljøloven angående en gitt stillingsprosent har ført til at arbeidstakere som kunne ha arbeidet innenfor et spesifikt felt ikke lenger blir tilbytt jobb hos Pecus. Grunnen til dette er at enkelte arbeidstakere har særskilte behov og utfordringer som fører til at det kun er spesifikke stillinger som passer for dem. Dette er i følge Pecus ofte arbeidstakere som har hatt ulike former for problemer med rus, psykiatri og andre helse relaterte utfordringer. Disse menneskene ønsker derimot svært ofte å arbeide og dermed oppnå en form for selvrealisering. I dag er dermed risikoen for Pecus og andre bemannings- og rekrutteringsbyråer for høy. Dette kan potensielt gjøre klasseskillet i Norge mer markant og bidra til lavere velferd for denne gruppen mennesker.

8.3.4 Teknologiske forhold

I den senere tid er det utviklet flere nye regnskapsprogrammer som gjør bokføring av bilag og generell regnskapføring enklere å håndtere. For en liten bedrift som Pecus har det vært viktig å kunne effektivisere denne delen av bedriften, og de gikk derfor

over til et nytt programvaresystem i 2018. Systemet gjør bokføring og fakturering mer oversiktlig for både konsulenter og kunder. Tidsbruken på generell bokføring og fakturering har sunket betraktelig i følge økonomisjefen. Det er i den nærmeste framtid ikke planlagt noen innkjøp av ny teknologi.

8.3.5 Juridiske forhold

Pecus brukte mye ressurser og tid på planlegging og tilrettelegging for å fasiliterer en sømløs overgang etter endringen i arbeidsmiljøloven. Rapporter fra økonomisjefen i mai 2019 tyder på at planleggingen og ressursbruken har vært lønnsom. Midtveis i mai måned har det til nå kun vært et fåtall av avvik fra hva de forventet. Ingen av hendelsene ble karakterisert som kritiske. Han presiserer derimot at de er spent på hvordan det neste halvåret vil utspille seg, og da spesielt fjerde kvartal. Risikoen for å måtte betale lønn til konsulenter som ikke har arbeidet det deres utalte stillingsprosent tilsier er tilstede, men svært liten.

Videre opplyser økonomisjefen at deres tre leasing-biler vil bli balanseført etter den nye IFRS 16 standarden for leieavtaler [84]. Verdiene på disse tre bilene er derimot såpass liten at effekten i balanseregnskapet ikke vil ha en signifikant betydning.

8.4 Porters fem krefter

Michael Porters fem krefter, også kalt konkurrentanalyse er en strategisk analyse av konkurransesituasjonen på bransjenivå [85]. Analysen brukes for å vurdere eksterne krefter som kan påvirke trusselnivået i bransjen. Opprinnelig er kundens forhandlingsmakt en av de fem konkurransekraftene i analysen. Vi har derimot valgt å utvide dette til konsulent/kundens forhandlingsmakt da Pecus arbeider sekvensielt både med konsulenter og kunder. Analysen sin hensikt er å hjelpe oss med å opparbeide oss kunnskap rundt bransjen og Pecus sine konkurrenter. I tillegg gi oss en dypere forståelse av hvordan bransjen oppnår økt lønnsomhet.

8.4.1 Trussel fra nyetableringer

I dette delkapittelet fokuseres det på bedrifter som nettopp har startet opp sin virksomhet eller som ønsker å starte opp en virksomhet. Hvis bransjen er stor vil en ekstra konkurrent ikke ha så stor betydning, men i en forholdsvis liten bransje kan deler av

kundegrunnlaget forsvinne med etableringen av nye aktører. Graden av trussel fra nyetableringer har ofte sammenheng med inngangsbarrierer eller mangelen på barrierer.

I bemannings- og rekrutteringsbransjen er det få inngangsbarrierer ettersom bransjen verken krever en stor administrasjon eller store investeringer i bygg og maskiner. Bransjen er altså ikke direkte kapitalkrevende, og særegen kunnskap som for eksempel geologi i olje og gass sektoren er heller ikke nødvendig. Det vil naturligvis kreve en kompetent administrasjon med erfaring og utdanning innenfor økonomi og ledelse, men dette er tross alt kunnskap som er nødvendig i enhver nyetablering av en virksomhet.

Som nevnt i 8.2.2 har det blitt en endring i arbeidsmiljøloven. Denne endring kan påvirke nyetablerte bemannings- og rekrutteringsbyråer, da de vil måtte ha tilstrekkelig kundegrunnlag for å kunne tilby konsulenter jobb. Det er derfor naturlig å tenke at antall nyetableringer i bransjen vil reduseres noe i 2019, samt at aktører uten tilstrekkelig kundegrunnlag vil forsvinne.

8.4.2 Trussel fra substitutter og rivalisering mellom konkurrenter

Statistikk fra NHO Service og Handel i 2016 viste at det var over 1000 norske bedrifter i bemannings- og rekrutteringsbransjen, og kun 70 bedrifter hadde mer enn 50 ansatte [87]. Videre så vi fra figur 8.0.1 at det kun var fire bedrifter med markedsandel over 3 prosent. Konkurransen i segmentet til Pecus er med andre ord svært høy. Spesielt deres lokasjon i Oslo, hvor majoriteten av bransjen holder til, gjør situasjonen utfordrende. Når det er sagt, bør det nevnes at Pecus spesialiserte seg på svensk arbeidskraft og dermed har de et mer snevert nedslagsfelt på konsulentensiden. Et mer spesialisert nedslagsfelt trenger derimot ikke være negativt, da arbeidsinnvandringen fra Sverige tradisjonelt sett har vært høy. På den andre siden har arbeidsinnvandringen fra Sverige vist seg å være sterkt korrelert med forholdet mellom den norske og svenske kronen [86].

8.4.3 Konsulenter/kundens forhandlingsmakt

Dette punktet handler om makten konsulenter og kunder har ved valg av bemannings- og rekrutteringsbyrå. Bransjen er relativt stor og produktet de ulike aktørene tilbyr er svært like. Både konsulenter og kunder har derfor stor makt, da de begge kan velge og vrake i forskjellige byråer. Et høyt trusselnivå kan karakteriseres ved enten lavt antall konsulenter og kunder, eller ved et stort antall konsulenter og kunder. Trusselnivået her regnes som høyt, da det er et stort antall tilbydere av relativt like tjenester.

8.4.4 Leverandørmakt

Leverandører er de som forsyner bedrifter med råvarer til produksjon, ansatte som leverer arbeidskraft og bedrifter som driver vedlikehold eller rengjøring. Trusselnivået avhenger av antall tilbydere og makten leverandørene har.

Pecus benytter kun eksterne leverandører til innkjøp av arbeidsklær og verktøy, samt et regnskapsprogram for fakturering og bokføring. De leverandørene Pecus benytter seg av opererer alle i store bransjer, og førte til at Pecus fikk anbud fra flere forskjellige aktører. Bedriften er ikke avhengig av en spesifikk råvare eller produkt, og har dermed stor makt ved valg av eksterne leverandører. Trusselbildet fra leverandører karakteriseres derfor som lavt.

8.5 Verdinettverksanalyse

I denne delen vil vi analysere verdinettverket til Pecus. Framgangsmåten vil være lik som for en verdikjede og verdiverksted. Nøkkelen til å estimere eller finne ut hvordan nettverksbaserte bedrifter skaper verdi er å finne ut hvordan verdi skapes i relasjoner [88]. I et nettverksperspektiv er det verdien av relasjonene som er av absolutt høyest betydning. De ulike relasjonene henger sammen og enhver positiv eller negativ faktor vil påvirke relevante parter i relasjonen. Av den grunn vil ikke denne analysen isolert sett fokusere på Pecus, men på verdiskapningen i nettverket. Analysen vil kun ta for seg primæraktivitetene da vi mener at støtteaktivitetene blir grundig nok belyst gjennom primæraktivitetene.

