



---

# PRIVATE EQUITY EIERSKAP – SLAKTER ELLER FRELSER?

---

En analyse av private equity eierskapets påvirkning  
på IT selskapet Visma sin drift & verdsettelse

**Profil: Finansiell økonomi**

**Av Eivind Josefsen og Jan F. Jorddal**

**Veileder: Klaus Mohn**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.



# Sammendrag

Denne masterutredningen har undersøkt IT selskapet Visma under ulike eierskap for perioden 2002-2013. I denne perioden har Visma vokst fra å være et lite ubetydelig selskap på Oslo børs, til å bli det 16. største selskapet i Norge målt i verdi mot Oslo børs. Analysen av Visma har undersøkt om private equity eierskap har vært annerledes enn børsnotert eierskap, og i så fall hvordan? Videre har analysen dannet grunnlag for å verdsette Visma i dag som trolig blir solgt innen kort tid.

I lys av den store utviklingen i Visma benyttet utredningen analyseverktøy fra et spillteoretisk rammeverk for den strategiske analysen. Målet var en scenariobasert verdsettelse. Deretter ble Penman sin driftsrelaterede superprofittmetode benyttet for å se om omsetningsveksten til Visma hadde gått på bekostning av lønnsom drift.

Analysen var treperiodisk; Børsnotert 2002-05, HgCapital 2006-09 og KKR & HgCapital 2010-13. Funnene fra analysen var at børsnotert periode var preget av høye driftskostnader og kontinuerlige oppkjøp som ikke ble integrert på en lønnsom måte. Derimot fant vi at begge Private Equity perioder i motsetning til børsperioden, hadde formet Visma ved en rekke lønnsomme oppkjøp og samtidig forbedret driftsmarginene. Basert på Superprofittmetoden har resultatet vært en ekstraordinær avkastning på driftsaktiviteter, spesielt for den siste eierskapsperioden. Private equity eierne har fungert som økonomiske frelsere. Forrige reelle verdiestimat av Visma var på 7.3 mrd NOK i 2010. Basert på utredningen er endelig verdi for Visma sin Enterprise Value i intervallet 18.9 mrdNOK til 20.7 mrdNOK per 20.06.2014.

# Forord

Denne utredningen er siste del av masterutdannelsen vår ved Norges Handelshøyskole (NHH) våren 2014. Masteroppgaven er en skrevet som en del av hovedprofilen Finansiell Økonomi. Hoverårsaken til at vi valgte verdsettelse som tema var først og fremst vår felles interesse for dette fagområdet, som vi begge praktiserer aktivt i dag på verdens børser. Ettersom vi har stor interesse for verdsettelse er det litt synd at det nettopp er dette temaet blir sett på som et ordinært og lite spennende valg til masterutredning, når NHH som utdanningsinstitusjon har utdannet noen av de mest suksessfulle investorer i Norge, deriblant Arne Fredly, Jens Ulltveit-Moe, og Svein Støle. Dessuten finnes det selskaper som er spesielt utfordrende å verdsette, og oppgaven kan videre settes inn i en spennende og annerledes kontekst.

Superprofittmodellen som foreløpig er mindre kjent blant verdsettelsesmetodene, men som prof. Gjesdal v/NHH diskuterer og etterspør i en artikkel i Magma (Gjesdal, 2012a), benyttes i denne utredningen. Sammen med et spillteoretisk rammeverk for konkurransestrategi skal vi gi innsikt i hvordan det private equity (PE) eide IT-selskapet Visma har endret seg og skapt eventuelle selskapsverdier. Etter flere år som børsnotert selskap, tok PE-eiere kontroll over Visma. Skiftet i eierskap gav oss muligheten til å analysere private equity- relaterte problemstillinger, som hvorfor et selskap blir tatt av børs for deretter å bli solgt noen få år senere, f.eks ved ny børsintroduksjon til en høyere verdi. Foruten utviklingen i eierskapet, er Visma et utfordrende selskap å verdsette, fordi det er et Software-selskap med flere forskjellige segmenter, og selskapet praktiserer en aggressiv oppkjøpsstrategi som gjør fremtiden og vekstestimer spesielt vanskelig å prognostisere.

Siden Visma er et unotert selskap unngikk vi å bli fristet til å ankre verdiestimatet vårt opp mot en børsverdi, eller et verdiestimat som profesjonelle analytikere hadde kommet frem til. Dette så vi på som en ekstra utfordring fordi analysearbeidet ble overlatt ene og alene til oss selv.

Vi vil takke vår veileder Klaus Mohn for nyttige innspill og oppfølging underveis!

Avslutningsvis vil vi takke for en flott masterperiode på Norges Handelshøyskole, som har gitt stor inspirasjon for fremtiden. En tid med mye lærdom og hyggelige begivenheter som vi begge er meget takknemmelige for.

---

Eivind Josefsen

---

Jan F. Jorddal

# Innhold

<b>Sammendrag</b> .....	<b>II</b>
<b>Forord</b> .....	<b>III</b>
<b>Figuroversikt</b> .....	<b>VII</b>
<b>Tabelloversikt</b> .....	<b>VIII</b>
<b>1.0 Innledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstilling og Formål.....	1
1.2 Avgrensninger og Forutsetninger .....	1
1.3 Oppgavens Struktur.....	2
1.4 Metode for Innhenting av Data.....	3
1.4.1. Undersøkellesdesign.....	3
1.4.2. Datainnsamling.....	4
<b>2.0 Private Equity Bransjen</b> .....	<b>5</b>
2.1 Private Equity Eierskap .....	5
2.1.1 Avkastning i PE.....	7
2.1.2 Debatt: Slakter eller frelser? .....	7
2.3.3. Oppsummering.....	10
<b>3.0 Verdsettelseslitteratur</b> .....	<b>11</b>
3.1 Neddiskonterte Verdsettelsesmetoder .....	12
3.1.1 Dividendemodeller .....	12
3.1.2 DCF - Prognostisere fri kontantstrøm.....	13
3.1.3 Superprofittmodellen .....	15
3.3 Andre metoder og tilpasninger .....	18
3.3.1 Balansebaserte verdsettelsesmetoder.....	18
3.3.2 Realopsjoner.....	18
3.3.3 Utvidet nettonåverdi .....	19
3.2 Verdsettelse Ved Bruk av Multiplikatorer .....	22
3.2.1 Multiplikatorer benyttet på Visma .....	23
3.4 Verdsettelsesmetodenes popularitet.....	26
3.5 Valg av metode for Visma .....	27
<b>4.0 Presentasjon av Visma og bransjen</b> .....	<b>29</b>
4.1 Bransje- og markedsbeskrivelse .....	29
4.1.2 Prisdannelse .....	32
4.2 Presentasjon av selskapet .....	33

4.2.1 Selskapshistorie .....	33
4.2.2 Eierskapshistorie .....	34
4.2.3 Nærmere Beskrivelse av Nåværende Aksjonærer .....	36
4.2.4 Private Equity og Visma .....	37
4.2.5 Exit .....	37
4.2.6 Langsiktighet.....	38
4.2.7 Strategi for Visma – Buy and Build .....	39
4.2.8 Oppkjøp .....	42
4.2.9 Ledelse og styret.....	43
4.2.10 Visjon, Misjon og Verdier .....	43
4.2.11 Selskapsstruktur .....	44
4.2.12 Kjernemarked .....	45
4.2.13 Kjerneprodukt.....	45
4.2.14 Utvidet Produktbeskrivelse .....	47
<b>5.0 Strategisk analyse .....</b>	<b>51</b>
5.2 Porter's five forces - konkurransearenamodell .....	53
5.2.1 Modellforklaring .....	53
5.2.2 Modellen anvendt på Visma.....	54
5.2.3 Porters 5F Oppsummering for det Nordiske marked.....	61
5.3 Internanalyse – SVIMA .....	63
5.3.1 SVIMA-Modellen .....	63
5.3.2 SVIMA-analyse anvendt på Visma .....	65
5.3.3 Sammendrag internanalyse.....	69
5.4 Evaluering av ulike Scenario .....	69
5.5 Kort presentasjon av de tre scenarioene .....	70
<b>6.0 Regnskapsanalyse - Slakter eller Frelser? .....</b>	<b>72</b>
6.1 Tradisjonelle nøkkeltall .....	73
6.2 Superprofittmetoden Penman .....	77
6.3 Rentabilitetsanalyse .....	79
6.3.1 Driftsaktivitetenes rentabilitet .....	80
6.2.2 Finansaktivitetenes rentabilitet og effekt på ROE.....	83
6.4 Fri kontantstrøm.....	86
6.5 Slakter eller frelser - Superprofittmetoden.....	87
6.6 Oppsummering regnskapsanalyse .....	89

<b>7.0</b>	<b>Prognose</b> .....	<b>92</b>
7.1	Prognostisering av fremtiden .....	92
7.1.1	Resultatregnskapet.....	92
7.1.2	Balansen .....	95
7.2	Estimat av Nøkkeltall for Verdidrivere i Ulike Scenario.....	98
<b>8.0</b>	<b>WACC og Bransjetall</b> .....	<b>100</b>
8.1	Diskonteringskrav.....	100
8.1.1	Totalkapitalkostnad – WACC .....	101
8.1.2	Egenkapitalkostnad – CAPM.....	101
8.2	Bransjeanalyse.....	103
8.2.1	Modellvalg .....	103
8.2.2	Presentasjon av karakteristika .....	104
<b>9.0</b>	<b>Verdsettelse</b> .....	<b>106</b>
9.1	Forklaring av modell .....	106
9.2	Resultat fra verdsettelse .....	107
<b>10.0</b>	<b>Evaluering av scenarioene</b> .....	<b>110</b>
10.1	Sensitivitetsanalyse .....	110
10.2	Superprofitt vs. FCF .....	113
10.3	Likviditetsrisiko.....	115
10.3	Evaluering av fremtidig Superprofitt.....	117
10.4	Multippel .....	118
10.5	Oppsummering Evaluering .....	119
<b>11.</b>	<b>Oppsummering og Konklusjon</b> .....	<b>120</b>
<b>12.</b>	<b>Etterord</b> .....	<b>121</b>
	<b>Litteraturliste</b> .....	<b>122</b>
	<b>Vedlegg</b> .....	<b>129</b>

# Figuroversikt

Figur 3:1 Strategisk planlegging og selskapets markedsverdi .....	20
Figur 3:2 Spillteori - Forskjellige konkurransestrategier for vekst .....	21
Figur 3:3 Undersøkelse: Kunnskap om ulike verdsettelsesmetoder blant norske selskap .....	26
Figur 4:1 Vekst i omsetning og ansatte .....	33
Figur 4:2 Omsetning og EBITDA forhold .....	34
Figur 4:3 Hvem eier Visma? Eierskapsstrukturen i Visma .....	35
Figur 4:4 Mulighetstre for Buy-and-build strategy .....	40
Figur 4:5 Oppkjøpstrenden hos de fem største ERP- leverandørene .....	41
Figur 4:6 Visma sin selskapsstruktur .....	44
Figur 4:7 Visma sin omsetning etter land .....	45
Figur 4:8 Oversiktsmodell for et ERP-system .....	45
Figur 5:1 Mål med strategisk analyse .....	51
Figur 5:2 Porters femkraftmodell .....	53
Figur 5:3 Oppkjøpskandidat .....	60
Figur 5:4 Oppsummering ERP- spillere .....	62
Figur 5:5 Modellforklaring: SVIMA – egenskapene for en ressurs .....	64
Figur 5:6 Fremtidsscenario for Visma .....	71
Figur 6:1 Regnskapsanalyse modell .....	72
Figur 6:2 Inntekt Visma .....	73
Figur 6:3 Oppkjøp og Organisk vekst .....	74
Figur 6:4 Resultatmarginer .....	75
Figur 6:5 Driftskostnader .....	76
Figur 6:6 Dupont-modellen .....	79
Figur 6:7 Driftsrentabilitet .....	80
Figur 6:8 Oppkjøp .....	81
Figur 6:9 Goodwill og Kunderelasjoner .....	82
Figur 6:10 Netto finansielle forpliktelser .....	83
Figur 6:11 ROE .....	84
Figur 6:12 Fri kontantstrøm og Oppkjøp .....	86
Figur 6:13 Driftsrelatert Superprofitt .....	87
Figur 7:1 Scenarioprognoser .....	98
Figur 9:1 Enterprise Value .....	107
Figur 10:1 Sensitivitet i g og WACC .....	110
Figur 10:2 Sensitivitetstabell .....	111
Figur 10:3 Forskjellige sannsynlighetsvektninger .....	112
Figur 10:4 Superprofitt vs. DCF .....	113
Figur 10:5 Fri kontantstrøm .....	115
Figur 10:6 Superprofitt .....	117
Figur 10:7 Ulike verdiintervall ved ulike verdsettelsesmodeller .....	119
Figur 10:8 Evaluering Verdsettelse .....	119



# Tabelloversikt

Tabell 2:1 PE - Frelser eller Slakter? .....	10
Tabell 3:1 Verdsettelsesmetoder .....	11
Tabell 3:2 Verdsettelse basert på kontantstrømmer eller regnskapsprinsipper? .....	17
Tabell 3:3 Valg av verdsettelsesmetoder .....	27
Tabell 4:1 Oversikt aksjonærlisten i Chamuel Topco AS .....	36
Tabell 4:2 Fordeler og ulemper med private equity eierskap .....	37
Tabell 4:3 Segmenterte inntekter .....	44
Tabell 4:4 Omfanget og bredden av ERP- tjenester/produkter .....	46
Tabell 5:1Oppsummering Porters Five Forces .....	61
Tabell 5:2 Modellforklaring: Hvordan SVIMA modellen er bygget opp .....	64
Tabell 5:3 SVIMA- modellen anvendt på Visma: Utvalgte ressurser for analyse .....	65
Tabell 5:4 SVIMA anvendt på Visma.....	69
Tabell 5:5 Oppsummering Scenario .....	69
Tabell 5:6 Nøkkelord fra Scenario - Strategi.....	70
Tabell 6:1 PE- Slakter eller frelser?.....	72
Tabell 6:2 Netto driftsrelatert kapital .....	78
Tabell 6:3 Netto finansielle forpliktelser .....	78
Tabell 6:4 Analyse av Lønnsomhet.....	84
Tabell 6:5 Nøkkelord for Scenario - Regnskap .....	90
Tabell 7:1 Inntektsvekst .....	92
Tabell 7:2 Nøkkelord Inntekt.....	93
Tabell 7:3 Driftskostnader .....	93
Tabell 7:4 Nøkkelord Driftskostnader .....	94
Tabell 7:5 Skatt og resultat fra tilknyttet selskap.....	94
Tabell 7:6 Balansen.....	95
Tabell 7:7 Nøkkelord oppsummert .....	97
Tabell 8:1 CAPM forskning .....	102
Tabell 8:2 CAPM effekt på Visma .....	102
Tabell 8:3 WACC .....	102
Tabell 8:4 Bransjetall .....	104
Tabell 9:1 Sannsynlighetsvekting .....	108
Tabell 10:1 Langsiktig rentebærende gjeld .....	115
Tabell 10:2 Multippel .....	118
Tabell 12:1 Ny aksjonærliste .....	121

# 1.0 Innledning

## 1.1 Problemstilling og Formål

Hva er selskapsverdien (enterprise value) til Visma den 20.06.2014?

Har eierskapsformen ført til en historisk ekstraordinær verdiskapning på driften for Visma?

Spørsmålene er en symbiose og utgjør problemstillingen vår. Den fundamentale verdsettelsen danner et grunnlag for kunne diskutere spørsmål rundt private equity eierskapet i Visma.

Visma er i dag (Mars 2014) eid av to private equity selskap, HgCapital og KKR, utredningen tar utgangspunkt i eiernes perspektiver. Flere viktige spørsmål rundt private equity eierskap stilles, hvorfor kjøpte private equity- selskap opp Visma? Hva har de tilført selskapet i form av strategi og ressurser som de allmenne aksjonærene ikke gjorde? Har de nye eierne tatt ut store verdier fra Visma, ekspandert selskapet ved oppkjøp og gjort "brura klar for salg", eller vil de selge et selskap som er mer levedyktig og mer verdt enn da de selv tok over kontrollen over selskapet?