8.5.1 Primæraktiviteter

Henvendelser fra konsulenter, altså de som søker jobb via Pecus, kommer som regel via deres nettside, mail, Facebook eller nettsiden Finn.no. Oppfølging og ivaretagelse av disse konsulentene er svært viktig for bedriften. På den andre siden henvender Pecus seg også direkte til potensiell arbeidskraft ved bruk av deres velutviklede CV-database. Databasen inneholder blant annet kvalitetssikret svensk personell. Nøkkelen her er å ha spesialtilpassede opplegg for hver enkelt arbeidstaker slik at konsulent, kunde og Pecus får en god opplevelse. Komposisjonen og størrelsen på nettverket er svært viktig og en kan også være fristet til å si jo mer, jo bedre. Ved et nettverk med større omfang vil Pecus ha muligheten til å nå flere bedrifter, tilby mer variert arbeidskraft og varierte arbeidsoppgaver for konsulentene. Dette vil igjen bedre omdømmet deres, og spekteret

av tjenester de kan tilby.

Når kunde og konsulent er en del av nettverket vil neste steg være å skape et forhold mellom konsulent og kunde. Her vil verdien av god planlegging og skreddersydde opplegg være essensielt. Både konsulent og kunde må være fornøyd med arbeidsforholdet for at det skal kunne anses som vellykket. Siden bedriften er en såpass liten aktør i bransjen er nemlig det å skreddersy opplegg og tett oppfølging en av deres styrker. Deres motto er blant annet kvalitet før kvantitet, og noe de større aktørene muligens ikke klarer. Ved å skape og ivareta et personlig forhold mellom konsulent og kunde, tilrettelegges det for langvarige forhold mellom konsulenter og kunder.

Den siste primæraktiviteten omhandler infrastrukturen i nettverket. Mer spesifikt inngår personalledelse, regnskap og budsjettering her. De ansatte i Pecus er den viktigste faktoren for at bedriften skal lykkes, og derfor må ikke viktigheten av et godt arbeidsmiljø undervurderes. I tillegg nevnes budsjetteringsdelen spesifikt, da Pecus ikke har valgt å sette opp et budsjett for 2019. Økonomisjefen informerte oss om at dette var et bevisst valg, da verdien av tidligere budsjetter har vært minimal. Ressurser som tidligere ble brukt på budsjettering ble heller brukt til å planlegge og tilpasse seg endringen i arbeidsmiljøloven. Det å kunne ta et slikt valg anser vi som svært gunstig, da det viser at bedriften er tilpasningsdyktig og klarer å forstå hvor deres ressurser best utnyttes. Videre er viktigheten av å unngå tekniske og unødvendige misforståelser mellom konsulent og kunde et viktig element innenfor infrastruktur. Derfor har Pecus investert tid og ressurser i å tilrettelegge for en så oversiktlig og optimal platform som overhode mulig.

Avslutningsvis nevnes det at nøkkelen til langsiktig verdiskapning for Pecus ligger i å skape langsiktige, meningsfulle og verdifulle relasjoner mellom konsulenter og kunder. Med det som fundament er det liten tvil om at Pecus vil få bedre omdømme, større markedsandel og derfor oppnå høyere inntjening.

8.6 SWOT

I den strategiske analysen har vi belyst eksterne faktorer som påvirker Pecus ved bruk av PESTEL og Porters fem krefter. De interne faktorene har blitt vurdert med en verdi-nettverksanalyse. Styrker og svakheter er baserte på den interne analysen, mens trusler og muligheter er fra den eksterne analysen av bemannings- og rekrutteringsbransjen. En SWOT-analyse gir en kort, presis og oversiktlig fremstilling av faktorer som påvirker Pecus, og formålet er å lage en optimal bedriftsstrategi på bakgrunn av dette.

Tabell 8.6.1: SWOT-analyse

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> - Skreddersydde opplegg - Høy total kapital rentabilitet - Ansatte 	<ul style="list-style-type: none"> - Snevert nedslagsfelt - Eier avhengighet - Høye offentlige avgifter
Trusler	Muligheter
<ul style="list-style-type: none"> - Valutasvingninger - Politisk motstand - Stor konkurranse 	<ul style="list-style-type: none"> - Ekspandere - Stjele markedsandeler - Fusjon

9 Spesifisering av data

Verdien av egenkapitalen er blitt estimert ved bruk av egenkapitalmetoden og ved en komparativ verdsettelse. 2017 er det siste offentlige tilgjengelige regnskapet for Pecus og i vår analyse er 2017 karakterisert som år - 2. Økonomisjefen til Pecus har informert oss om at salgsinntektene i 2018 var på ca 45 millioner. I tillegg ble det informert om at deres vekstestimer baserte seg på omsetning i 2018 og ikke 2017. 2018 fungerer derfor som år - 1 i våre beregninger. Informasjonen som ble gitt inneholdt kun ca omsetning, og de andre komponentene i modellen er estimert ved bruk av de parameterene vi skal diskutere i dette delkapittelet.

9.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til Pecus består av salgsinntekt og annen driftsinntekt. Salgsinntekten kan forstås som det kundene til Pecus betaler for å benytte seg av Pecus sine konsulenter. Annen driftsinntekt er et administrasjonsgebyr som skal dekke interne kostnader som påløper ved organisering, planlegging og ved oppstart og avslutning av arbeidsforhold. Administrasjonsgebyret er på 0,24 % og er å anse som lineært i forhold til salgsinntekt.

Salgsinntektene til Pecus økte fra 2015 til 2016 med 73 % til ca 56 millioner. Økningen i salgsinntekter fra 2016 til 2017 var på 0,59 %. Regnskapet for 2018 er enda ikke offentlig, men vi har fått opplyst at 2018 var et krevende år, hvor omsetningen ble redusert til 45 millioner. Dette forklares ved at markedet var spesielt krevende og at selskapet ikke lyktes helt med sin strategi. Framtiden ser derimot lys ut, og målet er 10 % nominell vekst de neste fem årene. Basert på de tre foregående årene kan dette høres høyt ut, men økonomisjefen understreker at flere nye kontrakter har blitt undertegnet den siste tiden. Omfanget av disse kontraktene vil påvirke regnskapet allerede i 2019. Vekst i driftsinntekter er dermed satt til 10% de neste fem årene, for så og bli redusert til 5 % de resterende årene av den eksplisitte perioden. Reduksjonen i vekst etter fem år er et resultat av at selskapet antas å gå inn i en modningsfase hvor mer moderat vekst forventes [36]. Terminal periodens vekst er satt til 2%. Dette fordi et evigvarende selskap ikke kan ha høyere vekst enn det økonomien bedriften er en del av [33].

9.2 Investeringer

Et bemannings- og rekrutteringsbyrå har få investeringer da de er lite avhengig av anleggsmidler eller stort varelager. Fra balanseregnskapet ser vi at varelageret har vært 0 i de tre foregående årene. Basert på den uttalte veksten kan det tenkes at bedriften ønsker å investere i eget kontorlokale. Dette vil tidligst skje i 2021 da kontorlokalene er leid av Hathon Holding AS og kontrakten utløper 31.12.2020. Prisene på næringseiendom i Oslo er på et så høyt nivå at vi anser sannsynligheten for dette som lav. Hovedgrunnen til dette er at bedriften kun har en eier, og risikoen for eieren vil da øke. I våre framtidsprognoser er det ikke tiltenkt noen investeringer.

9.3 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom en bedrifts omløpsmidler og kortsiktige gjeld. I tabell 9.3.1 følger den historiske arbeidskapitalen.

Tabell 9.3.1: Historisk arbeidskapital

Arbeidskapital				
(Tall I 1000 NOK)	2015	2016	2017	Snitt
Salgsinntekter	32 329	55 664	55 994	47 996
Omløpsmidler	9 018	14 430	14 816	12 755
Kortsiktig gjeld	7 694	12 590	12 364	10 883
Arbeidskapital	1 324	1 840	2 452	1 872
% av salgsinntekter	4,10 %	3,31 %	4,38 %	3,93 %
Normalisert	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Nødvendig arbeidskapital	1 616	2 783	2 800	2 400
Differanse	-292	-943	-348	-528

Gjennomsnittlig arbeidskapital i perioden 2015-2017 var på 3,93 %. Vi anser denne som noe lav, da det er forventet høy framtidig vekst. Normalisert arbeidskapital er vurdert til 5 % av salgsinntekter. Vi anser dette som en moderat økning og hadde bedriften operert i en annen sektor måtte muligens normalisert arbeidskapital vært høyere. Dette fordi kredittid kunder muligens kan tenkes å øke når salgsinntektene stiger med en så høy vekst som det er forutsatt i oppgaven. Vi anser derimot økningen til 5 % som tilstrekkelig. Normalisert arbeidskapital vurderes til 5 % av salgsinntekter i våre prognoser.

Den nødvendige arbeidskapitalen for eksplisitt og terminal perioden følger av tabell 9.3.2

Tabell 9.3.2: *Estimert framtidig arbeidskapital*

Framtidig arbeidskapital						
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salgsinntekter	45 000	49 500	54 450	59 895	65 885	72 473
Normalisert arbeidskapital i %	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Nødvendig arbeidskapital	2250	2475	2723	2995	3294	3624
Differanse	202,00	-225	-248	-272	-299	-329
År	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
Salgsinntekter	76 097	79 901	83 896	88 091	92 496	94 346
Normalisert arbeidskapital i %	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Nødvendig arbeidskapital	3805	3995	4195	4405	4625	4717
Differanse	-181	-190	-200	-210	-220	-92

9.4 Lønnskostnader konsulenter og administrasjon

Lønnskostnader til konsulenter og administrasjon er en kostnadspost vi har valgt å dele opp i to separate beregninger. Dette fordi vi har blitt opplyst at dagens administrasjon er tenkt å kunne håndtere en omsetning på rundt 90-100 millioner kroner. I følge våre estimater vil omsetningen nå 92 millioner i den 10. perioden. Derav følger det at lønnskostnader i administrasjonen vil holdes konstant fram til periode 10. Deretter vil den øke med verdien av to nye årsverk. Lønnskostnaden for de to nye årsverkene er basert på gjennomsnittslønnen i Norge. Grunnen til at vi velger en gjennomsnittlig årslønn er fordi det per dags dato er svært krevende å fastslå hvilken arbeidsbeskrivelse de to nye årsverkene vil ha. Gjennomsnittslønn for alle sektorer i Norge ble hentet fra SSB sine tall for 2018. Lønnsstillingene for 2018 ble justert for inflasjon slik at de samsvarer med den 10. perioden og terminal perioden

Offentlige regnskapstall viser kun posten lønnskostnader i regnskapet. Disse lønnskostnadene i regnskapet til Pecus vil dermed inneholde både lønnskostnader for konsulenter og i administrasjonen. Da lønn er å anse som sensitivt er det ikke blitt oppgitt hvilke interne lønnskostnader Pecus har. Vi vet at det i 2018 var 11 ansatte i administrasjonen og at lederlønnen var på 735 000 kr [2]. I administrasjonen finnes det alt fra rekrutterere til konsulent sjef, arbeidsleder og salgssjef [89]. Det å ta gjennomsnittslønnen for en rekrutterer og en salgssjef ble vurdert. Ved nærmere gjennomgang ble det derimot vurdert slik at gjennomsnittslønnen innenfor disse yrkene var for høye og lite

realistiske for et lite selskap som Pecus. Vi valgte derfor å bruke gjennomsnittslønnen for alle sektorer i Norge da vi skulle estimere lønnskostnaden i administrasjonen. Det er selvsagt stor usikkerhet knyttet til disse tallene og de kan på ingen måte anses som helt korrekte. Vår tanke var at ved å ta gjennomsnittslønnen vil ulikhetene mellom ledere i administrasjonen og ansatte med lavere lønn jevnes ut, og dermed gi et estimat relativt lik faktisk lønnskostnad.

Gjennomsnittlig årslønn for alle sektorer i 2018 er 541,920 kr [90]. Sosiale kostnader ved lønn er estimert til 25% [91]. Den totale lønnskostnaden i administrasjonen ble i 2018 estimert til ca 7,5 millioner. Estimerte lønnskostnad i både eksplisitt og terminal perioder er justert for inflasjon. Det henvises til vedlegget for mer utfyllende informasjon. Lønnskostnader til konsulenter er i følge økonomisjefen på rundt 75% av salgsinntekter og brukt i våre estimater.

9.5 Varekostnad og andre driftskostnader

Framtidig varekostnad er beregnet ved å bruke historiske regnskapstall i perioden 2016-2017. Gjennomsnittlig varekostnad i prosent av salgsinntekter ble estimert til 1,04%. Vi anser det som svært sannsynlig at varekostnaden i prosent av salgsinntekter vil ligge i intervallet 0,9 - 1,1% av framtidige salgsinntekter. Et eksakt estimat er krevende å forutse og sannsynligvis vil varekostnaden variere i prognoseperioden. Denne variasjonen er umulig å forutse og visse forutsetninger må tas. En konstant varekostnad på 1% av framtidige salgsinntekter er benyttet i modellen.

Andre driftskostnader i regnskapet til Pecus inneholder blant annet huseleie, reisekostnader, strøm og telefon. I perioden 2015-2017 var gjennomsnittet på 6,66%. På grunn av den forventet veksten i salgsinntekter kan det tenkes at reisekostnader også vil øke noe. Økningen må kunne ansees for å være minimal og derfor er forventede framtidige andre driftskostnader satt til 7%. Fra tabell 9.5.1 følger det en oversikt over de ulike parameterne fra 2015 til 2017.

Tabell 9.5.1: Varekostnad og andre driftskostnader i % av salgsinntekter

År	Driftskostnader i % av salgsinntekter			
	2015	2016	2017	Snitt
Varekostnad	0,00 %	1,11 %	0,98 %	0,69 %
Andre driftskostnader	8,30 %	6,37 %	6,94 %	7,20 %

9.6 Avskrivninger

Pecus har lite anleggsmidler og immaterielle eiendeler og følgelig derfor lave avskrivninger. Økonomisjefen opplyser at det ikke er planlagt noen større investeringer i anleggsmidler, og avskrivninger er forventet å være relativt lik dagens situasjon.

Tabell 9.6.1: Avskrivninger

Avskrivninger				
År (tall i 1000)	2015	2016	2017	Snitt
Avskrivninger	7	26	54	29

I perioden 2015-2017 var gjennomsnittlige avskrivninger på 29 000 kr. Avskrivningene i 2015 var 7000 kr, og i 2017 var de på 54 000 kr. Vi anser derfor de gjennomsnittlige avskrivningene som for lave. Estimerte avskrivninger oppjusteres til 60 000 kr i eksplisitt og i terminal perioden. Det er stor usikkerhet knyttet til denne beregningen, men da avskrivninger kun har en skatteffekt i forhold til kontantstrømmen vil et eventuelt avvik ha liten innvirkning på selskapets verdi.

9.7 Skatt

Selskapsskatten i 2018 var 23 % og i 2019 22% [83]. Kontantstrømmen i 2018, år 0 er følgelig justert for 22 % skatt. Kontantstrømmene fra og med 2019 er justert for en skattesats på 23 %.

9.8 Prisstigning

Det er forventet en inflasjon på 2 % i analysen. Salgsinntektene stiger med henholdsvis 10%, 5% og 2% i prognoseperioden. Veksten inneholder en inflasjonskomponent og den reelle veksten er med andre ord 8, 3 og 0 %. Lønnskostnader er justert for inflasjon, mens annen driftsinntekt og andre driftskostnader automatisk blir justert da de estimeres ved bruk av salgsinntekter.