## 1.2 Avgrensninger og Forutsetninger

- Benytter kun offentlig tilgjengelig informasjon.
- Dato for verdsettelse blir 14.06.2013
- Ny eier skal eie bedriften i et evig perspektiv (forutsatt fortsatt drift/going concern)
- Dato for innhenting av data er satt til 28.04.14
- Analyseperioden er satt til 2002-2013, med utgangspunkt i ønsket om å analysere Visma sin utvikling over lenger tid, ved tre ulike eierskapsperioder.
- Alle tall fra kapitlene prognose og verdsettelse er forventede verdier.

## 1.3 Oppgavens Struktur

Vi har forstøkt å gi masteroppgaven en logisk struktur slik at det blir enkelt for leseren å forstå innholdet i utredningen. Ved å følge en anbefalt fremstilling av innholdet i utredningen, "General-to-specific" fra vår veileder Prof. Klaus Mohn, presenterer mye informasjon på et generelt nivå før vi anvender teorien på Visma konkret. Denne besvarelsen forutsetter imidlertid at leseren har kunnskap innenfor emnene strategi, regnskap og finans.

Siden Visma sine årsrapporter og de viktigste lærebøkene vi anvender er skrevet på engelsk, vil noen av modellene ha et engelsk format, selv om hovedteksten er skrevet på norsk. Videre tar vi i bruk en del fagbegrep som stort sett kun omtales med den engelske oversettelsen, fordi de norske begrepene ikke er like beskrivende. Likevel vil vi oversette der vi mener dette er nødvendig.

**Del 1 Teori:** (kapittel 2 og 3) Teoridelen har som hensikt å danne et bredt grunnlag for videre fremgang i utredningen. Først i kapittel 2 presenteres PE bransjen, med generelle definisjoner bransjefakta. Deretter presenteres verdsettelseslitteraturen i kapittel 3, hvor vi blant annet utdyper styrker og svakheter for de ulike verdsettelsesmetodene. Avslutningsvis begrunner vi valg av metode for Visma.

**Del 2 Selskapet og Analyse:** (Kapittel 4-6) Kapittel 4 har som hovedformål å presentere bransjen og deretter Visma som selskap. Her drøftes hvordan private equity eierskapet har påvirket fundamentale forhold hos Visma. I kapittel 5 omhandler selskapets strategi, hvor utredningen benytter et spillteoretisk rammeverk for å synliggjøre tre relevante scenario som benyttes i verdsettelsen. I kapittel 6 blir regnskapsanalysen delt i tre ulike eierperioder. Her avdekkes ulikheter for eierskapsperiodene. Videre analyseres hva som driver lønnsomheten i Visma og hvorvidt veksten i selskapet har vært lønnsom for investorene.

**Del 3 Estimering og Funn:** (Kapittel 7-11) I kapittel 7 dannes prognoser for utredningens tre scenario. I kapittel 8 drøftes diskonteringskrav og bransjetall, men i kapittel 9 og 10 verdsettes og evalueres Visma. Evalueringen har til hensikten å vurdere risikoaspekter ved å være investor i selskapet, som strategigjennomføring, soliditet og sensitivitet i avkastningskrav og verdidrivere. Masteroppgavens oppsummering og konklusjoner er presentert i Kapittel 11.

## 1.4 Metode for Innhenting av Data

Metode er et redskap, en symmetrisk fremgangsmåte for å samle inn data i form av nødvendig informasjon, opplysninger og kunnskap, for å kunne belyse vår problemstilling (Dalland 2000). Informasjonen man tilegner seg er sjelden objektiv, den vil alltid inneholde spor av forfatterens subjektive syn. Videre vil dette medføre at vi må tolke informasjonen ut fra hvordan vi forstår intensjonen til forfatteren, f.eks vil salgstall fra "salgssjefen" i selskapet trolig være farget i en positiv retning. I tillegg vil mye av informasjonen være notorisk ineffektiv ved å inneholde for mye støy, som gjør at vi bør ha et klart design for fremgangsmåten i undersøkelsen.

### 1.4.1. Undersøkelsesdesign

Undersøkelsesdesign innebærer en beskrivelse av hvordan analyseprosessen skal legges opp for at en skal kunne løse den aktuelle problemstillingen (Gripsrud, Olsson, Silkoset 2004; s 58). Videre vil valg av design avhenge av hvor mye en vet om området, og hvilke ambisjoner en har til å analysere og forklare sammenhenger.

Ved startfasen til en masterutredning er det viktig å få en grundig forståelse av temaet som skal jobbes med. Dette oppnås ved en eksplorativ fremgangsmåte, hvor man starter med generell økonomisk kunnskap for så videre konkretisere opp mot Software bedrifter. En mer grundig forståelse av software sektoren danner et godt grunnlag for verdivurdering. For at estimatet skal gi beste bilde av verdien til Visma, bør man gjennomføre strategiske analyser, da både interne- og eksterne. I den sammenheng vil mye av innsamlet data komme fra Visma selv, noe som øker verdien av å sammenlikne informasjonen med eksterne analysebyråer.

Avslutningsvis vil en normativ besvarelse av problemstillingen ved et kausalt design benyttes, med sensitivitets- og scenarioanalyser. Her manipuleres tallstørrelsene (antatte uavhengige variabler) for å se hvilke effekter de har på selve verdivurderingen (den avhengige variabelen). Her vil intern- og ekstern validitet være avgjørende for tilfredsstillende analyse. Det er viktig at kausaliteten i analysen er god/dekkende, samt vurdere hvorvidt resultatene kan generaliseres (Gripsrud, olsson, Silkoset. 2004, s 69).

### 1.4.2. Datainnsamling

Utredningen vil innhente data fra interne og eksterne kilder. Videre vil utredningen inneholde både kvalitativ- og kvantitativ metode. Samtidig vil utredningen legge vekt på å benytte primærdata, og sekundærdata der det er nødvendig.

Den kvalitative datainnsamlingen inneholder mye farget perspektiv. Vi validerer dataen ved å kryssjekke opp mot primærkilder. E.eks intervju med nøkkelpersoner i Visma om visjon og strategi, kryssjekkes mot selskapets årsrapport for å se om informasjonen kongruerer. For utredningen er relevante databaser Visma.com, Gartner Inc., Damodaran online.

#### **Presentasjon av oppgavens viktigste datakilder og teorigrunnlag**

Visma.com, selskapets primærkilde for å utgi offentlig informasjon.

Gartner Inc er verdensleder innen analyse og rådgivning av it-selskap. Selskapet ble grunnlagt i 1979 og har i dag 14 000 organisasjonskunder. Hovedkontoret ligger i Stamford Connecticut, USA og har mer enn 6 100 associates som inkluderer 1 460 analytikere og konsulenter (Gartner Inc 2014).

Damodaran Online v/Stern Business School er drevet av prof. Answath Damodaran siden 1998. Med bakgrunn i talldata fra hans egen hjemmeside, har han skrevet en rekke bøker innen verdsettelse, corporate finance, investment management og portfolio management. Talldata herfra er gratis, blir årlig oppdatert og benyttes over hele verden (Damodaran Online 2014).

En bærebjelke i denne masteroppgaven vil være rammeverket for fundamental verdsettelse som står beskrevet i læreboken *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5 utgave). Forfatteren av boka er professor i regnskap ved Columbia Business School, Stephen Penman. Jon Lundesgaard (2012) beskriver Penman som "en av vår tids fremste kjennere av bruken av regnskapsopplysninger" og læreboken hans skildres som "imponerer med sin umiddelbarhet og bredde."

En viktig artikkel for den strategiske analysen er *Acquisition strategies as option games* av Han T. J. Smit. Forfatteren er professor ved Erasmus School of Economics, avdeling for Finance & Investments. Han har også gitt ut boken *Strategic investment: Real options and games* som også er benyttet i denne utredningen.

## 2.0 Private Equity Bransjen

I dette kapitlet har som formål å gi leseren en introduksjon til PE. Først defineres PE for oppgavens formål, deretter belyses typisk eierskap og størrelsesorden for markedet. Deretter en generell avkastning innenfor PE. Dernest hvordan PE kan utføre aktivt eierskap og eierstyring, avslutningsvis en oppsummering for hva som er relevant aspekter for Visma.

### 2.1 Private Equity Eierskap

Et eierskap til et selskap kan i all hovedsak grovt skilles mellom to typer eierskap, public- og private equity. Public equity er egenkapital som er investert via et offentlig marked, typisk via en aksjebørs. PE har en bredere definisjon. Tolkningen av PE begrepet er f.eks ulikt mellom USA og Europa, den norske interesseorganisasjonen Norwegian Venture & Private Equity Association (NVCA) beskriver PE på deres hjemmeside som følgende (nvca.no, 2014):

”Fellesbetegnelse på private eierfond. Investorer skyter inn penger i fond som brukes til investeringer i selskaper i svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. Fondene opererer som langsiktige og svært aktive eiere for å utvikle verdier i selskapene”

Norges Bank (2010) definerer det noe annerledes:

”Private equity (PE) brukes som en samlebetegnelse på langsiktige, lite likvide investeringer i unoterte aksjer hvor eier søker å ta ut underliggende verdier i selskapet ved et fremtidig salg eller en børsintroduksjon.”

I denne utredningen vil vi benytte PE på et selskap i vekstfase. Typisk eierform er et eller flere PE-selskap som kjøper majoritetsandelen til et selskap, typisk 90-100 % og resterende eierandel beholdes av ledelsen. Den resterende eierandelen til ledelsen tiltenkt som som et incentiv for å gjennomføre fremtidige drastiske endringer i selskapet (Vedlegg 4.2). Det kalles for ”private” ettersom selskapet som blir kjøpt opp enten er privateid i utgangspunktet, eller tas av børs og dermed utelukker allmenne aksjonærer.

Som Norges bank (2010) drøfter PE investeringer som startet i USA på 1950-tallet, hvor det geografiske nedslagsfeltet har gradvis blitt utvidet til alle verdensdeler. I følge ThomsonOne ble den nye kapitalen reist i 2009 fordelt mellom Nord-Amerika, Europa og Asia på henholdsvis 60-, 30- og 10% (Norges Bank, 2010). Risiko og avkastningsmuligheter er ulik for hver verdensdel, hvor man har forskjellig investorsammensetting og næringsstruktur. For eksempel i Europa har man tradisjoner for middels store selskap i privat eie i motsetning til USA hvor man har mange store selskap som er for store til å eies privat. Dette taler for større PE muligheter i Europa (Norges Bank, 2010).

PE bransjen følger det økonomiske klimaet og opplever derfor perioder med både høy og lav M&A aktivitet. Bransjen har de siste tiårene blitt en betydelig mektigere og større del av finansverdenen.

Når avisen *The Economist* beskrev private equity funds som "Capitalism's new kings" på forsiden var det for å belyse den enorme utviklingen i PE-fond (The economist, 2004). Studiene til Lerner, Hardyman og Leamon (2004) belyser veksten med følgende ord "the capital committed to US private equity funds increased from \$5 billion in 1980 to \$300 billion in 2004, and in the course of the past 25 years, over \$1 trillion has passed through the hands of private equity funds". Nyere rapport fra Preqins (2010) for Global Private Equity estimerer forvaltningsstørrelsen til oppkjøpsfondene og venture-fondene i 2. kvartal 2009 til å være i størrelsesorden \$1 400mrd.

Året 2013 ble et svært godt år for PE bransjen, for eksempel ble det i følge Preqin (2014) globalt gjennomført 1348 private equity-backed buyout salg verdsatt til \$303mrd, et aktivitetsnivå på høyde med årene før Subprime-finanskrisen i 2008. Videre ble det også i 2013 gjennomført hele 5979 venture capital deals (PE eierskap i bedrifter som er tidlig i utviklingssyklusen) verdsatt til \$46mrd. I tillegg ble det i 2013 gjennomført 2836 buyout deals verdsatt til \$274mrd. Totale nye kjøp anslått til \$320mrd.

Kapital til forvaltning og oppkjøpsaktivitet gir et bilde av investeringsmuligheter for PE bransjen. Norges bank (2010) vurderer det slik at fåtall av private selskap er PE eid og dermed er investeringsmulighetene i unoterte selskap mange.

Når et Private equity selskap foretar en investering er ofte exitstrategien allerede er bestemt. Investeringer har et typisk eierforhold som varer et sted mellom 3-10 år (Grünfeld og Jakobsen 2007). Avkastningen kommer fra å effektivisere eller forbedre selskapet, samt å forstørre gevinstene ved bruk av økt gjeldsandel i balansen<sup>1</sup>. Selv om enkelte PE selskap tar ut gevinster underveis i eierforholdet, vil normalt avkastningen stort sett bli synliggjort ved resalg (Wallstreetoasis.com, 2014).

I følge Cornelli og Karakas (2008) vil PE- selskapenes styreprerentanter være tilpasset selskapets utfordringer for å utøve de komplekse endringene og ofte vil mer komplekse endringer tale for flere styreprerentanter fra PE- selskap. Studiene til Keasey et al (2005) viser at styremedlemmene fra PE- selskapene deltar i både finansielle og driftsoperasjonelle endringer.

---

<sup>1</sup> Gevinstene økes ved bruk av det som på engelsk kalles for *leverage*, som betyr å belåne noe ved opptak av gjeld. Et PE selskap vil typisk gi opp balansen til et selskap og kanskje ta ut gjelden som kontanter (dette inkluderer også kontanter som ikke er nødvendig for daglig drift), og oppnår på den måten en gjeldsfinansiert gevinst. Den høye gjeldsgraden gir lavere EK som cet.par gir høyere egenkapitalavkastning, altså høyere lønnsomhet som i verdsettelsesmodeller som kan gi høyere profitt ved exit/salg.

### 2.1.1 Avkastning i PE

I masterutredningens innledning var et av spørsmålene om PE-eierskap har egenskaper til å skape meravkastning for investorene? Forskningen på området har noe ulik tilnærming men resultatene er overraskende like. I studiene til Phalippou og Gottschalg (2006) av mature private equity funds er funnene en meravkastning utover S&P 500 på årlige 2.96% før PE-honorarer og negative -3.83% etter honorarer. I det seneste studiet fra Harris, Jenkinson og Kaplan (2013) som er basert på nesten 1400 U.S buyouts og venture fond gir grunnlag for å tro på noe høyere avkastning. Dataen de benytter er fra Burgiss, en av flere gode internasjonale tilbydere av data, som hjemmesiden deres sier *"provides portfolio management software and data and analytics to asset owners investing in private capital"*. Dataintervallet er 1984-2012. Funnene er at gjennomsnittet for U.S buyout fund gir meravkastning utover aksjemarkedet basert på metoden *"public market equivalent"* fra Kaplan og Schoar (2005). Videre viser funnene en meravkastning utover S&P500 på 20-27% akkumulert i fondets levetid og 3% årlig (for PE fondsinvestorer). Meravkastningen er målt netto for PE fondsinvestorer, altså fratrukket PE-selskapets honorarer. Derimot ser denne utredningen på avkastning til selve PE selskapet (altså ikke et PE fond), som da er høyere i følge funnene (PE-honorarer går til seg selv). Undersøkelsen er bred og testet mot to andre datasett fra andre gode analysebyrå.

PE er også lukrativt for eierne, gründerne bak de fire største PE-selskap, deriblant KKR, som dro inn personlig 15mrd NOK i lønn og utbytte for 2013 (e24, 2014).

### 2.1.2 Debatt: Slakter eller frelser?

Private equity bransjen har et omstridt rykte i media, selv Warren Buffett sier at han helst unngår å kjøpe bedrifter fra PE selskaper ettersom de fokuserer på *"exit strategi"* og *"don't love the business"* (Bloomberg.com, 2010). For at et PE selskap skal kunne nå sine kortsiktige avkastningsmål innebærer det ofte en upopulær restruktureringsstrategi hvor kostnader kuttes, f. eks ved å redusere antall ansatte. Det er også interessant å merke seg at PE selskapene (i USA) ikke var spesielt verre enn andre selskaper i forhold til å si opp ansatte, og de ansatte hadde relativt lik lønnsvekst uansett om selskapet var børsnotert eller private equity kontrollert (Surowiecki, 2012). Videre kan strategien være salg av eiendeler og strømlinjeforme balansen ved bruk av leasing, og ikke minst øke arbeidspresset ved bruk av mye gjeld.

Surowiecki (2012) belyser med en artikkel i The New Yorker et skrekkeeksempel på hvordan et private equity selskap kan gjøre seg fortjent til et dårlig rykte:



“In 2004, [...] Wasserstein & Company bought the thriving mail-order fruit retailer Harry and David. The following year, Wasserstein and other investors took out more than a hundred million in dividends, paid for with borrowed money—covering their original investment plus a twenty-three per cent profit—and charged Harry and David millions in “management fees.” Last year, Harry and David defaulted on its debt and dumped its pension obligations. In other words, Wasserstein failed to improve the company’s performance, failed to meet its obligations to creditors, screwed its workers, and still made a profit. That’s not exactly how capitalism is supposed to work.

The people who ran Harry and David into the ground have a defense: economic conditions changed in unforeseeable ways. But that’s precisely why loading firms with debt in order to reap short-term benefits is bad. It leaves companies unable to weather tough times, and allows private-equity firms to make money even if things go wrong.

As if this weren’t galling enough, taxpayers are left on the hook. Interest payments on all that debt are tax-deductible; when pensions are dumped, a federal agency called the Pension Benefit Guaranty Corporation picks up the tab.”

Eksempelet ovenfor illustrerer hvordan et dårlig skattesystem skyver for mye av ansvaret og risikoen over på skattebetalerne, som tross alt ikke er direkte involvert i dealen eller vil kunne oppnå noen profitt om investeringen blir en suksess. Eksempelet med PE selskapet Wasserstein & Company viser også tydelig hvordan for mye gjeld åpenbart vil være i strid med en bedrifts naturlige interesse av å sikre en langsiktig god drift. Det å være finansielt solid sørger for at selskapet kan overleve naturlige svingninger i økonomien og kanskje ha en fair sjans til å unngå konkurs ved ekstraordinære hendelser som de nylige; finanskrisen eller resesjon. Hvis et PE selskap vet at de ønsker en exit innen få år, skaper det et insentiv til å gamble på at en økonomisk nedtur ikke vil finne sted i sin eierskapsperiode. Enda verre blir det om PE selskapet har en aggressiv fee-struktur (gebyrer og honorarer som kanskje overgår normale utbyttebetalinger) slik at de sikrer seg høy avkastning underveis. Så hvilke fordeler har PE-eierskap?

På den andre siden vil et godt argument for aktivt eierskap ved private equity være at de gjør sine selskap mer konkurransedyktige og faktisk gjennomfører de upopulære, men nødvendige strategiske grepene som selskapet selv burde ha gjennomført, kanskje for lenge siden. Det er ikke vanskelig å tenke seg et “sovende” styrerom, hvor investorene er lite engasjerte i styrearbeidet og styremedlemmene lite opptatt av aksjonærenes interesser. Et eksempel kan være en typisk børsnotert situasjon som Visma var i 2006, hvor aksjonærene var svært mange, små andeler både institusjonelle som pensjon, forsikringsselskap og private eiere (hver og en har kun en liten

økonomisk egeninteresse) og spredt geografisk. Alt taler for høyere terskel for å delta aktivt for å påvirke styret.

I en studie gjennomført av McKinsey (2005) ble 70 suksessfulle Private Equity dealer analysert. Den primære verdidriveren kom ikke fra forhold som arbitrasje, finansiell kreativitet eller fra god lønnsomhet i sektorene generelt, men fra samspillet mellom eier (styret) og ledelsen, en mer aktiv og engasjert form for Corporate Governance (eierskapsstyring). Videre følger det av artikkelen at flere av direktørene bekrefter at det eksisterer store forskjeller mellom PE eierskap og børsnoterte selskap. For det første representerer ofte styrene i allmenne selskap flere ulike eiere, ofte med ulike interesser. Styrene i PE-eide selskap er mer ensartet, noe skaper en felles forståelse hos styret og ledelsen angående risiko og hva som var viktig; nemlig resultater i form av høy lønnsomhet og avkastning. Styrene i PE-selskapene karakteriseres i høyere grad av fokus på konkret handling og gjennomføring. Direktørene fra undersøkelsen påpekte at PE selskapene var betydelig mer pågående i sin utspørring av ledelsen, hvor de viktige og vanskelige spørsmålene ble stilt. PE selskapene fulgte ikke det normale kommunikasjonshierarkiet, de besøkte bedriften når de selv ønsket og snakket direkte med ansatte, som igjen gav dem førstehåndskunnskap om operasjonelle forhold og dermed muligheten til å yte feedback, coaching og diskusjon på et høyere nivå. Kontrasten mot større allmenne selskap var stor, der tilhørte det sjeldenheten av toppledelsen opplevde et lignende engasjement fra styret og styrelederen. Videre taler aktivt eierskap for å redusere risikoen for opportunistisk adferd hvor ledelsen kan berike seg på aksjonærenes bekostning.

Det kortsiktige perspektivet som private equity eiere har (3-7 år) behøver ikke å være noe utelukkende negativt. Resultatet kan være at store endringer i bedriften gjennomføres på måneder i stede for år. Dette kan riktignok skape mange nye problemer i omstillingsfasen, men også gjøre bedriften i stand til å gripe nye muligheter og respondere raskere på konkurransen istedenfor for å være okkupert med en langdrøy omstillingsprosess. For å trekke en parallell blir dette blir en slags "shock policy" som Milton Friedman<sup>2</sup> talte for (Investopedia.com 2014). Friedman har uttalige årlange studier for hvordan man burde endre et lands økonomiske politikk for å stabilisere dårlige økonomier. Løsningen kan være særdeles raske og ofte brutale endringer. Studiene er selvfølgelig i makroperspektiv, men for en bedrift kan de raske endringene på lang sikt både redde eksisterende jobber og skape nye. Dessuten kan man hevde at PE selskap bidrar til å effektivisere økonomien ved konstant å være på jakt etter kostnadskutt, noe som kan være et insentiv til å utvikle bedre systemer og teknologi i samfunnet (HBR, 2007)

---

<sup>2</sup> Milton Friedman (1912-2006) var en amerikansk samfunnsøkonom. Professor ved Universitetet i Chicago fra 1948-1983. Tildelt nobels fredspris i økonomi i 1976.

En annen fordel ved privat eierskap er at de ansatte i bedriften kan i større grad fokusere på sin kjernevirksomhet i stedet for å måtte oppfylle kravene og formalitetene som medfølger det å være børsnotert (f. eks Investor Relations og børsrapportering). Har derimot PE selskapet tenkt at exit blir en børsnotering, vil de på et eller annet tidspunkt bli nødt til å aktivere funksjonene som kreves for å kunne være børsnotert (sørge for at de evner å rapportere som et børsnotert selskap). For Visma har de holdt denne oppgaven ved like, men nyter erfaring fra et særdeles dyktig og internasjonalt styre som vi vil se nærmere på i kapittel 4 selskapsbeskrivelsen. Vi vil også utdype hvilken effekt dette PE-eierskapet har på Visma i følgende kapitler.

### 2.3.3. Oppsummering

Her oppsummeres funnene som utredningen tar med seg videre til kritisk gjennomblikk for hvordan PE-eierskapet har blitt utøvd i Visma.

Tabell 2:1 PE - Frelser eller Slakter?

Frelser – "Shock therapy"	Slakter
Rask positiv endring i lønnsomhet Ekstraordinær avkastning på drift	Drastisk økning i av gjeld i balansen Drastisk reduksjon av eiendeler Selskapet konkurransekraft svekkes

Tabell 2.1: Frelser eller slakter. Tabellen oppsummerer potensielle funn for analysedelen, for å markere om Visma blir slaktet eller frelst (egen tilvirkning).

#### Slakter

PE selskapene er privilegerte ved eventuell skattetilpassning, dermed kan bedriften ende opp med overdrevent mye gjeld, som kan være en dårlig langsiktig strategi med høy risiko for konkurs. Enkelte PE selskap har behov for løpende utbetaling fra selskapet ved å ta ut verdier underveis i eierperioden. Dermed "stjeler" PE- eierne fra selskapet i form av at selskapet blir solgt del for del og samtidig blir kontantbeholdningen redusert. Selskapet ender opp med mindre finansielle muskler enn tidligere og konkurransekraften svekkes.

#### Frelser

Nøyaktig hvilke strategiske grep som blir gjennomført og hvordan de ansatte blir behandlet, eller hvilken fee-struktur PE selskapet har, samt nivået på bonuser til sentrale personer i prosessen, vil selvsagt variere fra et private equity selskap til et annet. En frelser vil benytte seg av effektiv "shock therapy" og satse på lønnsom vekst som bør gi ekstraordinær avkastning. En frelser vil dermed realisere avkastningen ved resalg av et sterkere selskap, i stede for å slakte selskapet underveis i eierperioden. Regnskapsanalysen i Kapittel 6 tar spesielt sikte på å vurdere om PE eierskapet av Visma kan bedømmes som slakter eller frelser, og måle dette mot eierskapet da Visma var børsnotert.

## 3.0 Verdsettelseslitteratur

I finansmarkedene operer flere ulike aktører, eksempelvis kortsiktige spekulanter, langsiktige industrielle eiere og verdiinvestorer, samt institusjonelle spare- og pensjonsfond. Forskjellige aktører har ulike preferanser, kunnskap, ressurser, tidshorisoner og investeringsmål som danner grunnlag for deres investeringsstrategi. Blant de forskjellige strategiene finnes det ifølge Penman (2013, s.3-4) *intuitiv investering* uten egen analyse (bruker magefølelse eller tips fra venner, media eller bekjente), *passiv investering* hvor du aksepterer markedspris uten analyse og derfor handler som om du tror på et effisient marked, eller *fundamental investering* som involverer analyse og aktiv forvaltning. En fjerde strategi er ifølge Marcus et al. (2011, ss. 420-428) *teknisk analyse*, som omfatter analyse av handlingsmønster, volum og trender i de historiske aksjekursdiagrammene. Teknisk analyse kan brukes som egen investeringsstrategi ofte kalt for *trading* hvor man utnytter kortsiktige ineffisiens i markedet.

Denne masteroppgaven vil være av skolen fundamental analyse hvor fokus er å verdsette et selskap. Aktiv forvaltning av formue, endringer i eierstruktur eller revisjon av et regnskap er alle gode eksempler på situasjoner hvor fundamental analyse blir brukt. For å kunne forstå et selskaps fundamentale forhold i en verdsettelse tar vi i bruk verdsettelsesverktøy, hvorav det finnes mange alternativer. Noen av disse metodene er listet i Tabell 3-1: Verdsettelsesmetoder.

Tabell 3:1 Verdsettelsesmetoder

Multiplikatormetoder			Neddiskonterte verdsettelsesmetoder	Andre metoder og tilpasninger
<i>Type:</i>	<i>Egenkapital</i>	<i>Selskapsverdi</i>	Estimere fremtidige utbytter	Balansebaserte metoder (substansverdi, NCAV mv.)
<i>Inntjeningsmultiplikator</i>	Price/Earnings	EV/EBIT EV/EBITDA EV/NOPAT EV/opFCF EV/EBITDAR EV/DACF	Prognostisere fri kontantstrøm til selskapet (FCFF) eller egenkapitalen (FCFE)	Opsjonsverdsettelse og eNPV (expanded net present value -strategisk fleksibilitet)
<i>Inntektsmultiplikator</i>	Price/Sale	EV/Sale	Superprofittmodellen (på engelsk kjent som Residual Income)	Utbytteyield (dette er en type egenkapitalmultipl) (dette er en type egenkapitalmultipl)
<i>Bokverdier</i>	Price/Book	EV/(BV+Debt)		

Tabell 3.1: Tabellen er grovt delt inn i tre; multiplikatorer, neddiskontere verdsettelsesmetoder og andre metoder/tilpasninger. Noen metoder er nært beslektede og bygger på samme forutsetninger og logikk. Metodene har alle både svakheter og styrker, og åpner for varierende grad av subjektiv vurdering rundt metodens forutsetninger. En god og grundig analytiker vet hvilken metode som er mest relevant for et spesifikt selskap i en gitt situasjon. (egen tilvirkning)

Ved et aksjonærorientert syn på verdsettelse er målet å finne verdien på egenkapitalen i selskapet.

Alternativt kan selskapsverdi (Enterprise Value) benyttes som også er tema for denne utredningen.

## 3.1 Neddiskonterte Verdsettelsesmetoder

### 3.1.1 Dividendemodeller

Ubytte, også kalt dividende, er den kontantstrømmen som tilfaller aksjonærene i et selskap mens du er aksjonær, derfor virker det naturlig å verdsette egenkapitalen i et selskap basert på de fremtidige utbyttene. Dividendemodeller er altså fremtidsrettet hvor forventede beløp benyttes og bygger på antagelsen om at aksjeprisen bør være lik nåverdien av alle fremtidige utbyttebetalinger.

DDM – Dividend Discount Model fra Marcus et.al (2011, s. 768)

$$\text{Egenkapitalverdi i dag} = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

Formel for DDM er den generelle utbyttmodellen hvor utbyttene diskonteres ned med kravet til egenkapitalen. Det er åpenbart umulig å predikere ubytene i alle fremtid, så modellen kan forenkles til Gordons Dividende modell:

Gordons dividende modell fra Marcus et al. (2011, s 769):

$$\text{Egenkapitalverdi i dag} = \frac{\text{Utbytte neste år}}{(k_E - g)}$$

hvorav

$k_E$  = egenkapitalkrav

$g$  = evig vekstfaktor

Gordons formel er en modell med konstant vekst, altså antagelse om at selskapet er i Steady State. Steady State impliserer at selskapets operasjoner har nådd en stabil fase hvor kapitalstrukturen er fast, med en uendelig jevnt stigende kontantstrøm og utbyttekapasitet, gitt en konservativ vekstfaktor  $g$ . Av ligningen går det frem at hvis vekstfaktoren  $g$  er større enn egenkapitalkravet  $k_E$ , så kollapser modellen matematisk og gir ingen mening. Modellens forutsetninger kan for bli urealistiske.

Ledelsen i et selskap kunne manipulere utbyttene over tid for å gi inntrykk av en jevn stigning i utbyttebetalingene, dette kan medføre at de faktiske utbyttene til tider er lavere eller høyere enn det de burde ha vært. Dessuten kan det være at konservative ledere ønsker å beholde en stor kontantbeholdning for å kunne møte uforutsette problemer eller utnytte investeringsmuligheter, som igjen reduserer de faktiske utbyttebetalingene i forhold til hva de potensielt kunne vært. I slike tilfeller vil en dividendmodell ikke gi riktig bilde av et selskaps virkelige verdi.

### 3.1.2 DCF - Prognostisere fri kontantstrøm

I verdsettelsesfaget brukes ofte begrepet "intrinsic value" for å beskrive den "riktige" verdien på et selskap. Modellen kan benyttes både på aksjonærverdi (FCFE) og selskapsverdi (FCFF). Siden det ikke finnes et godt norsk begrep for intrinsic value vil det engelske begrepet bli anvendt i denne masteroppgaven. Den vanligste metoden for å beregne intrinsic value er ved en kontantstrømsmodell, på engelsk kalt Discounted cash flows (DCF). Nedenfor er et sitat fra investor Warren Buffett (1990) hvor han definerer begrepet:

*"[...] intrinsic value - the figure indicating what all of our constituent businesses are rationally worth. With perfect foresight, this number can be calculated by taking all future cash flows of a business - in and out - and discounting them at prevailing interest rates. So valued, all businesses, from manufacturers of buggy whips to operators of cellular phones, become economic equals."*

Nåverdien av kontantstrømmene til totalkapitalen finnes ved følgende formel i Marcus et al. (2011, s 790):

$FCFF(DCF) =$   
 $EBIT(1 - t_c) + Avskrivninger - investeringer - \text{økning}/+\text{reduksjon i netto arb. kapital}$

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{V_T}{(1+WACC)^T}$$

hvor:

$$V_T(\text{terminalledd}) = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

g = vekstfaktor i terminalledd

Første ledd i formel for FCFF er en eksplisitt periode (for eksempel 5 år) hvor årlig kontantstrøm FCFF<sup>3</sup> estimeres. Andre ledd blir ofte kalt terminalleddet og tar utgangspunkt i FCFF for terminalåret som estimat for Steady State. Neddiskonteringsrenten i totalkapitalmetoden kalles WACC<sup>4</sup> som inkluderer hele kapitalstrukturen ettersom verdier tilhørende både kreditorer og aksjonærer beregnes. Dagens egenkapitalverdi, som neddiskontert kalles for netto nåverdi, finnes ved å trekke fra markedsverdien av netto finansiell gjeld.