10 Verdivurdering

I dette kapittelet vil vi presentere en fundamental verdsettelse og en supplerende verdsettelse ved bruk av prismultipler. Egenkapitalmetoden er blitt benyttet for den fundamentale verdsettelsen. Analysen baserer seg på kapittel 7, ?? og 9

10.1 Egenkapitalmetoden

Av tabell 10.1.1 følger det en oppsummering av den eksplisitte perioden. Videre følger det av tabell 10.1.2 og tabell 10.1.3 en oppsummering av terminaleverdien og nåverdien av eksplitt og terminal perioden.

Tabell 10.1.1: Oppsummering eksplisitt periode

Periode	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	800	1500	2282	3155	4128	4586	5073	5387	6135	5063
Skatt	-176	-330	-502	-694	-908	-1009	-1116	-1185	-1350	-1114
Resultat	624	1170	1780	2461	3220	3577	3957	4202	4786	3 950
K.S	459	982	1568	2221	2950	3456	3826	4062	4636	3789
NPV K.S	459	839	1145	1387	1574	1576	1492	1354	1320	922

Tabell 10.1.2: Oppsummering terminalverdi

Terminalverdi	
Vekst	2 %
Avkastningskrav	17 %
Estimert terminalverdi	23 511
Diskonteringsfaktor	4,11
Nåverdi terminalverdi	5 723

Tabell 10.1.3: Estimert nåverdi av egenkapitalen

Nåverdi beregning	
Nåverdi eksplitt periode	12 069
Nåverdi terminalverdi	5 723
Nåverdi operasjonelle eiendeler	17 844
Gjeld	0
Verdi egenkapital	17 844

Ved bruk av egenkapitalmodellen og de forutsetningene vi har tatt er estimert verdi av egenkapitalen lik 17 844 millioner. Nåverdien av eksplisitt perioden er 12 069 og 5 723 millioner for terminal perioden. Pecus er et aksjeselskap og følgelig ikke notert på Oslo børs. Hadde Pecus vært notert kunne vi sammenlignet verdsettelsen med nåværende aksjepris og hva andre meglerhus har estimert verdien av Pecus til, men i dette tilfellet er ikke det mulig. På grunn av dette er det å antyde om verdien er høy eller lav kun spekulasjoner. Det vi kan si er at forventet framtidig vekst er satt i henhold til de

forventningene Pecus har, og vi har ingen holdepunkter for å bestride denne veksten. Variablene i analysen er benyttet på en så objektiv måte som mulig, og selv anser vi estimatet som rimelig. Eventuelle avvik fra de variablene vi har benyttet, enten høyere eller lavere enn forventet, vil ha signifikant innvirkning på estimert verdi.

10.2 Multippelanalyse

I dette delkapittelet foretas det en komparativ verdsettelse og, da ved bruk av en multippelanalyse. Det er blitt hentet data fra syv selskaper innenfor bemannings- og rekrutteringsbransjen. De syv selskapene er lokalisert over hele verden og flere av dem er multinasjonale selskaper. Damodaran (2010) anbefaler å benytte medianen slik at ekstremverdier ikke påvirker estimatet [92]. I vårt tilfelle er både medianen og gjennomsnittlig multippel i bransjen lavere enn Pecus sin estimerte multippel. Gjennomsnittlig multippel for både P/E og P/B er høyere enn median beregningen. Vår vurdering var at utvalget ikke inneholdt flere ekstremverdier, og på grunn av dette anses et gjennomsnitt av multiplene i bransjen til å gi et mer korrekt bilde på Pecus sin verdi. Det kan argumenteres for at multippelen til Poolia AB er ekstrem, men sammenlignet med Pecus sin estimerte multippel er den ikke på noen som helst måte ekstrem. Derfor følger det at den komparative verdsettelsen er gjort ved bruk av gjennomsnittlige multipler for bransjen.

P/E og P/B er multiplene som benyttes og data fra de syv selskapene er hentet 11 mai 2019 fra Bloomberg Terminal. Grunnen til at vi valgte disse to multiplene er fordi de er intuitive og forståelige, men også fordi Pecus ikke har rentebærende gjeld.

Tabell 10.2.1: Multipler i bemannings- og rekrutteringsbransjen

	P/E	P/B
Pecus	28,98	6,91
SJR	16,63	7,69
Poolia AB	28,96	2,52
Manpower group	10,87	2,17
Randstad NV	12,89	2,44
Staffline Group PLC	9,69	2,46
Robert Half International	15,52	6,34
Sthree PLC	11,41	3,91
Gjennomsnitt bransjen	15,1	3,9

10.2.1 Price/Earnings

$$\frac{Price}{Earnings} = \frac{Markedsverdi egenkapitalen}{Resultat etter skatt} \quad (10.2.1)$$

P/E multiplene er svært populære innenfor komparativ verdsettelse, da den både er enkel og forstå og benytte i praksis. Den gjennomsnittlige P/E multiplene for de syv selskapene var 15,14. De syv selskapene sine multipler er hentet fra Bloomberg og deres multipler over de fire siste kvartalene er benyttet.

Ved å multiplisere Pecus sitt forventede resultat etter skatt i 2019 med 15,14 blir estimert verdi på egenkapitalen lik 9 444 millioner. Verdsettelsen ved bruk av P/E er betraktelig lavere enn ved bruk av egenkapitalmetoden. Ved bruk av en prismultiplene benyttes kun det forventede resultatet i 2019, og veksten vi forutsetter i framtiden påvirker ikke multiplene. Av den grunn vil ikke den komparative verdsettelsen gi et helt korrekt estimat av Pecus. Et selskap med lavere forventet vekst i framtiden ville vært bedre egnet for en verdsettelse ved bruk av multipler. Lavere forventet vekst ville også gitt mer samsvarende resultater mellom den fundamentale og komparative verdsettelsen.

10.2.2 Price/Book

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Markedsverdi egenkapitalen}{Balanseverdi egenkapitalen} \quad (10.2.2)$$

P/B multiplene er også svært populære innenfor komparativ verdsettelse. Den gjennomsnittlige P/B for de syv selskapene er 3,93. Bokført verdi av egenkapitalen i 2017 var 2 616 millioner. Estimert verdi av egenkapitalen blir dermed 10 288 millioner. Dette estimatet er noe feil, da det ikke samsvarer med tidspunktet datene fra Bloomberg er hentet. Bloomberg oppdateres daglig og alle multiplene er hentet 11 mai 2019. For å justere for dette velger vi å bruke forventet kontantstrøm til egenkapitalen i 2018, og forutsetter at denne kontantstrømmen tilføres egenkapitalen. Dette anser vi som en rimelig forutsetning da det ikke er tatt utbytte siden 2014. Forventet egenkapital 31.12.2018 er dermed lik bokført verdi av egenkapitalen i 2017 og forventet kontantstrøm til egenkapitalen i 2018.

$$Estimert verdi egenkapital = (2616 + 398) \cdot 3,93 = 11854 \text{ millioner} \quad (10.2.3)$$

Fra ligning 10.2.3 ser vi at verdien av den justerte P/B multiplene er lik 11 584 millio-

ner. Bokført verdi benyttes altså ikke, og må anses som et avvik fra hvordan den opprinnelige multiplene skal benyttes. På grunn av at vi benytter oss av data fra Bloomberg terminal syntes vi dette er en rimelig forutsetning. Den justerte multiplene, hvor vi tillegger forventet kontantstrøm i 2018 øker verdien på egenkapitalen med ca 1,6 millioner.