En annen versjon av kontantstrømsmetoden går ut på å beregne kontantstrømmen direkte til egenkapitalen (FCFE) og neddiskontere disse med egenkapitalkravet isteden for WACC. En betydelig ulempe med FCFE metoden er at kontantstrømmene som relaterer seg til gjeld må prognostiseres eksplisitt. FCFF metoden som fokuserer på selskapet som helhet unngår dette, noe som ifølge

<sup>3</sup> Free Cash Flow for the Firm (totalkapitalen)

<sup>4</sup> Weighted Average Cost of Capital

Damodaran (2006, ss. 29-30) er en betydelig besparelse hvis gjeldsandelen i selskapet forventes å endre seg mye over tid. FCFF metoden tar på sin side hensyn til gjeldsandelen og rentenivået som del av WACC. De to metodene skal teoretisk gi samme verdiestimat, og det kan derfor konkluderes med at FCFF er å foretrekke overfor FCFE fordi den er mer effektiv.

Det å estimere fri kontantstrøm er en fremtidsøvelse som involverer på en måte arrogante antagelser, eller i beste fall gode estimater, på svært komplekse forhold i økonomien vår. Det økonomiske klimaet er dynamisk og uforutsigbart på grunn av teknologisk utvikling, konkurranse og strategisk interaksjon. Kontantstrømsmodeller bygger på teoretiske konsepter om selskapet under "fortsatt drift" og Steady State. Det er selvsagt ikke mulig å forutse den fremtidige virkeligheten, det Buffett kaller *perfect foresight*. Derfor utdateres analyser raskt og må oppdateres kontinuerlig for å reflektere best tilgjengelig informasjon. Med denne advarselen skal det likevel sies at neddiskontert kontantstrøm er den teoretisk korrekte metoden å verdsette et selskap på; er modellens input riktig, blir verdien riktig.

DCF metoden er velprøvd og anerkjent, men metoden har likevel sine svakheter. For det første kan metoden enkelt manipuleres ved å argumentere for en høy eller lav vekst i terminalleddet. Ofte er det slik at en svært stor andel av verdien fra en DCF analyse skyldes terminalleddet, som er den mest spekulative delen av verdsettelsen. Et annet problem er knyttet til investeringsaktivitet og beregning av fri kontantstrøm. Hvis selskapet som verdsettes investerer så mye at kontantstrømmene enten er negative eller betydelig lavere enn normalt, vil kontantstrømsmetoden "straffe" selskapet som investerer tungt, selv om investeringene kan gi god avkastning i fremtiden. Dette innebærer også at et selskap kan øke sin verdi ved å kutte ned på investeringer og dermed oppnå høyere FCF, selv om dette ikke lønner seg i et lengre perspektiv (Penman, 2013, s. 117-121).

En løsning på dette problemet er å øke den eksplisitte prognostiseringsperioden slik at kontantstrømmene oppnår et normalnivå, selvsagt vil avkastningen fra investeringene komme i form av kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter på et senere tidspunkt, men dette er problematisk ettersom jo lengre frem i tid du ønsker å predikere, jo større er sannsynligheten for at store endringer finner sted i økonomien som kan potensielt påvirke selskapet. Med andre ord, verdsettelsen blir mer spekulativ jo lengre frem i tid du prognostiserer i detalj. Den neste verdsettelsesmetoden som blir gjennomgått er Superprofittmodellen, denne metoden løser også FCF problemet ved å bruke regnskapsmessig inntjening fra isede for kontantstrømmer.

### 3.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen kan anvendes til flere formål, verdsette prosjekter, estimere selskapsverdi eller egenkapitalen direkte. Superprofitt er navnet på verdi fra profitabilitet utover et avkastningskrav, dette er samme teoretiske konsept som EVA (Economic Value Added). Et av grunnprinsippene i investeringsteori er at en investering kun øker i verdi hvis den tjener over avkastningskravet. For eksempel kan et selskap investere tungt ved å kjøpe opp mange selskaper som kan generere et løft på selskapets bunnlinje, men slik investering vil kun være lønnsom hvis de tjener avkastning over kravet. (Penman, 2013, s.141-142)

Formel for superprofitt til egenkapitalen (Penman, 2013, s. 145, 151) ser slik ut:

$$\text{Verdi i dag} = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_T}{\rho_E^T} + \frac{V_T^E - B_T}{\rho_E^T}$$

hvor:

$B_0$  = bokført egenkapital i dag

$\rho_E$  = egenkapitalkrav

$RE_t = \text{Earn}_t - (\rho_E - 1)B_{t-1}$  = superprofitt (Residual Earnings)

Superprofittmodellen for verdsettelsen av egenkapitalen deles opp i to, den tar utgangspunkt i dagens bokverdi ( $B_0$ ) som er aksjonærenes investering i selskapet. Deretter justeres bokverdien opp eller ned med nåverdien av fremtidig superprofitt fra den eksplisitte perioden og fra et eventuelt prognostisert terminalledd.

På EV nivå kalles modellen for *driftsrelatert superprofitt*<sup>5</sup> og ligner matematisk på kontantstrømsmodellen for totalkapitalen (FCFF). Superprofitt drar også samme fordel som FCFF ved å unngå modellering av gjeldsbetjening. FCFF og superprofitt inneholder begge en eksplisitt periode og en terminalverdi, og de diskonteres med samme WACC. På grunn av metodenes likheter er det naturlig å vurdere de to opp mot hverandre. Forskjellen på FCFF og superprofitt er at FCFF benytter kontantstrømmer til verdsettelse mens superprofitt benytter tall fra resultatregnskap og balanse (basert på regnskapsprinsipper). I tabell 3.2 på neste side sammenlignes kontantstrømmer med regnskapsprinsipper.

---

<sup>5</sup> Heretter vil "driftsrelatert superprofitt" bli omtalt som "superprofitt".



DCF metoden fremheves ofte som en metode du kan "stole på" fordi kontantstrømmer er ekte tall som ikke påvirkes av regnskapsregler og periodisering. Penman argumenterer derimot på sin side at kontantstrømmer ikke nødvendigvis er de beste tallene å jobbe med for å prognostisere fremtiden. Penman poengterer avveining med å oppnå normale kontantstrømmer som kan prognostiseres inn i evigheten ved et terminalledd, og spekulasjonene knyttet til en lengre prognosehorisont.

Et eksempel på dette er et selskap som investerer tungt, slik at negative kontantstrømmer i dag forhåpentligvis vil gi høyere kontantstrømmer i fremtiden. I et slikt tilfelle vil i praksis vil en analytiker som benytter seg av en DCF- metoden måtte justere kontantstrømmene for å oppnå høyere kvalitet på prognosen, og disse justeringene omgjør de "ekte" kontantstrømmene tilbake til regnskapsprinsippbaserte tall. Justeringen utspiller altså den samme rollen som det regnskapsreglene faktisk forsøker å gjøre (gi et inntrykk av reell økonomisk verdi). Det hele koker ned til spørsmålet om hvilken metode som er mest praktisk å bruke, å starte med regnskapsbaserte tall og deretter justere disse hvis det er behov for det, eller å starte med kontantstrømmene også justere disse? (Penman, 2013, s. 576-577).

Kontantstrømmer blir av og til fremhevet som bedre tall enn regnskapets inntjening fordi non-cash kostnader som f. eks avskrivning ekskluderes, underforstått at slike bokføringsregler ikke påvirker de reelle kontantstrømmene og derfor ikke verdien av selskapet. Penman advarer mot en slik tankegang og påpeker at en DCF-model som inneholder vekstinvesteringer ofte vil overvurdere verdien på et selskap fordi avskrivningen knyttet til disse investeringene ikke tas hensyn til (Penman, 2013, s. 128, 354).

Warren Buffet advarer også mot å ignorere avskrivninger, i *The Essays of Warren Buffett* (Cunningham og Buffett, 1998 s. 179) står det følgende:

*"With rare exceptions, depreciation is an economic cost every bit as real as wages, materials, or taxes. (...) managements that dismiss the importance of depreciation - and emphasize "cash flow" or EBITDA - are apt to make faulty decisions, and you should keep that in mind as you make your own investment decisions."*

Tabell 3:2 Verdssettelse basert på kontantstrømmer eller regnskapsprinsipper?

<b>FCFF - Kontantstrømsbasert</b>	<b>Superprofitt - Regnskapsbasert (periodisering)</b>
Lett å forstå.	Teoretisk vanskelig.
Gir et pålitelig bilde av endringer i kontanter og selskapets likviditet.	Gir et mer pålitelig bilde av endringen av økonomisk verdi.
Inntekter og kostnader regnskapsføres når kontantstrømmene oppstår.	Inntekter og kostnader regnskapsføres i samsvar med endringene i økonomisk verdi. (eksempelvis opptjeningsprinsippet og avskrivning)
Kan manipuleres ved å endre tidspunktet for kontantstrømmene. Et eksempel er å utsette en betaling av leverandørgjeld (Penman, 2013, s.354).	Kan manipuleres fordi det er basert på regnskapsprinsipper, eksempelvis ved å endre tidspunktet for periodisering.

Tabell 3.2: sammenligner kontantstrømmer med regnskapsbaserte prinsipper. (Penman, 2007, Accounting Clinic II, s.4)

Etter å ha diskutert noen forskjeller mellom DCF og superprofitt, vil det kanskje komme som en overraskelse at det er enighet blant akademikerne at alle de neddiskonterte modellene (DDM, DCF og Residual Income) gir eksakt samme verdi hvis modellene er nøyaktig satt opp med de samme forutsetningene (Gjesdal, 2012a). Så hvorfor spiller det da noen rolle hvilken modell som anvendes? For det første er ekvivalensen mellom modellene basert på en teoretisk konstruert virkelighet, og enda viktigere, spørsmålet er hvilke modeller som er mest anvendbarhet for et gitt selskap. I noen tilfeller det best å bruke DCF, i andre er det best å bruke superprofitt.

### 3.3 Andre metoder og tilpasninger

#### 3.3.1 Balansebaserte verdsettelsesmetoder

Balansebaserte metoder involverer ikke prognostisering, og metodene tar utgangspunkt i at selskapets verdi er summen av alle de enkelte eiendelene som et selskap besitter. Metoden har åpenbare problemer hvis eiendelene er spesialiserte, eller ikke omsettes i et marked. Metoden kan derimot være nyttig hvis det praktisk lar seg gjøre dele opp selskapet, et godt eksempel er shippingbransjen hvor skipsverdiene ofte er observerbare.

Den mest vanlige balansebaserte verdsettelsesmetoden kalles for *verdijustert egenkapital* (også kjent som substansverdi). Den verdijusterte egenkapitalen estimeres ved å beregne markedsverdien av eiendelene og deretter fratrukket markedsverdien av gjelden (justeres også for eventuell latent skatt). (Lederkilen, i.d)

En annen balansebasert metode er å evaluere en nedre verdigrænse på et selskap, såkalt "*fire sale*" eller presset likvidasjonsverdi. Man ønsker da å finne ut hva sitter eierne igjen med hvis eiendelene må selges under tidspress, for eksempel grunnet dårlig likviditet eller insolvens. Metoden gir ofte et lavere verdiestimat enn en fair verdi. (Investopedia, i.d)

En annen metode er selskapets *reproduseringsverdi*. Hva vil det koste å bygge opp en tilsvarende bedrift fra bunnen av, inkludert immaterielle eiendeler som merkevare og nettverk av leverandører og kunder?

#### 3.3.2 Realopsjoner

En realopsjon er en rettighet til å gjøre en investeringsbeslutning i fremtiden, men ingen forpliktelse. Hvis en investeringsbeslutning implisitt har en realopsjon med økonomisk verdi, og denne kan kalkuleres, så tilfører dette investeringen verdi. Selskaper med betydelige realopsjoner bør derfor vedsettes med en premie over tradisjonell DCF verdi. Eksempler på realopsjoner er muligheten til å ekspandere/vokse, muligheten til å vente med en beslutning til et senere og forhåpentligvis bedre tidspunkt, eller muligheten til å avslutte et prosjekt som ikke har hatt tilfredsstillende utvikling. Noen bedrifter opererer innen bransjer med åpenbare realopsjoner, slik som kontrahering av skip på opsjon eller et legemiddel som kan bli suksess eller fiasko. Andre realopsjoner er investering i fabrikker og oppkjøp av selskaper.

Det er en utfordring å avbilde en realopsjonsmulighet over på en opsjonsprisindemodell, ettersom realopsjonene ikke er standardiserte, men varierer stort fra prosjekt til prosjekt. Realopsjoner kan prises ved for eksempel B&S<sup>6</sup> eller et beslutningstre. Valg av modell baseres på realopsjonens

---

<sup>6</sup> Black & Scholes opsjonsprisindemodell som forutsetter normalfordeling for estimert verdi.

karakteristikk, for eksempel verdsetter B&S en Europeisk opsjon med kun et utøvelsetidspunkt, noe som helt klart ikke er reelt for mange prosjekter. Selv om det kan være vanskelig å etablere en korrespondanse mellom prosjektets karakterisk og opsjonsvariablene<sup>7</sup>, kan det likevel være stor nytte i å vurdere realopsjonsmuligheter (fordeler og ulemper ved å være fleksibel versus å gi opp potensiell profitt og la en konkurrent få muligheten) og ikke minst forsøke å tallfeste sannsynligheter for utfall. Likevel må vi være kritisk til hvorvidt verdien av en realopsjon kan bli riktig estimert ved bruk av en opsjonsprisindeksmodell. (Berk og DeMarzo 2011, kapittel 22)

For selskaper som ikke har typiske realopsjoner som kan verdsettes ved et opsjonsverdsettelsesverktøy, kan full regnskapsmodellering av ulike scenario fange opp eventuell realopsjoner. For eksempel vil vekstopsjoner på et tidspunkt i fremtiden gjøre seg gjeldende i regnskapet ved endring i salg, som da generer marginer og omløpshastigheter (Penman, 2013, s.654-661).

### 3.3.3 Utvidet nettonåverdi

Den utvidede nettonåverdimetoden<sup>8</sup> er et rammeverk for å slå sammen strategisk planlegging med tradisjonell verdsettelse av bedrifter og/eller prosjekter. Det nye er at strategianalyse skal ta hensyn til at ledelsen har fleksibilitet til å endre kurs og ta avgjørelser underveis, ettersom ny informasjon kommer til og usikre faktorer blir avdekket. Strategiske muligheter kan endre verdien på prosjektet/selskapet utover det en tradisjonell NNV analyse fanger opp. Problemet med tradisjonell NNV analyse er at den er deterministisk og impliserer en "nå eller aldri" strategi, med 100% forpliktelse til fremtidige planer.

$$\text{Utvidet NNV} = \text{Statisk NNV} + \text{fleksibilitetsverdi} + \text{strategisk verdi}$$

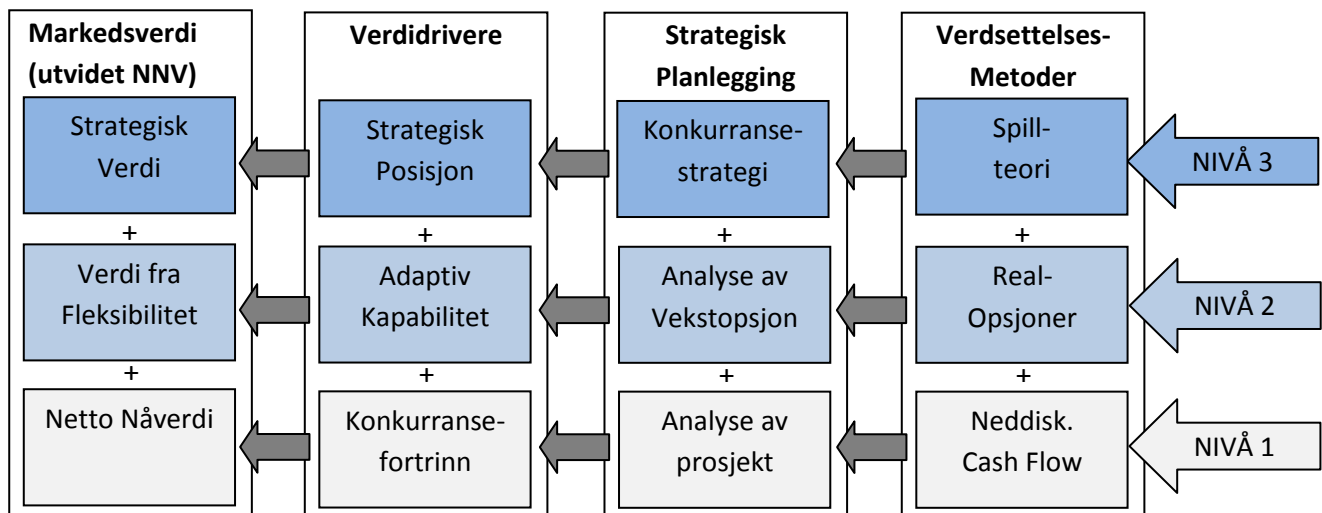
Av formel for utvidet NNV inkluderer et verdipåslag utover NNV av forventede kontantstrømmer fra en umiddelbar investering (statisk NNV). Verdipåslaget inkluderer fleksibilitetsverdien fra opsjon(ene) som prosjektet impliserer, og eventuell strategisk verdi. Figur 3.1 under gir en oversikt over hvordan selskapets markedsverdi, målt ved utvidet NNV, bestemmes av de tre leddene i formel for utvidet NNV.