10.3 Oppsummering verdsettelse

Det er klare forskjeller i hva egenkapitalmetoden og prismultiplene estimerer verdien av egenkapitalen til. Vi mener prismultiplene gir en pessimistisk vurdering av egenkapitalen. Dette begrunner vi med at begge multiplene ser bort fra den forventede veksten i framtiden. Prismultiplene benytter data fra 2019 og den forventede veksten får dermed ingen effekt på resultatet. Et selskap med lavere antatt vekst ville gitt mer samsvarende estimater mellom egenkapitalmetoden og prismultiplene. Den markedsbaserte tilnærmingen ved bruk av prismultipler er forholdsvis enkel og framstår for oss som noe aggregert. Den baserer seg også kun på et utdrag av sammenlignbare selskaper, og i praksis er ingen selskaper like. De sammenlignbare selskapene er også ikke helt identiske, da dette ikke har vært mulig å finne. Ved bruk av egenkapitalmetoden ble det benyttet blant annet regnskapsanalyse, strategisk analyse og informasjon fra ledelsen i selskapet. Den fundamentale verdsettelsen inneholder langt mer informasjon, og forutsetningene som er tatt er basert på anerkjent litteratur og de analysen som er foretatt. På bakgrunn av dette framstår egenkapitalmetoden sitt estimat som mer velbegrunnet og passende. Fra tabell 10.3.1 følger estimert verdi av egenkapitalen ved den fundamentale og den komparative verdsettelsen.

Tabell 10.3.1: Egenkapitalens verdi (NOK 1000)

Egenkapitalemetoden	17 844
P/E	9 444
P/B	10 288
Tilpasset P/B	11 584

11 Usikkerhetsbetraktninger

11.1 Sensitivitetsanalyse

En verdsettelse er en krevende prosess hvor flere forutsetninger må tas. Et forenklet bilde av virkeligheten er målet, og de aktørene som utfører verdsettelsen må derfor ta diverse forutsetninger. I dette tilfellet er det oss som har foretatt en verdsettelse og tatt disse forutsetningene. Noen av forutsetningene vi har tatt har liten betydning på estimert resultat, og andre har særdeles stor effekt. Ved bruk av en sensitivitetsanalyse ønsker vi å se hvilken effekt endring av usikre parametere vil ha på å estimert resultat.

11.1.1 Vekst i salgsinntekter

I våre prognoser ble det benyttet en vekst på henholdsvis 10 og 5 % for den eksplisitte perioden, og 2 % i terminal perioden. Selve sensitivitetsanalysen er bygd opp slik at veksten i eksplisitt periode justeres opp og ned med et prosentpoeng, og terminal periodens vekst holdes konstant. Fra tabell 11.1.1 kan vi se at nåverdien av egenkapitalen er svært sensitiv for endringer i forventet vekst. Eventuelle avvik, enten økt eller redusert vekst, har en signifikant betydning på nåverdien til egenkapitalen. Differansen fra vårt opprinnelige estimat ved bruk av egenkapitalmetoden, og til den med høyeste og lavest vekst er på henholdsvis 17,5 og 13,5 millioner. Variasjonen i forhold til den estimerte P/E vi har funnet er 3,6 millioner. Forklaringen for at det er lavere variasjon ved bruk av P/E er at multippelen ikke tar hensyn til et avkastningskrav og at framtidig vekst ikke er med i denne beregningen. Tidligere har vi nevnt at bruken av multipler ikke får fram den virkelige verdien når det forutsettes en så kraftig framtidig vekst som det forventes her.

Tabell 11.1.1: Vekst i salgsinntekter (NOK 1000)

0 - 4	9%	8%	7%	6%	10%	11%	12%	13%	14%
5 - 9	4%	3%	2%	1%	5%	6%	7%	8%	9%
Terminal	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EK	14134	10657	7399	4346	17844	21803	26027	30535	35345
P/E	8528	7612	6695	5779	9444	10360	11277	12193	13109

11.1.2 Avkastningskrav

Vi har estimert et avkastningskrav ved bruk av proxymetoden, bransjemetoden og en integrert risikoanalysemodell. Gjennomsnittet av disse tre metodene ble benyttet. Alle de tre metodene har usikkerhet knyttet til seg, og kan på ingen måte anses som perfekte. Både ved proxymetoden og bransjemetoden hadde vi utfordringer med å finne sammenlignbare selskaper. Det gjør usikkerheten knyttet til resultatet av disse metodene stor. Den integrerte risikoanalysemodellen inneholder mye skjønn. Hvordan man vektlegger ulike faktorer er av stor betydning og derav også på avkastningskravets størrelse. Vi har tidligere nevnt at vi anser sannsynligheten for at avkastningskravet ligger i intervallet [15 - 19 %] som svært sannsynlig. Likevel kan andre som ønsker å verdsette Pecus være uenig i dette. Analysen i 11.1.2 viser endringen på verdien til egenkapitalen ved justert avkastningskrav. Endringene er signifikante, men også helt naturlige. Et avkastningskrav på 13% gir estimert nåverdi av egenkapitalen på 24 652 millioner, og 13 748 millioner ved et avkastningskrav på 21%. Differansen i estimert nåverdi i intervallet [15 - 19 %] er på ca 5,2 millioner. Potensielle avvik større enn dette anser vi som lite sannsynlig.

Tabell 11.1.2: Justert avkastningskrav (NOK 1000)

	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
EK	24652	22567	20771	19211	17844	16637	15565	14608	13748

11.1.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse

De to analysene viser helt klart at endring i forventet salgsinntekter har størst innvirkning på verdien av egenkapitalen. Vekst er den parameteren vi anser som mest usikker og også den med størst innvirkning på estimert egenkapital. Avkastningskravets variasjon er stor, men som sagt også forventet. Vi er derimot mer sikker på vårt estimerte avkastningskrav, da det bygger på grundige analyser. Det er blant annet blitt beregnet ved bruk av tre forskjellige metoder og flere hensyn, som det at eieren er udiversifisert er tatt hensyn til.

Veksten i salgsinntekter baserer seg på informasjon gitt av økonomisjefen i Pecus. Argumentene til økonomisjefen er blitt drøftet og vurdert, og ingen argumenter for å endre på denne er funnet. Likevel, er det å spå en eksakt vekst svært krevende. En feilmargin på ± 2 prosent er sannsynlig.

11.2 Scenarioanalyse

I forlengelsen av å håndtere usikkerhet har det blitt utført en scenarioanalyse der vi opererer med tre ulike utfall. De ulike scenarioene er vektet med henholdsvis 20, 50 og 30 prosent sannsynlighet. Variablene som endres er vekst i salgsinntekter, lønnskostnad konsulenter og avkastningskravet. Vi har valgt å endre både vekst i salgsinntekter og avkastningskrav proporsjonalt med ± 2 prosentpoeng. Det kunne blitt gjort større endringer både med hensyn på vekst og salgsinntekter, men et intervall innenfor ± 2 prosent er for oss det mest sannsynlige utfallet.

Lønnskostnader til konsulenter er i normal caset beregnet som 75 prosent av salgsinntekter. Dette er en forutsetning som baserer seg på informasjon gitt av økonomisjefen. Da parameteren er å anse som sensitiv, ble vi kun gitt et ca estimat. Vi tror at sannsynligheten for en noe redusert lønnskostnad for konsulenter er mer sannsynlig enn en økt presentsats. Av den grunn har vi valgt å vekte best case med 30 prosent sannsynlighet og worst case med 20 prosent sannsynlighet.

Tabell 11.2.1: Scenarioanalyse (NOK 1000)

Parametere	Worst case	Base case	Best case
Vekstfaktor (2019-2023)	8%	10%	12%
Vekstfaktor (2023-2028)	3%	5%	7%
Vekst terminal	1%	2%	2%
Lønnskostnader konsulenter	77%	75%	72%
Avkastningskrav	19%	17%	15%
Vektlagt scenario	20%	50%	30%
Verdi egenkapitalen	3 575	17 844	45 013
Nåverdi scenario	715	8 922	13 503
Totalt	23 140		

Fra tabell 11.2.1 ser vi at vektet nåverdi er 23 140 millioner. Differansen mellom best og worst case er på ca 41,5 millioner. Den store forskjellen skyldes at verdien av egenkapitalen er svært sensitiv for endringer på sentrale variabler. Analysen forsterker inntrykket vårt om at det er svært mye usikkerhet involvert, og kun små avvik har signifikant effekt på estimert resultat.