---

<sup>7</sup> I B&S må det defineres: current price, strike price, time to expiration, rf og implied volatility

<sup>8</sup> Kalles også for eNPV = Expanded Net Present Value

Figur 3:1 Strategisk planlegging og selskapets markedsverdi



Figur 3.1: gir en skjematisk oversikt over de forskjellige komponentene i den utvidede NNV metoden. Figuren har fire kolonner og tre nivåer. Nivå 1 tar for seg klassisk prosjektverdsettelse fra Corporate Finance, som tar sikte på å kvantifisere NNV ved å kartlegge prosjektets kontantstrømmer fra nåværende eiendeler (kalles Assets in Place). Nivå 2 beskriver hvordan verdien fra fleksibilitet vurderes ved analyse av selskapets realopsjoner. Nivå 3 tar for seg strategisk verdi fra å etablere, beskytte eller forbedre en strategisk posisjon overfor konkurrenter, basert på spillteoretisk analyse og foretaksstrategi. Figuren er også delt inn i 4 kolonner; verdsettelsesmetoder, strategisk planlegging, verdidrivere og markedsverdi. Poenger her er å illustrere at konkurransestrategier bør analyseres ved å kombinere de tre nivåene, ettersom de kan være i interaksjon med hverandre. Kilde: Smit og Trigeorgis, 2004, s.4, figuren er oversatt og litt modifisert.

Mye av fokuset i den utvidede NNV metoden er på strategisk vekstpotensial, med andre ord investeringsmuligheter utover nåværende eiendeler som selskapet kan iverksette under de rette omgivelsene. Disse mulighetene er sensitive for konkurrentenes beslutninger, de påvirkes av nåværende konkurrentene og potensielle fremtidige konkurrenter, som for eksempel kan introdusere helt ny teknologi som endrer hele markedet. Derfor er det viktig med strukturell tilpasning av organisasjonen for å oppnå fleksibilitet. Ettersom omstendighetene hverken er stabile eller forutsigbare over tid, vil en fleksibel organisasjon oppnå raskere problemløsning av høyere kvalitet, som igjen øker tilpasningsdyktigheten og innovasjonstempoet. Dermed øker sannsynligheten for å nyttiggjøre seg fremtidige investeringsmuligheter. Slik fleksibilitet kan også brukes til å redusere risiko, hvis det økonomiske klimaet rundt en investering forverres. Det hele handler om å respondere riktig, og i tide, på konkurrentenes handlinger.

Spillteori i kombinasjon med tradisjonell verdsettelse kan være et nyttig strategisk verktøy for ledelsen, det vil si en analyse av sannsynlige reaksjoner fra konkurrenter, hvor situasjoner betraktes som strategiske spill. Modellering av ulike scenario basert på spillteorianalyse kan fange effekten av forskjellige strategiske opp og nedside scenario (Penman, 2013, s.654-661 og s.530-532). Videre vil det være interessant å bestemme sannsynlighet for ulike strategiske scenario for å tallfeste det vi egentlig forventer i fremtiden.

Figur 3:2 Spillteori - Forskjellige konkurransestrategier for vekst

		<b>Competition</b>	
		<b>Reciprocating reaction</b> Joint value enhancement game, price collusion/competition	<b>Contrarian reaction</b> Value-preemption game, e.g., quantity competition
<b>Growth Strategy</b>	<b>Accommodating</b> Buy: Grow through acquisitions and benefit competition.	Firms can increase the total size of the pie if they are accommodating to each other, jointly exploiting the synergistic effects of the consolidated firm (win-win). <span style="float: right;">i</span>	Don't buy/wait if other players can take more advantage by preempting growth opportunities with organic growth (lose-win). <span style="float: right;">ii</span>
	<b>Tough</b> Build: Grow by organic expansion and hurt competition.	Don't invest/wait since capacity expansion creates a tough position and can trigger a reciprocating reaction and a price war (lose-lose). <span style="float: right;">iii</span>	Invest early to preempt favorable investment opportunities (win-lose). <span style="float: right;">iv</span>

Figur 3.2: Typisk spillteorirammeverk, med fire forskjellige situasjoner. Spillere kan vokse ved å ta hensyn til de andre spillerne (accommodating) eller være en rå konkurrent (tough). Videre må reaksjonen til motspillerne vurderes, for de kan enten være av samme art som deg, eller en motsatt reaksjon. (Smit, 2001, Acquisition strategies as option games)

En viktig kontrast mellom opsjonsteori og spillteori, er at spillteori viser at det ikke alltid er ønskelig å holde opsjoner åpne. Det er situasjonsbestemt hvorvidt selskapet ønsker å ha flere valg. Figur 3.2 illustrerer en gitt situasjon hvor ledelsen står overfor forskjellige vekststrategier, de kan være imøtekommende eller tøff mot konkurransen, noe som vil fremprovosere forskjellige reaksjoner. I figur 3.2 er markedet av en gitt/fast størrelse slik at organisk vekst nødvendigvis "stjeler" kunder fra konkurrentene. I en slik setting vil et oppkjøp av en konkurrent bli sett på som mindre fiendtlig (i alle fall på kort sikt). Det konsoliderte selskapet kan ved oppkjøp øke profitten sin ved å ta ut synergieffekter uten å stjele kunder fra andre konkurrenter. Dette reduserer risikoen for en prisingskrig som gir tap-tap situasjoner. I en annen setting kan det være viktig å sende et signal om en seriøs forpliktelse som er vanskelig å reversere, fordi en betydelig irreversibel investering kan erklære at det blir kostbart å konkurrere med oss, "vi kommer ikke til å gi oss", noe som vil få potensielle konkurrenter til å trekke seg tilbake. På en annen side, hvis ledelsen har analysert feil, kan igjen et strategisk oppkjøp trigge en serie av fiendtlige oppkjøp fra en eller flere konkurrenter, som dermed kan hindre ledelsen i å realisere de neste oppkjøpene i sin originale oppkjøpsstrategi.

## 3.2 Verdsettelse Ved Bruk av Multiplikatorer

Multiplikatorer anvendes for det meste til relativ verdsettelse og er mye benyttet i praksis. Dette betyr at verdsettelsesobjektet vurderes ut i fra hvordan sammenlignbare selskaper er verdsatt i forhold til en skaleringsfaktor, eks. EV/Sales, EV/EBITDA og EV/EBIT (tabell 3.1). Selv om multiplikatorverdsettelse svært enkelt å anvende, ligger det mye mer bak denne tilsynelatende enkle metoden. For å poengtere og illustrere dette gjennomgås både styrker og svakheter ved metoden, og deretter utdypes det utvalg multiplikatorer som blir benyttet på Visma. Tabell 3-1: Verdsettelsesmetoder inneholder mange potensielle multiplikatorer, både egenkapital og selskapsbaserte. I prinsippet kan en hvilken som helst input brukes i multiplikatoranalysen, men hvis for eksempel multiplikatoren EV/EBITDA brukes, vil det si at EBITDA er skaleringsfaktoren som antas å være *selve verdidriveren* bak markedsverdien.

### Styrker

Styrken ved multiplikatorverdsettelse er at metoden er relativt enkel i bruk og ved riktig anvendelse kan en multiplikator gi et tilfredsstillende verdianslag ved å benytte marked som et kalibreringspunkt. Dessuten er multiplikatorer enkle å forstå, f.eks vil en P/E (pris/inntjening) på 10 bety at man verdsetter selskapet til 10 ganger årlig inntjening, og snur vi brøken på hodet betyr det at man forventer 10% årlig avkastning på investert kapital. En annen fordel er redusert behov for skjønn ettersom estimerer rundt fremtidens vekst og kapitalkostnad eventuelt kan holdes utenfor verdsettelsen.

### Svakheter og behov for justeringer

En åpenbar svakhet ved relativ verdsettelse oppstår dersom selve sammenligningsgruppen som helhet er vesentlig over eller undervurdert (eksempel: IT-boblen på 90-tallet). Betydelig feilprising kan oppstå ved naiv anvendelse, og spesielt utvalget av sammenlignbare selskaper er kritisk, til en såkalt *peer-group* analyse. Ved nærmere undersøkelse kan det nemlig være at antatt feilprising mellom selskapene egentlig er fullt ut berettiget. For det første kan man ikke ignorere bedriftsspesifikke svakheter eller styrker. Et selskap av høy kvalitet med etablerte vedvarende konkurransefortrinn (i form av eksempelvis patenter, gunstige geografiske utsalgssteder eller produksjonslokaler, spesielt dyktig ledelse og ansatte) bør prises høyere enn sine konkurrenter. Begrunnelsen for dette er at gode selskaper sannsynligvis vil kunne oppnå høyere avkastning og vekst enn konkurrentene. Dessuten argumenterer Damodaran (2010, s.254) for at sammenlignbare selskaper bør være på samme sted i livssyklusen.

Videre må regnskapene normaliseres og være fra samme tidsperiode, det innebærer at skaleringsfaktoren skal være representativ for fremtiden. Da må ekstraordinære engangshendelser som nedskrivning av varelager, PP&E<sup>o</sup>, goodwill og virksomhet under avvikling, ekskluderes. En annen utfordring oppstår ved inkonsekvent beregning av antall aksjer i for eksempel P/E multiplikator, ettersom enkelte selskap kan ha store utestående opsjoner eller konvertible papirer. Sist, men ikke minst, er det essensielt å minimere avvik grunnet ulik anvendelse av sentrale regnskapsprinsipper. En rettesnor er at jo lengre ned mot bunnlinjen i finansregnskapet du beveger deg, jo større blir forskjellen mellom regnskapsprinsipper og reell kontantstrøm. To selskaper som skal sammenlignes kan for eksempel ha forskjellige avskrivningsregler på bygg og produksjonsmidler, forskjellige avsetninger for varelager, kundefordringer eller søksmål, og til slutt kan det eksistere forskjeller i skattekostnaden, på grunn av for eksempel utsatt skatt. Enten bør tallmaterialet justeres eller så bør man bruke en skaleringsfaktor lengre opp i finansregnskapet, som derfor er mindre påvirket av regnskapsprinsipper. (Lederkilden.no, 2004)

Både historiske eller prognostiserte tall kan danne grunnlag for multiplikatoren. Ved bruk av *Current Multiplier* (eksempelvis siste års eller kvartalsrapporterte tall) gir metoden et statisk øyeblikksbilde. Det vil si at den ikke tar hensyn til at selskapet operer i en dynamisk virkelighet hvor derfor skaleringsfaktoren, som er verdidriveren i multiplikatoren, vil endre seg over tid.

Gjennomgangen ovenfor påpeker at et godt sammenligningsgrunnlag kan være både tidkrevende og vanskelig å oppnå. For å bevare den største styrken til multiplerverdsettelse, nemlig enkeltheten og tidsbesparelsene, må en nøye seg med grove sammenlignelser. På grunn av svakhetene er det derfor fornuftig å bruke relativ verdsettelse som supplement til en mer omfattende fundamental analyse.

### **3.2.1 Multiplikatorer benyttet på Visma**

Utredningen benytter Penman sine omgrupperte tall, for fremtiden har de omgrupperte tallene ingen effekt på input til EV-multiplene i denne utredningen. Likevel er dette en god ting. Ved egenkapitalmultiplikatorer som P/E og P/B er det større rom for feil ved relativ verdsettelse fordi effekten fra giring påvirker P/E og P/B tallet, som igjen gjør det vanskelig å sammenligne to selskap med forskjellig kapitalstruktur (Penman, 2013, s.462). Artikkel publisert på skagenfondene.no (2006) diskuterer hvordan relativ verdsettelse basert på P/E fører til at investor tar feil beslutning på grunnlag av ulik kapitalstruktur og konkluderer med at relativ verdsettelse bør gjennomføres på Enterprise Value- nivå for å ekskludere effekten fra kapitalstruktur.

---

Property, Plant and Equipment



## EV/Omsetning

Fordeler er at man benytter topplinjen, som er relativt generell for ulike regnskapsstandard. Dette kan være en fordel når vi benytter en bred sammensetting av europeiske selskap hvor man i utgangspunktet skal benytte IFRS, hvor man fortsatt har delvis ulik praksis for hvordan fremstillingen av tallene fremgår i rapporter. Noe som gjør sammenlikning av regnskap mer problematisk jo lenger ned man kommer i resultatoppstillingen. Videre er det en meget robust model, som er intern konsistent ved å benytte EV mot omsetningen, hvor man ser på hele finansieringen av bedriften mot den totale omsetningen (Damodaran 2012, s.543).

$$EV - to - sales\ ratio = \frac{Mkap\ Eq + Mkap\ Debt - Cash}{Revenues}$$

## EV/EBITDA

Denne multiplikatoren brukes mye av praktikere i relativ verdsettelse, fordi den er mindre utsatt for forskjeller i regnskapsprinsipper som tidligere diskutert. I tillegg er EBITDA et regnskapsbegrep før gjeldskostnad, og dermed mindre påvirket av finansieringsstruktur. EV defineres ofte som markeds kapitalisering (børsverdien for et notert selskap) pluss markedsverdi av gjeld minus kontanter. Vi trekker fra kontanter fordi renteinntekter fra disse ikke er inkludert i EBITDA. I de tilfeller hvor gjelden varierer mye med sesongen, bør gjelden justeres for å kunne reflektere et gjennomsnitt. Videre kan det være flere regnskapsposter som har lignende karakteristikk som rentebærende gjeld og bør derfor inkluderes i bergningen. Noen eksempler er ikke-finansierte pensjonsforpliktelser, opsjoner, preferanseaksjer og minoritetsinteresser (til markedsverdi, ikke bokført). Disse justeringene oppnår konsistens mellom teller og nevner.

Formelen for EV/EBITDA er:

$$Value - to - EBITDA = \frac{Mkap\ Eq + Mkap\ Debt - Cash}{EBITDA}$$

Som gir (Wright, 2013, s.16):

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\frac{FCFF_1}{(WACC - g)}}{EBITDA} = \frac{(1 - t)}{WACC - g} + \frac{\frac{t * depn}{EBITDA}}{WACC - g} - \frac{\frac{CAPEX}{EBITDA}}{WACC - g} - \frac{\frac{\Delta NWC}{EBITDA}}{WACC - g}$$

Ettersom EBITDA er et kontantstrømsbegrep, vil komponentene i formelen over være i overensstemmelse med formel for FFCF, beskrevet tidligere i oppgaven under neddiskonterte kontantstrømsmodeller. Av formelen for EV/EBITDA ser vi (cet.par<sup>10</sup>) at selskaper med lavere skattesats bør prises med en høyere EBITDA multipl. Jo høyere andel av EBITDA som kommer fra avskrivninger, jo lavere multipl bør dette selskapet få sammenlignet med et annet selskap. Høyere investeringsnivå og høyere kapitalkostnad, gir lavere EBITDA. Lavere vekst gir også en lavere EBITDA multipl. (UBS Warburg, 2001 og Wright, 2013)

### **EV/EBIT**

I tillegg til EV/EBITDA benyttes EV/EBIT. I følge UBS er EBIT et bedre mål på "fri" kontantstrøm enn EBITDA fordi avskrivninger i realiteten ofte tilsvarer vedlikeholdskostnader for å opprettholde driften (og disse må betales ut som CAPEX). EV/EBIT kan potensielt være en bedre multiplikator i bransjer hvor kapitalintensiteten hos selskapene er svært forskjellige (UBS 2001, s.31). For IT selskaper kan dette derfor være en god multipl, fordi balansene kan variere mye. EV/EBIT har som andre multiplikatorer også svakheter, ettersom den inkluderer avskrivningskostnad kan forskjellig behandling av avskrivning være en forstyrrende faktor.

$$EV - to - EBIT = \frac{\text{Selskapsverdi (EV)}}{EBIT}$$

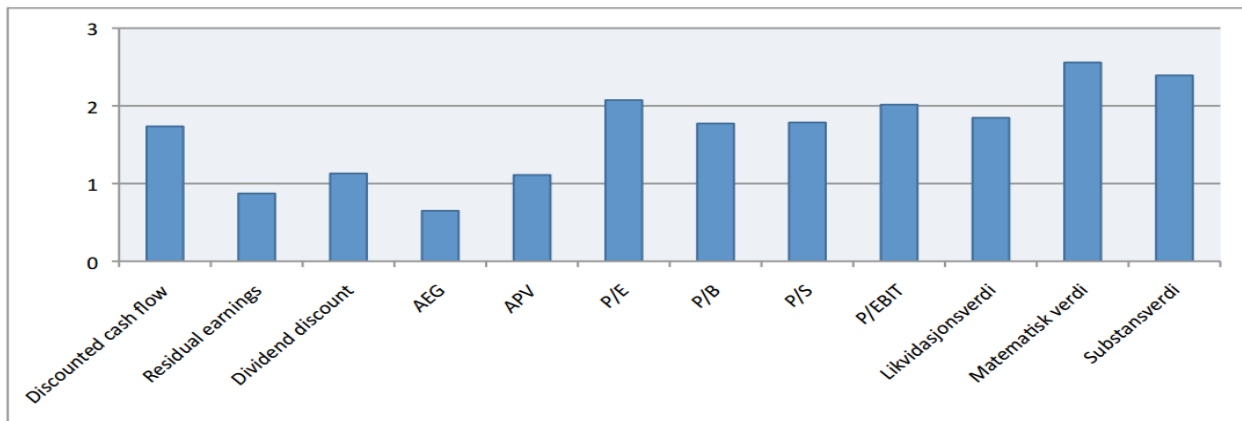
---

<sup>10</sup> Ceteris Paribus = alt annet likt, ser på resultatet ved å endre kun en variabel

### 3.4 Verdsettelsesmetodenes popularitet

I en undersøkelse av Westbye og Fjeldsgård (2012) ble blant annet kjennskap til forskjellige verdsettelsesmetoder kartlagt for et utvalg bedrifter i Norge. Figur 3-4 viser at det eksisterer et forhold mellom en metodes enkelhet og dets popularitet. Dette er ikke et overraskende funn, de enkleste og minst kostbare verdsettelsesmetodene i form av tid til analyse er de mest populære. Substansverdi og multiplikatorer er godt kjent, mens de diskonterte metodene som gruppe er mindre kjent.

Figur 3:3 Undersøkelse: Kunnskap om ulike verdsettelsesmetoder blant norske selskap



(0: Ingen 1:Dårlig 2:Nokså god 3:God 4:Meget god 5:Svært god)

Figur 3.3: "Er bedriften kjent med følgende verdsettelsesmodeller" svaralternativene gradert fra 5 til 0, hvor 5 representerer svært god kunnskap om metoden, og hvor 0 representerer ingen kunnskap om metoden. 77 svar fra selskaper registrert på Oslo Børs og 350 selskaper i kategorien små og mellomstore gjennomførte undersøkelsen. I undersøkelsen er det lagt vekt på å sende undersøkelsen direkte til vedkommende Chief Financial Officer (CFO) i hvert selskap, ettersom CFO kan antas å ha god nok kompetanse på fagområdet verdsettelse. (Westbye og Fjeldsgård, 2012)

Trolig er bakgrunnen for resultatene at de neddiskonterte metodene er tidkrevende som krever prognostisering av fremtiden og potensielt spekulativ øvelse. Ikke overraskende så finner man superprofittmodellen (representert ved Residual earnings og AEG) på bunn. Denne metoden er blant de mest avanserte og krever inngående forståelse for regnskapsprinsipper. Dessuten er superprofittmodellen et nyere bidrag til verdsettelseslitteraturen i forhold til eksempelvis DCF og substansverdi, noe som kanskje kan forklare noe av kunnskapsskillet. Nåværende rektor på NHH, Frøystein Gjesdal, diskuterte i en artikkel på Magma.no valget av verdsettelsesmodell, og i artikkelen fremhevet han spesielt superprofittmodellen som alternativ til kontantstrømsmodellen. Han skrev: "Kontantstrømbaserte metoder er opplagt de mest populære metodene både her i landet og andre steder. Dette er litt underlig siden det eksisterer alternative metoder som har mange gode egenskaper og derfor fortjener mer oppmerksomhet. (Gjesdal, 2012a)

### 3.5 Valg av metode for Visma

Tabell 3:3 Valg av verdsettelsesmetoder

Metode	Valgt modell	Begrunnelse
Fundamental analyse og neddiskontert metode	Driftsrelatert superprofitt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• analyse selskapsverdi, effektiv verdsettelse ved total kapital versus egen kapital.</li> <li>• Private Equity bransjen fokuserer typisk på EV isteden for egen kapitalverdi</li> <li>• lite kunnskap om modellen blant norske selskap i følge Wesbye og Fjeldsgård (2012)</li> </ul>
eNPV rammeverk	Ulike strategiske scenario basert på spillteori. Scenarioene sannsynlighetsvektes for å finne forventningsverdi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• gir mer verdi og belyser risiko på en bedre måte enn tradisjonell verdsettelse</li> </ul>
Multipel	EV/Sales EV/EBITDA EV/EBIT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• benyttes som supplement til superprofittmetoden</li> <li>• multipler tilhørende enterprise nivå som er kapitalstrukturnøytrale</li> </ul>

Tabell 3.3: Verdsettelsesmetode, valgt modell for utredningen og begrunnelse (egen tilvirkning).

DDM og DCF er tilsvarende alternativer til superprofitt, derfor velges kun en neddiskontert modell, Superprofitt. Superprofittmodellen er en måte å synliggjøre en ekstraordinær avkastning på drift.

Blant metodene gjennomgått som andre metoder, velges ikke balansebaserte metoder fordi Visma er et IT-selskap. Det er ikke uvanlig at det mye av verdiene i et IT selskap ikke bokføres i balansen. Dessuten svarer Moan i et intervju på idg.no svarer på spørsmålet om nåværende eiere vil partere Visma og selge selskapet bit for bit (balansebasert metode):

*” [...] KKR er et vekstfond, ikke et brakeup-fond. Noen ganger er det riktig å stykke opp et selskap, men KKR's hensikt med eierskapet i Visma ble nøye vurdert før vi inngikk en avtale. KKR er selvsagt ute etter å tjene penger, og har uttalt at den beste måten å få til det er at vi fortsetter som før.” Aagre (2010)*

Realopsjoner og eNPV rammeverket ble og så diskutert under andre metoder. Realopsjonselementet kan være en del av et eNPV rammeverk (figur 3.1) men Visma sin driftsaktivitet gjør nivå 2 realopsjon svært vanskelig å konkretisere, dermed benyttes scenarioanalyse som fanger opp verdien av opsjoner (Penman, 2013 s.659-660) Ved å integrere spillteori og ulike konkurransescenario er verdsettelsen likevel inspirert av eNPV rammeverket.

Egenkapitalmultipel velges ikke, fordi oppgaven verdsetter Visma ved Enterprise Value.



## 4.0 Presentasjon av Visma og bransjen

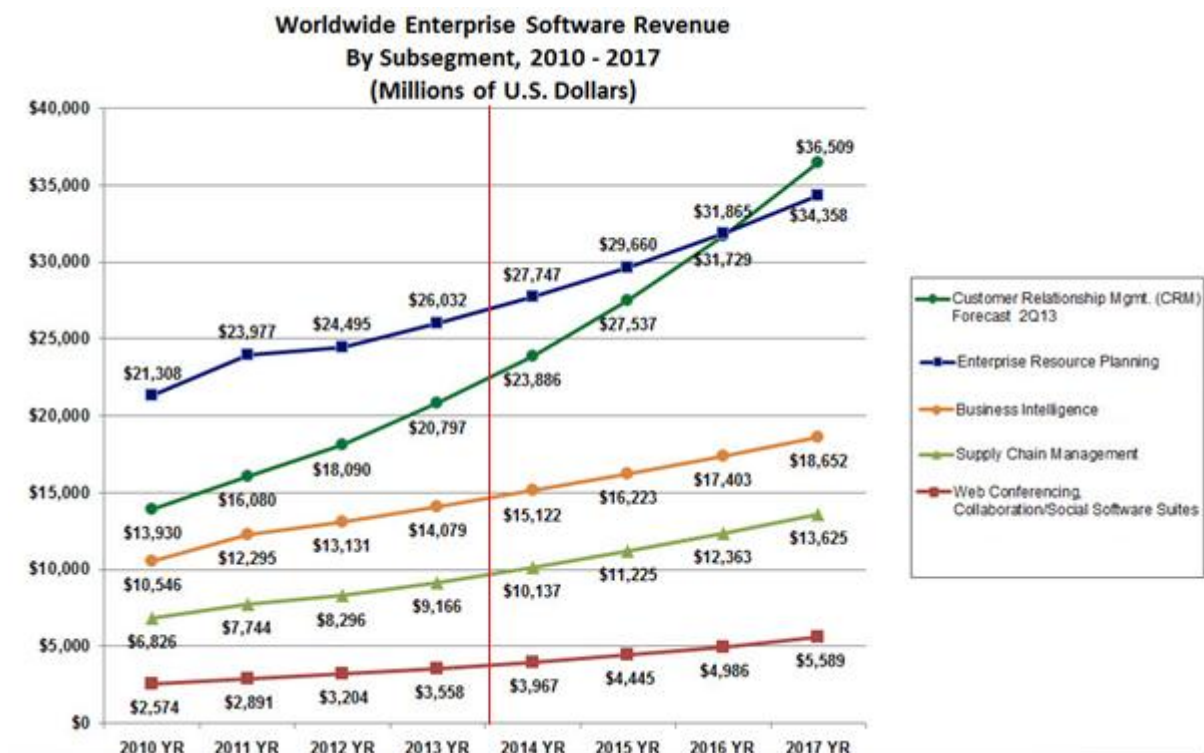
Innledningsvis presenteres Visma og deres respektive bransje på overordnet nivå. Vi vil ta for oss bransjen Visma er hovedsakelig representert i under 4.1. bransje- og markedsbeskrivelse, og deretter presentere et mer helhetlig bilde av Visma under 4.2 bedriftspresentasjon.

### 4.1 Bransje- og markedsbeskrivelse

Visma er representert i ulike computer software produkter. Enterprise Resource Planning (ERP), Customer Relationship Management (CRM), Business Intelligence (BI), Supply Chain Management (SCM) og web konferanse, er en lang rekke med flere trebokstavers akronymer. Veldig forenklet er ERP en potensiell samleplattform for alle overnevnte akronymer. Artikler og forskning har ingen tydelig definisjon av ERP, men benytter det som en generell beskrivelse av de nevnte softwareprodukter. Når utredning omtaler ERP som et frittstående produkt benyttes begrepet "kjerne ERP" (se figur 4.1).

ERP er en rask voksende bransje innen helintegrert software løsninger for bedrifter. ERP fikk sitt navn i starten på 1990-tallet av Gartner Inc (1990), dog har det eksistert i ca 30 år under andre betegnelser og navn som eksempelvis *standardsystemer*, *virksomhetssystemer* eller *standardpakker*. ERP er software- systemer for ledelsen, som integrerer ulike styringssystemer og automatiserer back-office funksjoner. Et velfungerende ERP system bør gi bedriften en stødig og rask informasjonsstrøm på tvers av organisasjonsstrukturen, slik at ledere kan ta avgjørelser basert på helhetlig og oppdatert informasjon. Det er gjennomført mye forskning på hvordan bedriften best mulig håndterer informasjonsstrømmer og et samlende fagbegrep er for dette er Business Intelligence. ERP for Visma utdypes videre under pkt 4.2.14 utvidet produktbeskrivelse. Historisk og forventet utvikling i ERP markedet ser slik ut:

Figur 4:1 Historisk og forventet utvikling i det globale ERP-marked



Figur 4.1: Global enterprise software segmentert inntekt, tallene er anslag for årene 2010-2013 og estimat for perioden 2014-2017 (Gartner Inc, 2013b).

Veksten til ERP bransjen ble grovt sagt drevet frem med høy vekst ved globalisering, bedre informasjonshåndtering og under utviklingen av teknologien som ble drevet frem gjennom 90-tallet (perioden ofte omtalt som IT-boblen). Figur 4.1 ovenfor viser Gartner Inc sitt anslag for utviklingen fra 2010 til 2013 og estimat for videre utvikling frem til 2017. Vi ser en sterk vekst på det globale kjerne ERP markedet fra 26mrdUSD i 2013 til 34mrdUSD i 2017, noe som tilsvarer en annualisert vekst i intervallet 6.5-8.5% (se vedlegg 4.1). Videre ser vi tilsvarende veksttakt for alle segment med unntak av CRM markedet. Forventet vekst innen CRM er fra \$20.7mrd i 2013 til \$36.5mrd i 2017, tilsvarende 15% annualisert vekst (se vedlegg 4.1) Totalt er estimert markedstørrelse for alle segment Visma er representert i på \$73.5mrd per 2013 (se figur 4.1).

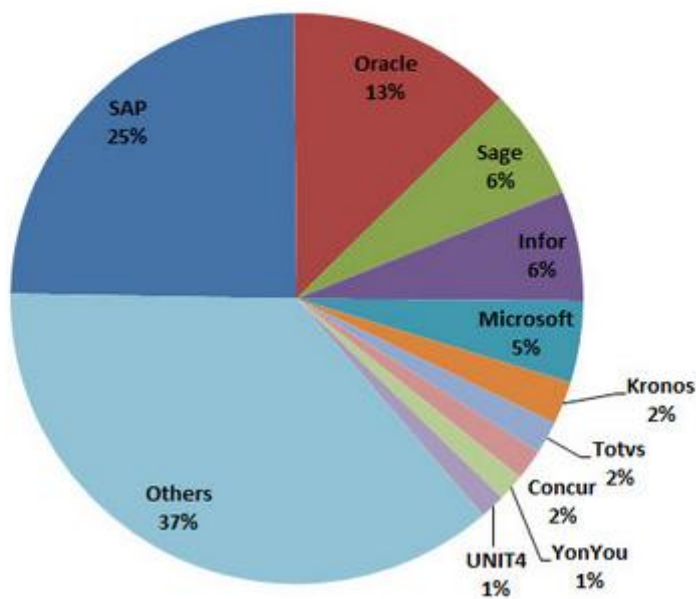
Likevel må en være forsiktig med å benytte tallmaterieell ukritisk, det vil ofte være store forskjeller i hvordan en analyse innhenter data, hvilke data man etterspør, avgrensningene man setter og hvordan man estimerer dataen. Ser vi på en analyse fra AMR research i 2007 på ERP markedet var markedet allerede da på 28.8mrdUSD og estimert til å være 47.7mrdUSD i 2011. Altså betydelig høyere verdier enn hva Gartner group legger til grunn i sin analyse fra 2013. Videre hører det til historien at AMR research ble kjøpt av Gartner group i 2009.

Vekstestimat i seg selv sier ikke så mye, men ser vi det opp mot en indeks kan vi bedre forstå hvordan sektoren vokser i forhold til den generelle økonomien. ERP bransjen har sin hovedvekt av inntekter fra utviklede økonomier (Melgarejo, 2012, s 4). Som indeks benyttes IMF sine estimat for utviklede økonomier fra den halvårslige rapporten World Economic Outlook oktober 2013<sup>11</sup>, henholdsvis 5.3% og 5.9% for 2014 og 2018. Det forventes fra Gartner group at ERP markedet vil ha sterkere vekst enn den generelle økonomien og dermed være med å drive økonomien fremover i positiv retning (se vedlegg 4.1).

For kjerne ERP markedet er fordelingen som vist i figur 4:2 nedenfor:

Figur 4:2 ERP -sektorens største selskaper

**Worldwide ERP Software Market Share, 2012**  
Market Size: \$24.5B; 2.2% Growth Over 2011



Figur 4.2: Kakediagrammet viser kjerne ERP-sektorens største selskapers globale markedsandeler i 2012 (Gartner Inc, 2013a).