Videre har vi i tabell 11.2.2 valgt å redusere lønnsatsen til konsulenter med et prosentpoeng og holdt alt annet likt. Ny presentsats for beregning av lønnskostnader til konsulenter er da 74 prosent. Hva den vil være i framtiden er svært usikkert, men mellom 74

og 75 prosent anses som høyst sannsynlig.

Tabell 11.2.2: Scenarioanalyse 2 (NOK 1000)

Parametere	Worst case	Base case	Best case
Vekstfaktor (2019-2023)	8%	10%	12%
Vekstfaktor (2023-2028)	3%	5%	7%
Vekst terminal	1%	2%	2%
Lønnskostnader konsulenter	75%	75%	75%
Avkastningskrav	19%	17%	15%
Vektlagt scenario	20%	50%	30%
Verdi egenkapitalen	12 429	21 713	35 572
Nåverdi scenario	2485	10 856	10 671
Vektet nåverdi	24 013		

Fra tabell 11.2.2 ser vi at differansen mellom best og worst case nå er 23 millioner. Base case ville med en vektning på 100 prosent gitt en verdi lik 21 713 millioner. Scenarioanalysen som en helhet forsterker vårt estimat om at markedsverdien av egenkapitalen er rundt 17,8 millioner. Muligens også så høyt som 21 713 millioner, men da med en lønnsats for konsulenter på 74 prosent av totale salgainntekter, og alt annet holdt likt.

12 Drøfting av analyseresultatene

I tabell 10.3.1 følger estimert verdi av egenkapitalen ved fire forskjellige metoder. Egenkapitalmetoden gir klart høyeste verdi og P/E multiplene lavest. Alle multiplene inkludert tilpasset P/B gir lavere verdi enn egenkapitalmetoden. Dette skyldes i hovedsak at multiplene ikke tar hensyn til framtidig vekst, da de er basert på resultatet og balansen fra 2019. Multiplene er svært enkle og bygger ikke på noen analyser. Det er dessuten benyttet multipler fra selskaper som ikke er helt identiske med Pecus, da vi ikke har funnet identiske børsnoterte selskaper. Dette skyldes at Pecus er et forholdsvis lite selskap og svært få selskaper av denne størrelsen er notert på børs. Hvis framtidig forventet vekst hadde vært lavere ville både egenkapitalmetoden og multiplene gitt mer samsvarende resultater og troverdigheten til multiplene ville økt. Vi mener derfor at den komparative verdsettelsen ved bruk av prismultipler undervurderer verdien av selskapet.

Den fundamentale verdsettelsen baserer seg på høy framtidig vekst. Eventuelle restriksjoner bransjen kan bli pålagt grunnet økt misnøye, da fra spesielt venstresiden i norsk politikk tas hensyn til, men ikke en potensiell nedleggelse av bransjen. Utfallet av regjeringsvalget i 2021 vil derfor være av stor interesse for bransjen. Dette da Arbeiderpartiet ønsker et midlertidig forbud og Rødt og SV ønsker å forby bransjen. En rødgrønn regjering kan dermed bety slutten for bransjen. Utfallet av regjeringsvalget er vanskelig å spå, og at bransjen forsvinner helt, er lite sannsynlig. Avkastningskravet ved den integrerte risikoanalysemodellen tar hensyn til denne politiske risikoen, men den tar ikke høyde for et potensielt forbud eller nedleggelse av bransjen. Dette da vi anser det som lite sannsynlig og fordi risikotillegget måtte svært høyt. Kun den balanseførte verdien ville vært igjen om bransjen forsvant, og denne verdsettelsen vil ikke ha noen verdi.

Sensitivitetanalysen og scenarioanalysen viste hvor stor effekt eventuelle avvik fra de forutsetningene vi har tatt har på det estimerte resultatet. Den eksakte veksten i salgsinntekter er svært krevende å spå, og usikkerheten øker for jo lengre ut i eksplisitt periode vi går. Det er bevisst valgt en tiårig eksplisitt periode, dette da vi ikke ønsket å undervurdere verdien av selskapet. Scenarioanalysen forsterker inntrykket om at det er mye usikkerhet involvert. Potensielt sett kan det være ca 41,5 millioner i differanse fra best til worst case. Tabell 11.2.2 viste hvilken effekt en redusert lønnsats for konsulenter har på estimert resultat. Tidligere har vi nevnt at en lønnsats for konsulenter på 75 prosent muligens er noe høy. Ved å redusere denne med et prosentpoeng øker resultatet i base case med ca 3 millioner. Vi anser derfor det som sannsynlig at verdien av egenkapitalen muligens er noe høyere enn 17 844 millioner. Grunnen til at det ble

valgt 75% som lønnsats er at denne ble oppgitt av økonomisjefen i Pecus og at vi ikke ønsket å få et resultat som kan tolkes som for optimistisk. En lønnsats mellom 74 og 75 prosent er å anse som sannsynlig.

De strategiske analysene viste at forholdet mellom den norske og svenske kronen påvirker Pecus. En appresiering av den norske kronen og depresiering av den svenske kronen har normalt sett ført til økt arbeidsinnvandring fra Sverige. Videre viste de strategiske analysene at bransjen har få inngangsbarrierer og stor konkurranse. Endringen i arbeidsmiljøloven angående fast stilling for personell innleid via bemannings- og rekrutteringsbransjen trådte i kraft 1 januar 2019. Lovendringen er å betrakte som en inngangsbarriere, da det nå er større risiko for nye etablerte selskaper. Dette fordi alle bedriftene i bransjen er pålagt å betale sine konsulenter lønn lik deres gitte stillingsprosent. Likvel kan ikke bransjen anses som å ha store inngangsbarrierer da bransjen ikke er direkte kapitalkrevende. Store investeringer i anleggsmidler, varelager eller annet er ikke nødvendig.

Til tross for stor usikkerhet knyttet til den fundamentale verdsettelsen anser vi denne som både mest korrekt, men også som mest velbegrunnet. Analysearbeidet som er gjort er både grundig og basert på anerkjent litteratur. Multippelanalysen tar ikke hensyn til den forholdsvis høye veksten det forventes, og av den grunn mener vi at modellen ikke presenterer et riktig bilde av situasjonen. Den fundamentale verdsettelsen tar på den andre siden høyde for dette, og etter vår mening presenterer metoden et mer velbegrunnet og passende estimat.

13 Konklusjon

Oppgaven sitt formål er å verdsette egenkapitalen til Pecus per 01.01.2019. Verdsettelsen har blitt gjort ved bruk av en fundamental og en komparativ verdsettelse. Den fundamentale verdsettelsen er gjort ved bruk av egenkapitalmetoden, dette fordi Pecus ikke har rentebærende gjeld. Estimert nåverdi av egenkapitalen til Pecus ved bruk av egenkapitalmetoden er 17 844 millioner. Den komparative analysen er gjort ved bruk av multippelanalyse. Det er blitt benyttet tre multipler, henholdsvis P/E og P/B og tilpasset P/B . Estimert verdi ved multippelanalysen er betraktelig lavere enn ved den fundamentale verdsettelsen. Høyest verdi ved multippelanalysen er gitt ved tilpasset P/B , 11 584 millioner. Den fundamentale verdsettelsen er basert på regnskapsanalyse, strategiske analyser og historiske regnskapstall. På grunn av dette velger vi å benytte resultatet fra den fundamentale verdsettelsen som vårt svar på den gitte problemstillingen. Estimert verdi av egenkapitalen til Pecus er derfor 17 844 millioner.