Vi har trukket ut et marked fra figur 4.1 for å belyse de største markedsaktørene. Kjerne ERP har en global markedsstørrelse på anslagsvis \$24.5mrd i 2012. Markedet er dominert av noen få store globale aktører hvor SAP har en markedsandel på 24,6% og de 10 største selskapene har en markedsandel på totalt 64%. Kjerne ERP løsninger er et typisk "winner takes it all" marked, det kan

<sup>11</sup> Fra IMF rapport er de reelle BNP estimat er henholdsvis 2.0% og 2.5% for 2014 og 2018. Reelle tall er fratrukket inflasjon. Vekstestimatene fra Gartner analysen til ERP-sektoren er nominelle og vi bør legge sammen reell GDP og inflasjon for at tallene skal være konsistente.



tolkes at et godt software-produkt ofte blir bransjestandard. Markedsanalyse ved Gartner Inc. forventer videre konsolideringer i bransjen hvor de største blir mer dominerende. Visma er ikke synlig i det globale kakediagrammet ovenfor, men er dominerende i det nordiske markedet som blir sett nærmere på under kapittel 4.2 Presentasjon av selskapet. Den dominerende stillingen Visma har i Norden vil gjøre det attraktivt for å bli kjøpt av en konkurrent som ønsker å etablere seg i Norden.

#### **4.1.2 Prisdannelse**

Prisdannelse for ERP markedet er noe mer komplisert enn den tradisjonelle økonomiske teorien om tilbud og etterspørsel som styrende faktorer. Softwareprodukt har grovt sagt ubegrenset tilbudsside, hvor software produktet kan masseproduseres med minimale tilleggskostnader etter lansering, med andre ord særdeles gode stordriftsfordeler på inntektssiden. Et virkemiddel fra selger er å vurdere hvor store de økonomiske konsekvensene er verdt for en potensiell bruker av software produktet, for deretter å sette en totalpris på produktet.

Kjøper er villig til å betale for å slippe merarbeid fra flere ulike faktorer som f.eks håndtering av lønn, feriepenger og andre krav fra styresmakter. Krav av denne typen vil være av stor betydning for små- og mellomstore bedrifter hvor ERP ikke er fullt ut utbredt, hvor eier kan gå lei av å hele tiden oppdatere seg på nye krav. Vi ser nærmere på Visma sin kundegruppe under bedriftspresentasjonen.

## 4.2 Presentasjon av selskapet

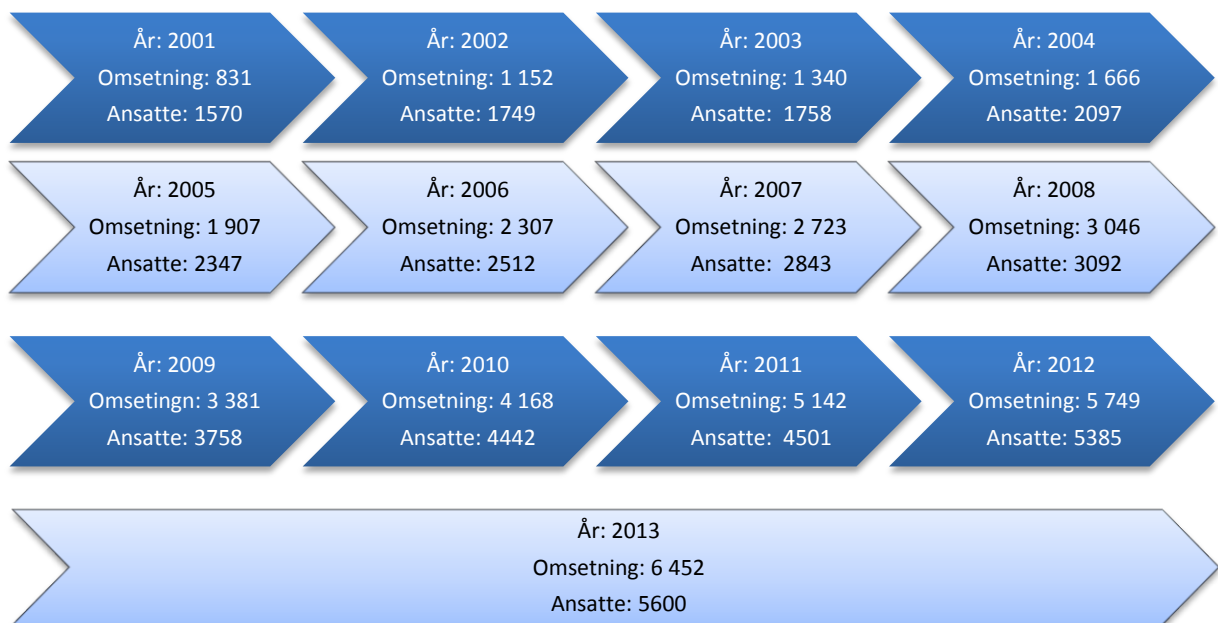
I presentasjonen av selskapet gir vi først litt bakgrunnsinformasjon av utvikling og viktige hendelser til Visma. Deretter presenteres selskapet top-down, fra eierskap til ledelse, strategi for selskapet og avslutningsvis produktene.

### 4.2.1 Selskapshistorie

Visma Nordens ledende leverandør av ERP systemer – hvorfor et tiår med glans?

Visma ble til i 1996 gjennom en fusjon mellom daværende Dovre Informasjonssystemer, Spectec og Multisoft. Etter en noe turbulent start med store underskudd ble Visma refinansiert i Oktober 1997 hvor ny ledelse med nåværende CEO Øystein Moan i spissen fikk i oppgave å finne en ny strategi for selskapet. Derfra har Visma utviklet seg fra å være en av mange til bli Norges største regnskapsbyrå og Nordens ledende leverandør av ERP-systemer, de er i tillegg den største tilbyder av program til regnskapsbyrå i Norge, Finland og Nederland og en av de ledende og største innen det som kalles for cloud eller webbasert Software as a Service (SaaS) i Europa. Med over 340 000 nordeuropeiske kunder i dag som benytter seg deres produkter og tjenester har Visma en bred kundegruppe. Største kunden er Posten Norge og minste er Ola Nordmann sitt enkeltmannsforetak. Den enorme utviklingen fra å være David til å bli Goliat er gjennomført med over 100 kontinuerlige oppkjøp av konkurrenter og utvikling av egne ERP systemer i 12 land, Norge (Hovedkontor), Sverige, Danmark, Finland, Nederland, UK, Romania, Litauen, Spania, Polen, Serbia og Tsjekia (Visma 2014).

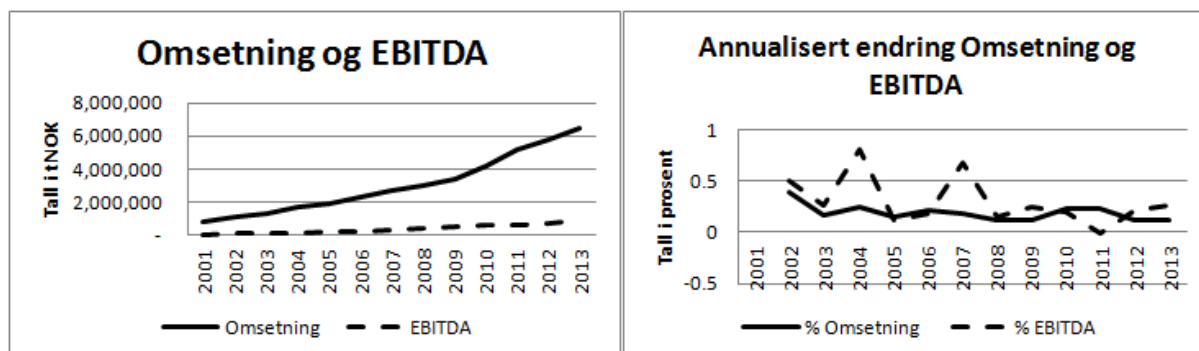
Figur 4:1 Vekst i omsetning og ansatte



Figur 4.3: Viser Visma sin vekst i omsetning (tall i mill) og ansatte fra 2001-2012 (Visma årsrapport).

Visma har vist seg dyktig til å vokse med særdeles sterke måltall og i 2013 har Visma 5600 ansatte og omsatte for 6.5 mrdNOK en vekst på 13% fra 2012 og med EBITDA (driftsoverskudd før av- og nedskrivninger) på 1.3 mrdNOK.

Figur 4:2 Omsetning og EBITDA forhold



Figur 4.4: Viser Visma sin årlige utvikling i salgsinntekter og EBITDA i kroner og annualisert prosentvis endring fra 2001-2013. Benyttet årlige tall da Visma sine inntekter har lite sesongvariasjoner (Visma årsrapport).

Det spesielle vi ser fra figuren ovenfor er en vedvarende årlig omsetningsvekst som har variert mellom 10-40% siden 2001 og samtidig hatt enda sterkere vekst i EBITDA margin. Unntaket ved en sterkere prosentvis EBITDA endring er 2011, hvor Visma gjorde to av sine største oppkjøp i sin historie, norske Mamut Group for 978.2mNOK, og det finske ERP-selskapet Solanum OY for 400mNOK. Omsetningsveksten er drevet av både organisk og oppkjøp.

#### 4.2.2 Eierskapshistorie

Eierskapshistorien til Visma kan grovt deles inn i tre perioder, børsnotert, PE-eierskap ved HgCapital og PE-eierskap ved KKR og HgCapital.

I 2006 ble Visma forsøkt kjøpt opp av konkurrenten Sage, et UK-notert selskap med sitt største marked i USA, som ville etablere seg i Norden ved oppkjøp. Budet kom 21. mars på rundt 4 mrd NOK som da var en budpremie på 18.2% av børsverdi (Dagensit, 2006). Styret i Visma gav følgende anbefaling til aksjonærene i en børsmelding *"...dette er en god pris på aksjene på kort og middels lang sikt"* (Visma, 2014) uten å kommentere Visma sine langsiktige muligheter. I ettertid endret styret anbefaling og ledelsens mottiltak var å alliere seg med PE selskapet HgCapital for å gjennomføre en management buy out (MBO) (Se vedlegg 4.2). Visma sin egenkapital ble til slutt kjøpt for 4.3 mrd NOK i en vellykket MBO datert 24. august og selskapet tatt av børs.

I 2010 den 26. september ble 76.9% av selskapet solgt til det amerikanske PE selskapet KKR for 5.6 mrdNOK, tilsvarende 7.3 mrdNOK for 100% av selskapet (The Swedish Wire, 2010). En rask beregning gir akkumulert egenkapitalavkastning på nesten 70% i fireårsperioden 2006-2010. For å

sammenlikne mot Oslo børs sin hovedliste OSEBX benyttes nøyaktig samme tidsintervall. Oslo børs har vært igjennom en turbulent periode, hvor finanskrisen har påvirket verdiene i negativ retning og gitt en gjennomsnittlig avkastning på 0% (Vedlegg 4.3). Bakgrunnen for den høye avkastningen kan være flere ulike faktorer som; heldig timing med kjøpet i 2006, Visma kan ha sterke antiresesjonsegenskaper for inntekter og resultat eller PE-eierskapet skapt muligheter for Visma i denne perioden som de ellers ikke ville hatt. Regnskapsanalysen vil potensielt gi oss svarene om det virkelig har vært en meravkastning (figur 6.13).

Videre ved oppkjøpet i 2010 gav de nye majoritetseierne, ved Mati Szeszkowski KKR direktør for KKR teknologi team i Europa, en pressemelding hvor de indikerte å videreføre daværende ledelse og deres strategi (KKR, 2010).

“KKR is delighted to be partnering with HgCapital and Visma. We have been following Visma for several years and are impressed by the strength of its franchise and management team. Visma is a high quality business with a proven track record of driving growth. The company has a very bright future and we are excited about the prospect of working with HgCapital and its management team to support Visma through the next stage of its development.”

Visma sin eierskapsstruktur per 2013 er en noe komplisert, figur 4.5 beskriver hvem som eier aksjene i Chamuel Topco i tabell 4.1.

Figur 4:3 Hvem eier Visma? Eierskapsstrukturen i Visma



Figur 4.5 viser eierskapsrekken i Visma AS, hvor Visma AS, 100% eid av Archangle AS, 100% eid av Chamuel Bidco AS, 100% eid av Chamuel Midco, 100% eid av Chamuel Topco AS (Proff, 2014).

Chamuel Topco AS har følgende eiere:

Tabell 4:1 Oversikt aksjonærlisten i Chamuel Topco AS

Aksjonærliste:	Navn	Antall aksjer	Andel i %
	Chamuel Cayman Ltd	5668719732	76.10%
	Hg Capital Nomaness Ltd	1299857547	17.45%
	Vmin 2 AS	330737393	4.44%
	Bank Juluis Baer & Co	64061747	0.86%
	Bank Juluis Baer & Co	26816545	0.36%
	Bank Juluis Baer & Co	22347121	0.30%
	Cgl Holding II AS	16387888	0.22%
	Marinus Gerit Van Der Wiel	9683752	0.13%
	EG Invest As	4469424	0.06%
	Peter Lauring	2234712	0.03%
	Peter Fischer	2234712	0.03%
	Mogardet Och Bogardet Invest AB	1489808	0.02%

Tabell 4.1: Oversikt aksjonærlisten i Chamuel Topco AS pr 31.12.2012 (Proff, 2014).

#### 4.2.3 Nærmere Beskrivelse av Nåværende Aksjonærer

KKR & CO L.P som eier 77% av Visma ble etablert i 1976, og er største aksjonær via selskapet Chamuel Cayman Limited. KKR er et globalt investeringsselskap og er en av de fire største innen PE. Asset under management per 30/9/2013 er på \$90.2 mrd i 80 ulike bedrifter i 25 industrier og 21 forskjellige land. Samlet sett har disse selskapene en omsetning på \$210 mrd og 980 000 ansatte (KKR, 2014).

HgCapital eier 17.7% av Visma. Selskapet ble etablert i 2000, etterfølgeren av Mercury Private Equity (1985). Forvaltningskapitalen er på £5.1 mrd, hvor de satser på områder som healthcare, industrials, services, renewable energy og TMT (som Visma går under). Målet til HgCapital for Visma er å doble verdien til resterende eierandel i Visma innen 3-4 år (fra salg til KKR) (HgCapital, 2014).

Ledelsen eier resterende 5.3%. Hvor man har ulike kallenavn på de individuelle investeringsselskap.

#### 4.2.4 Private Equity og Visma

I et intervju med Dagens Næringsliv gjennomført av Ekeseth (2011) påpeker Visma-sjefen Ø. Moan fordeler og ulemper rundt aktivt PE-eierskap. Tabell 4-2 gir en oversikt over hovedpunktene Ø. Moan trakk frem:

Tabell 4:2 Fordeler og ulemper med private equity eierskap

Fordeler	Ulemper
Profesjonelle eiere	Gjeldsfinansiert oppkjøp betyr bratt lærekurve for ledelsen
Mer langsiktige	Mangel på hensyn til lokale lover for verdipapirer
Vekst-orienterte	Norske skattemyndigheter setter grenser for bruk av gjeldsfinansiering
Mindre compliance-utgifter og utgifter til løpende børsforpliktelse	Holdingsstruktur i Luxembourg etc.
Internasjonalt nettverk	Overdrevne dyre bro-lån, lån fra eierne til selskapet.
M&A-rådgivning og støtte	For høy gjeldsgrad og risiko
Forretning med andre porteføljeselskaper	Eiere kan bli for pågående
Aksjeinvesteringer for ledelsen	Honorarer til eiere, ulovlige utbytter
Bedre egenkapitalavkastning gjennom smart bruk av lånefinansiering	Lokalledelse kan bryte lokale lover og regler
	Gjeld kan bremse nyskaping
	Avhengighet på fåtall nøkkelpersoner i private equity-selskapet/eierne.

Tabell 4.2: Tabellen gir en gjennomgang av fordeler og ulemper for Visma ved å være eid av et aktivt PE-selskap (Ekeseth 2011).

#### 4.2.5 Exit

Ø. Moan oppsummerer at private equity eierskapet har vært bra på mange måter, og har spesielt bidratt til å vokse selskapet hurtigere. Ettersom KKR er et av verdens største oppkjøpsfond og kjøper kun selskap over en viss størrelse, er børsnotering den mest sannsynlige exit for Visma, noe som betyr at det er få som kan tenkes kjøpe hele selskapet i neste runde. Alternativene må i så fall være en gruppe med flere fond som går sammen om å overta Visma, eller en av de største selskapene innen ERP. Ø. Moan påpeker også at de fleste eierskapene til KKR ender på børs (Ekeseth, 2011).