13.1 Kritikk av analysen

Vi har gjennom arbeidet med oppgaven måtte tatt flere forutsetninger. De forutsetningene vi har tatt er basert på historiske regnskapstall, informasjon fra Pecus og egne analyser. Det å få opplysninger fra en medarbeider i bedriften har vært svært positivt, men det har også påvirket oss. Andre aktører som foretar en lignende verdsettelse kun basert på historiske regnskapstall og analyser, kan tenkes å ta andre vurderinger enn det vi har gjort. Vi er derimot av den oppfatning av at den informasjonen vi har blitt gitt, kun har økt kvaliteten på oppgaven.

Avkastningskravet benyttet i denne oppgaven er estimert ved bruk av tre ulike metoder. I proxymetoden ble SJR, et bemanning- og rekrutteringsbyrå fra Sverige benyttet. SJR er betraktelig større både med hensyn på resultat og markedsverdi. Dette er faktorer som gjør at det knyttes stor usikkerhet til beregningen. Bransjemetoden består av 7 selskaper i samme sektor som Pecus. Ingen av selskapene kan sies å være identiske med Pecus, da de fleste er større i både markedsverdi og resultatmessig. Egenkapitalbetaen er estimert ved bruk av proxymetoden og bransjemetoden er derfor usikre. I tillegg er KVM benyttet. KVM har flere svakeheter som er belyst i oppgaven, men den har på tross av dette blitt benyttet. Avkastningskravet ved integrert risikoanalysemodell er basert på en god del skjønn. Dette reduserer reliabiliteten i oppgaven. Videre er det i oppgaven forutsatt et konstant avkastningskrav. Eventuelle endringer i finansieringsstrukturen eller endringer på eiersiden vil påvirke et avkastningskrav, men da vårt avkastningskrav er

konstant vil effekten av dette utebli.

De estimerte framtidige kontantstrømmene er blant annet basert på historiske regnskapstall. Det å benytte historisk informasjon til å forutse framtiden forutsetter et ikke effisient marked. Videre er det foretatt flere forenklinger. Det forutsettes blant annet konstante avskrivninger og en konstant prosentsats for beregning av lønnskostnader for konsulenter. At noe holdes konstant over en tiårig eksplisitt periode og i en terminal periode er lite sannsynlig. Dette gjør også resultatet mer usikkert, og fra sensitivitetsanalysen og scenarioanalysen er det vist hvor stor effekt dette har på resultatet.

Litteraturliste

- [1] NHO Service og Handel. (2018). Hentet fra <https://bit.ly/2VzpbPu>
- [2] Proff Forvalt. (2019). Pecus. Hentet fra <https://bit.ly/2XVpFw9>
- [3] Arbeidstilsynet. (2018). Midlertidig ansettelse. Hentet fra <https://bit.ly/2EfIQav>
- [4] NHO Service og Handel. (2018). Bemanningsbransjen-vekst med bismak. Hentet fra <https://bit.ly/2QeTWmV>
- [5] Johannessen, A., Christoffersen, L & Tufte, P. A. (2011). Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag (3.Utg.). Oslo: Abstrakt forlag.
- [6] Nyeng, F. (2004). Vitenskapsteori for Økonomer (4.Utg.). Oslo: Abstrakt Forlag.
- [7] Ulleberg, H. P. (2002). Forskningsmetode og vitenskapsteori. Hentet fra <https://bit.ly/2YNMkvy>
- [8] Sucarat, G. (2017). Metode og Økonometri (2.Utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- [9] Bryman, A. & Bell, E. (2011). Business research methods (5.Utg.). Oxford University Press.
- [10] Estudie. (2017). Forskningsdesign. Hentet fra <https://bit.ly/2CWvrWd>.
- [11] Kallestad, Y & Møller, B. (2016). Verdivurdering (2.utg). Bergen: Fagbokforlaget.
- [12] Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2008). Exploring Corporate Strategy - Text & Cases (8.Utg.). Harlow: Prentice Hall. Hentet fra <https://bit.ly/2EjKTWl>
- [13] Feurer, R. & Chaharbaghi, K. (1994). Defining Competitiveness: A Holistic Approach. Management Decision, 32(2), (s. 49-58). Hentet fra <https://bit.ly/2WHiqYj>
- [14] Barney, J. (2015). Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts, Global Edition. Hentet fra <https://bit.ly/2VFB7KF>
- [15] Gjønnnes, S. & Tangenes, T. (2016). Økonomisk Styring 2.0 (1.Utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

- [16] Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantages: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press. Hentet fra <https://bit.ly/2V9pM61>
- [17] Svensson, G. (2003). Consumer driven and bi-directional value chain diffusion models, 15(6), (s. 390-400). *European Business Review*. Hentet fra <https://bit.ly/2CALCZ3>
- [18] Stabell, C. B. & Fjellstad, Ø. D. (1998). Configuring value for competitive advantage: On chains, shops, and networks, *Strategic Management Journal* 19(5), (s. 413–437). Hentet fra <https://bit.ly/2X9HYhy>
- [19] Katz, M. & Shapiro, C. (1985). Network Externalities, Competition, and Compatibility. *The American Economic Review*, 75(3), (s. 420-440). Hentet fra <http://www.jstor.org/stable/181480>.
- [20] Estudie. (2018). Verdinettverk. Hentet fra <https://bit.ly/2SPOwCv>
- [21] Vollmer, M. (2014). A beta-return efficient portfolio optimisation following the capm : An analysis of international markets and sectors. Hentet fra <https://bit.ly/2FNmctt>
- [22] Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), (s. 77-91). Hentet fra <https://bit.ly/2ODskqT>
- [23] Brealey, R. A., Myers, C. S. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*, 10(1), (s. 190. s. 502-525). McGraw Hill Irwin. Hentet fra <https://bit.ly/2GZ0TG5>
- [24] Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2017). *Essentials of Investments* (10.Utg.), (s. 292-298). New York: McGraw-Hill Education. Hentet fra <https://bit.ly/2SYyp17>
- [25] Bøhren, Ø. & Michalsen, D. (2012). *Finansiell Økonomi – Teori og praksis* (4.Utg.), (s. 69. s. 95-136). Bergen: Fagbokforlaget.
- [26] Damodaran, A. (2006). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2.Utg.), (s. 27-31). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hentet fra <https://bit.ly/2U4NrUM>
- [27] Fama, E & French, K. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, (33), *Journal of Financial Economics*, (s. 3–56). Hentet fra <https://bit.ly/2EMP17G>

- [28] Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25(2), (s. 383-417). Hentet fra <https://bit.ly/2tvgl1w>
- [29] Grossman, S. & Stiglitz, J. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), (s. 393-408). Hentet fra <https://bit.ly/2FM1ig0>
- [30] Black, F. (1986). Noise. *The Journal of Finance*, 41(3), (s. 529-543). Hentet fra <https://bit.ly/2X8DJCW>
- [31] Investopedia. (2019). Terminal value. Hentet fra <https://bit.ly/2U1uRBd>
- [32] White, P. (1988). COMPARATIVE ANALYSIS OF VALUATION PRACTICE, *Journal of Valuation*, 6(3), (s. 241-252). Hentet fra <https://bit.ly/2uvohUa>
- [33] Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (Utg.3.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. Hentet fra <https://bit.ly/2Uiim3t>
- [34] MAGMA. (2000). Realopsjoner - verdien av fleksibilitet. Hentet fra <https://bit.ly/2CKqH5U>
- [35] Dyrnes, S. (2011a). Innløsning av aksjer etter aksjelove og allmennaksjeloven – en taksonomi for verdibegreper. I Bråthen, T. (Red.), *Moderne Forretningsjus II*, (s. 78-107). Bergen: Fagbokforlaget.
- [36] Scott, M & Bruce, R. (1987). Five stages of growth in small business, (3.Utg.), (s. 45-52). Hentet fra <https://bit.ly/2HLEU60>
- [37] Skatteetaten. (2019). Rentesatser på tilgodebeløp, restskatt og resterende skatt. Hentet fra <https://bit.ly/2TU8qNx>.
- [38] Perold, A. F. (2004). The Capital Asset Pricing Model. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(3), (s. 3-24). Hentet fra <https://bit.ly/2C3YtD0>
- [39] Koller, T. McKinsey, C. I. & Goedhart, M. (2010). *Valuation : Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons, Inc. Hentet fra <https://bit.ly/2IQjgzK>
- [40] Damodaran, A. (2002). Estimating Risk Free Rate. Hentet fra <https://bit.ly/2VvcRv6>

- [41] Norges Bank.(2019). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <https://bit.ly/2EZzz8e>
- [42] Damodaran, A. (2016) Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications – The 2016 Edition. Hentet fra <https://bit.ly/2IS1NXF>.
- [43] Dimson, E. Marsh, P & Staunton, M. (2011). Equity Premia Around the World, London Business School. Hentet fra <https://bit.ly/2NIAuxP>
- [44] Damodaran, A. (2019). Country Default Spreads and Risk Premiums. Hentet fra <https://bit.ly/1jDAjgP>
- [45] Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest, and Money. Hentet fra <https://bit.ly/2ord7dW>
- [46] Townshend, H. (1937). Liquidity-Premium and the Theory of Value. The Economic Journal, (s. 157-169). Hentet fra <https://bit.ly/2HhgoJU>
- [47] Gjesdal, F & Johnsen, T. (1999). Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering (1.Utg.). Cappelen Akademiske Forlag.
- [48] Ibbotson, R. G. & Idzorek, T. M. (2014). Dimensions of popularity. Journal of Portfolio Management, 40(5), (s. 68-74). Hentet fra <https://bit.ly/2C6Zque>
- [49] Palepu, K. G. Healy, P. M. & Peek, E. (2013). Business analysis and valuation. IFRS edition.(3.Utg.). Andover: Cengage Learning
- [50] Bloomberg Terminal. (2019).
- [51] Damodaran, A. (2017). Ten Questions about Bottm-up Betas. Hentet fra <https://bit.ly/2CSKTn7>
- [52] Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. The Journal of Finance, 30(3), (s. 785-795). Hentet fra <https://bit.ly/2JoKk9t>
- [53] Damodaran, A. (2011). Applied Corporate Finance (2.Utg.). Hoboken, New Jersey:John Wiley & Sons, Inc, (s. 153-154). Hentet fra <https://bit.ly/2FbFYgz>
- [54] Boye, K. & Dahl, G. (1997). Verdsettelse i teori og praksis (Utg.1.). Cappelen Akademiske forlag.
- [55] Norges Bank. (2019). Inflasjon. Hentet fra <https://bit.ly/2VEtUj9>

- [56] Hoff, K. G. (2016). *Bedriftens økonomi* (Utg.8.). Oslo: Universitetsforlag.
- [57] Regjeringen. (2018). Ny forskrift for pengepolitikken. Hentet fra <https://bit.ly/2F58Ud0>
- [58] Gudmundsson, J. (2018). Lavere inflasjonsmål for Norges Bank- Hva betyr det for deg? Hentet fra <https://bit.ly/2EHyMbV>
- [59] Becker, C. (2018). Norges Bank setter opp renten for første gang på sju år – det skal vi være glade for. Hentet fra <https://bit.ly/2Y7sUBv>
- [60] Norges Bank. (2019). Endringer i styringsrenten. Hentet fra <https://bit.ly/2Ost4Pt>
- [61] Hovland, K. (2018). Første gang på syv år: Olsen hever renten. Hentet fra <https://bit.ly/2NrcWk4>
- [62] Norges Bank. (2019). Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet 1/19. Hentet fra <https://bit.ly/2YuYo4D>.
- [63] Heyerdahl, S. (2017). Økonomer tror renta vil holde seg ekstremt lav i nær evig tid. Hentet fra <https://bit.ly/2Hqv09Z>
- [64] Statistisksentralbyrå. (2019). Konsumprisindeksen. Hentet fra <https://bit.ly/2A79fpY>
- [65] Revfem, J. (2019). Laveste ledighet på 10 år. hentet fra : <https://bit.ly/2W0384a>
- [66] Jor, B. (2018). Høyere rente, høyere lønnsvekst og lavere arbeidsledighet. Hentet fra <https://bit.ly/2RFVmhF>
- [67] Stortinget. (2018). Hentet fra <https://bit.ly/2Te4T8j>
- [68] FriFagbevegelse. (2018). Hentet fra <https://bit.ly/2UHh671>
- [69] Gjerstad, M & Kloster, M. (2018). Stortinget har stemt for nye regler med skjerpede krav til fast ansettelse. Hentet fra <https://bit.ly/2uuiuyT3>
- [70] Firmanytt. (2018). Ikke lenger lov med nulltimerskontrakter". Hentet fra <https://bit.ly/2OsbJGi>
- [71] Johannesen, T. (2018). Slutt på «nulltimerskontrakter». Bemanningsbyråer frykter konkurs. Hentet fra <https://bit.ly/2FjTVKC>

- [72] Moxnes, B. (2018). Må slutte å verne om en useriøs bransje. Hentet fra <https://bit.ly/2HDiMe1>
- [73] Arbeidstilsynet. (2018). Arbeidsmiljøloven: Endringer om fast ansettelse og innleie. Hentet fra <https://bit.ly/2DYCNbs>
- [74] NHO Service og Handel. (2019). Fellesforbundet kjører en kampanje som har som mål å forby bemanningsbransjen. Hentet fra <https://bit.ly/2SPoKzm>
- [75] Dagsavisen. (2018). Snart vil alle arbeiderne på byggeplassene være innleid. Hentet fra <https://bit.ly/2DXczpR>
- [76] Kunnskapsdepartementet. (2016). Norges fremtidige kompetansebehov. Hentet fra <https://bit.ly/2tx1ZB0>
- [77] Nav. (2018). Hovedtall om arbeidsmarkedet. Hentet fra <https://bit.ly/1ykkwzW>
- [78] Norges Bank. (2019). Svenske Kroner. Hentet fra <https://bit.ly/2SSnqLU>
- [79] E24. (2018). Vondt verre for den svenske kronen. Hentet fra <https://bit.ly/2GzgpsV>
- [80] SCB. (2019). Arbetslöshet i Sverige. Hentet fra <https://bit.ly/2SWfJ70>
- [81] Statistisk sentralbyrå. (2018). Norsk økonomi er nær konjunkturnøytral. Hentet fra <https://bit.ly/2GAdvnO>
- [82] DN.(2017). Solberg sabler ned Aps skatteøkninger. Hentet fra <https://bit.ly/2twB8VQ>.
- [83] Regjeringen. (2018). Skattesatser 2019. Hentet fra <https://bit.ly/2V4Z12s>.
- [84] Pwc. (2016). Ny IFRS-standard for regnskapsføring av leieavtaler. Endelig er standarden klar, er du? Hentet fra <https://pwc.to/2Nht0BD>
- [85] Porter, M, E. (1980). Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. New York: Free Press. Hentet fra <https://bit.ly/2Uicf7f>
- [86] E24. (2016). Nå drar svenskene hjem. Hentet fra <https://bit.ly/2Iy2IfR>

- [87] NHO Service og Handel. (2016). Verdt å vite om bemanningsbransjen. Hentet fra <https://bit.ly/2E5jUUp>
- [88] Anderson, J. C. (1995). Relationships in business markets: exchange episodes, value creation, and their empirical assessment. *Journal of Academy of Marketing Science*, 23(4), (s. 346-350). Hentet fra <https://bit.ly/2V7f140>
- [89] Pecus. (2019). Hentet fra <https://bit.ly/2VwyXBa>
- [90] Statistisk sentralbyrå. (2018). Lønn. Hentet fra <https://bit.ly/2L9bqT7>
- [91] Altinn. (2018). Hva koster en arbeidstaker. Hentet fra <https://bit.ly/2VtxrQu>
- [92] Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation* (2.Utg.), (s.90-114). New Jersey: Pearson Education Inc.