#### 4.2.6 Langsiktighet

Kortsiktighet ved fokus på exit strategi en del av den kritikken som reises mot PE bransjen, som nevnt tidligere i kapittel 2.1.2 av eksempelvis Warren Buffett. Det er derfor kanskje spesielt interessant å merke seg at *langsiktighet* blir listet opp som en fordel ved Visma sin vurdering av private equity eierskap i tabell 4.2. I forbindelse med næringslivskonferansen Symposiet på NHH i 2013, svarte Visma-sjefen på en rekke spørsmål rundt KKR sitt eierskap, da også på spørsmål rundt langsiktighet. *På spørsmål om KKR sitt endelige mål med Visma er selskapets verdi ved salgsdatoen, eller om de jobber på enda lengre sikt, svarer Moan følgende:*

*”KKRs investeringsstrategi er enkel: Invester i større selskaper som Visma og hjelp disse selskapene til å vokse inn i posisjonen som markedsledere, og da gjerne globalt. Etter investeringsperioden, som for KKR i snitt løper over sju år, gjør vi selskapene klare til det neste steget. Dette foregår vanligvis som en børsnotering eller et strategisk salg, Bærekraftig vekst og bærekraftige inntjeninger er grunnleggende investeringsforhold for nye investorer. For at KKR skal opprettholde sin posisjon må selskapene bygges slik at de leverer på lang sikt, og skaper verdier både for våre investorer og fremtidige investorer.*

[...]

*Visma har vært i gjennom flere ulike eierstrukturer, både som børsnotert selskap og eid av grupper av private equity-selskaper. Eierne kommer og går, men Visma er et norsk teknologiselskap som utvikles langsiktig i forståelse mellom ledelsen og de vekslende eierkonstellasjonene.” (NHH Symposiet, 2013).*

Et viktig moment som må vurderes ved en verdsettelse av Visma er hvorvidt den aktive formen for corporate governance har skapt en anhengighet mellom styre og ledelsen som forsvinner når selskapet blir solgt. Hvis resultatene i høy grad kommer fra at PE selskapet er aktivt involvert, vil en prognostisering av forhold som dagens vekst og marginer inn i fremtiden overvurdere verdien hvis samarbeidet med nye eiere blir mindre produktivt etter PE selskapenes exit. Vi vil derfor se nærmere på den økonomiske utviklingen til Visma for de ulike eierskapsperiodene i kapittel 6 Regnskapsanalyse.

#### 4.2.7 Strategi for Visma – Buy and Build

I HgCapital sin halvårsrapport 2011 finner vi følgende kommentar om kjøpet av Visma:

*“Our two largest investments are TeamSystem and Visma, which together represent 18.3% of the buyout portfolio value. [They] provide an exposure to steady growth, strong cash conversion and are platforms for bolt-on acquisitions and operational improvements.”*

En populær strategi blant PE-selskap er en oppkjøpsstrategi kjent som *Buy-and-Build* (B&B) (Smit og Trigeorgis 2004) hvor PE gjennomfører et plattformkjøp, slik som da HgCapital kjøpte Visma i 2006. Et plattformsselskap typisk være et større, ledende selskap innen sin bransje, med gode økonomiske resultater og en solid ledelse (Divestopedia 2014).

#### Acquisition Strategies as Option Game

Det er flere potensielle verdidrivere bak en Buy-and-Build strategi. Oppkjøp basert på finansiell giring, betyr å bruk av betydelig gjeld til å finansiere oppkjøp. Finansiell giring gir i første omgang selskapet muskler til å vokse i omsetning basert på oppkjøp, dernest disiplinere ledelsen til å effektivisere driften og gir en økt skattefordel. Ved å konsolidere flere selskaper til et større, kan det oppstå betydelige synergieffekter, det som i økonomisk litteratur ofte kalles for *economies of scale* (storskalafordeler) and *scope* (spillovereffekter).

Software-bransjen er et godt eksempel på en bransje hvor storskalafordeler er betydelige, ettersom det koster svært lite å masseprodusere og selge et software-produkt etter det er ferdig utviklet. Er selskapet tidlig ute i markedet, kan det danne etableringsbarrierer enten ved hjelp av patenter eller strukturelle fordeler som et bredt kundenettverk. Dette kan igjen gi særdeles gode kostnadsfordeler overfor konkurrenter i lang tid.

Dessuten kan en software-produsert også ha store spillovereffekter, kanskje forskning og utvikling av et produkt gir ider til nye kommersielle produkter. Et større selskap vil kunne inkludere nye oppkjøp under sitt varemerke, noe som ytterligere kan øke markedsandelen. Ved en Buy-and-build strategi kan erfaring og ledende teknologi fra et selskap overføres til nye oppkjøp.

PE-selskapet har ekspandert plattformbedriften Visma organisk, men også ved hjelp av *Bolt-On*-oppkjøp. Bolt-On oppkjøp er definert på nettsiden NASDAQ som:

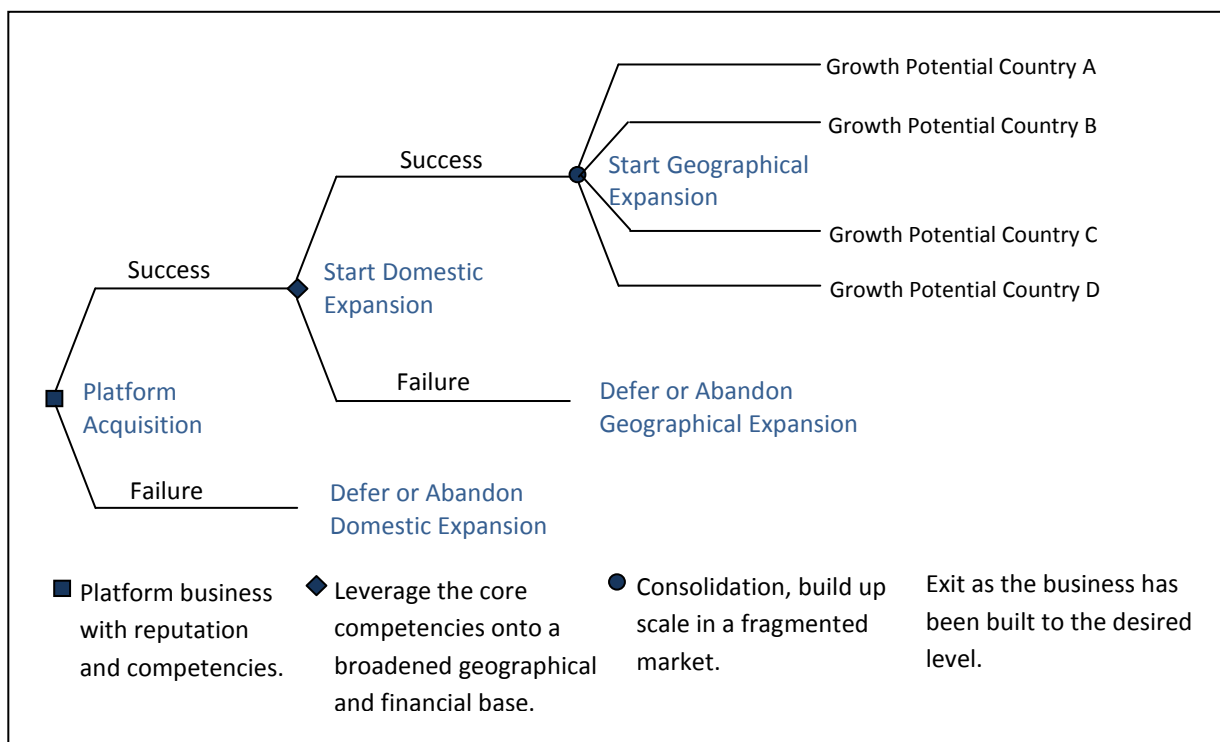
*“Bolt-on acquisition is a term in private equity. It is used when a PE backed company (Company A) acquires another company (Company B) as a "bolt-on" to enhance the value of Company A” (NASDAQ, 2014).*



Det vil si at Visma leter etter oppkjøpskandidater slik at de kan opparbeide seg større markedsandeler og samtidig en bredere geografisk tilstedeværelse. Ved å foreta *Bolt-on*-oppkjøp kan Visma nyttiggjøre seg kjernekompetanser og fordeler fra sin organisasjon og videreføre dette til oppkjøpene, samt få tilgang til komplementære tjenester/produkter og ny teknologi. Det er også sannsynlig at investorene bak et stort og modent selskap etter en suksessfull Buy-and-build strategi, får tilgang til mange attraktive exitmuligheter.

Målet med en slik strategi er bransjekonsolidering, og PE -selskapet bistår Visma med kapital og ressurser for å aktivt realisere konsolidering i bransjen. Ved analyse av B&B strategi kan ikke bare et enkelt plattformoppkjøp verdsettes isolert, fordi den potensielle verdien som ligger i "follow-on" oppkjøp og synergieffekter kan være betydelig.

Figur 4:4 Mulighetstre for Buy-and-build strategy



Figur 4.4: Det innledende oppkjøpet, kalt Platform Acquisition, er en opsjon på en opsjon (compound option). Hvis selskapet oppnår det de ønsker åpner det for nye muligheter ved ekspansjon innenlands og utenlands. Etter hvert som konsolideringen tiltar og de operasjonelle aktivitetene integreres øker markedsandelen, og det skapes verdi ved å realisere kostnadsvirkninger. Ledelsen kan velge å la være å bygge videre der hvor utviklingen er dårligere enn forventet (Smit og Trigeorgis 2004).

Visma sin vekst er mer omfattende enn det figur 4.6 illustrerer, men figuren gir et godt bilde av hvordan en B&B strategi utarter seg. Visma i 2006 hadde hatt god vekst i topplinjen som gav ledelsen grunnlag for høye fremtidsambisjoner. Visma anså seg selv i fase tre "geographical expansion". Veksten var spredt over hele Norden som gav økonomiske og ledelsesbasert voksesmerter (figur 6.7).

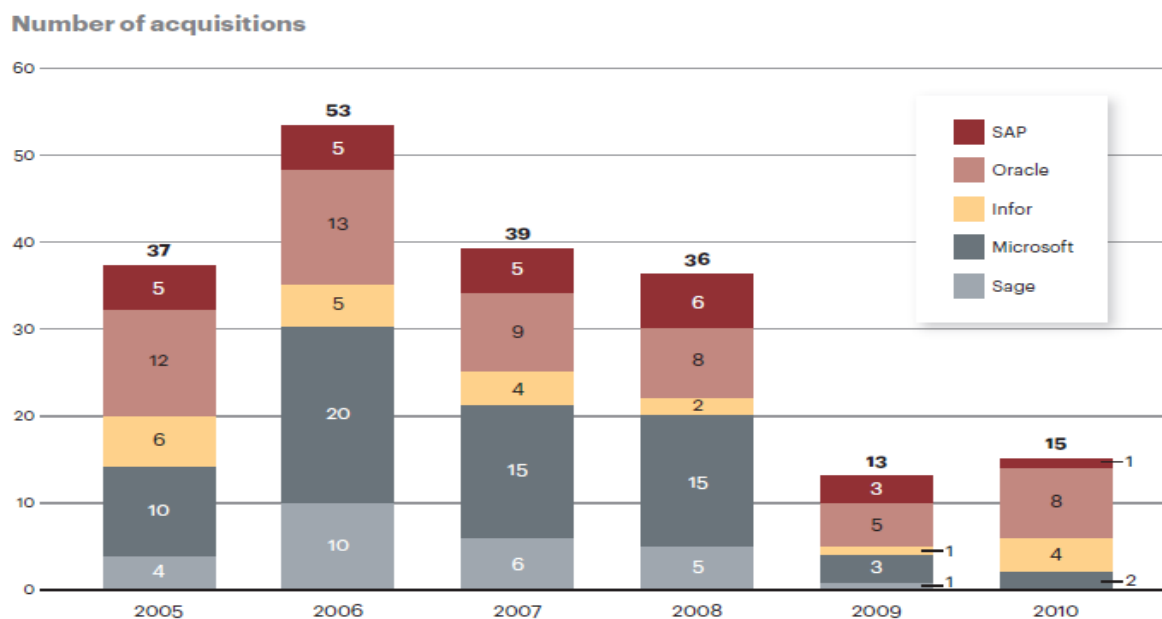
HgCapital anså Visma på nivå 1, men så likevel mulighetene i Visma som et plattformsselskap. HgCapital plc (2010) skriver i deres Case Study av Visma at begrunnelsen for oppkjøpet i 2006 var at Visma hadde lavere marginer enn de fleste av sine konkurrenter, noe som tydet på at Visma ikke hadde realisert fordelene ved å fullt ut integrere alle oppkjøpene de nylig hadde gjennomført.

Visma var på den tiden markedsleder i den nordiske regionen og HgCapital vurderte CEO Ø.Moan og hans team som suksessfulle i å gjennomføre gode Bolt-on oppkjøp. HgCapital hjalp til med gjennomføringen av mer enn 25 bolt-on oppkjøp mens de var majoritetseier i Visma, spesielt Accountview in 2006 som gav en god plattform for videre vekst i Nederland.

For å avslutte med hvordan det generelle markedet oppfører seg, ser vi fra figur 4.5 at topp fem ERP leverandører også benytter seg av en aggressiv oppkjøpsstrategi.

Figur 4:5 Oppkjøpstrenden hos de fem største ERP- leverandørene

#### Acquisition trends among the top five ERP vendors



Figur 4.5: Acquisition trends among the top five ERP vendors, periode 2005-2010. Figuren belyser at flere selskap driver med en buy-and-build strategi (Gartner Group 2011).

#### **4.2.8 Oppkjøp**

Visma har gjennomført over 100 oppkjøp av andre konkurrenter i det nordiske markedet for perioden 1997-2014 (Visma årsrapport). Visma sine oppkjøp gjør det Nordiske markedet spesielt hvor Visma er eneste store Nordiske selskap som tilbyr ERP-løsninger til SMB markedet, i konkurranse mot internasjonale selskap. For å belyse et lite utvalg av oppkjøpene vises 2010-14 under.

Det har vært en rekke oppkjøp av mindre bedrifter, senest 11 februar 2014 sendte Visma pressemelding med oppkjøp av Wallmob, et dansk teknologi selskap for butikk-IT som mobilkasse- og multikanalløsninger. Dagen før, 10 februar, publiserte Visma det tredje oppkjøpet i Finland så langt i 2014, Logium Oy et selskap som tilbyr IT-løsning for reisekostnad.

2013 gjennomførte Visma 23 oppkjøp med totalverdi 472mNOK. Hvor det største selskapet var InExchange Factorum AB for 222mNOK, som er et E-invoices services selskap.

2012 gjorde Visma 16 oppkjøp for totalt 282mNOK hvorav de største var norske DI systemer AS for 65.6 mNOK og Agda Lön i Sverige for 174.9mNOK. DI systemer leverer ERP løsninger for regnskapsbyråer. Deretter Agda Lön hadde da 25% markedsandel på lønningssystemer innen privatsektor i Sverige og gjorde dermed Visma til ledende tilbyder innen HRM- og lønningssystemer.

2011 gjennomførte Visma 20 oppkjøp for totalt 1 526mNOK. De største oppkjøpene var Mamut Group for 978.2mNOK, en ledende konkurrent i ERP og Hosting markedet i Norden. Videre det finske ERP-selskape Solanum OY for 400mNOK, dette endret Visma sin posisjon i Finland til å ledende ERP-leverandør til små og mellomstore bedrifter

2010 gjennomførte Visma 20 oppkjøp for totale 1 124mNOK. Det største oppkjøpet var Sirius IT for 394mNOK som hjalp Visma å lansere sin prosjekt og konsulent divisjon, med da over 400 software eksperter rettet mot store utviklingsprosjekt av software-løsninger for offentlige sentralstyring i Norge, Danmark og Sverige, for pensjonsfond og store butikkselskap.

## 4.2.9 Ledelse og styret

### Ledelse

Øystein Moan har hatt rollen som CEO fra 1997 og er i tillegg divisjonsdirektør for GLA. Tore Bjerkan er CFO og tidligere en av grunnleggerne for Multisoft, ett av selskapene i den opprinnelige fusjonen som dannet Visma i 1996. Det er tre divisjons direktører, Øystein Moan for GLA, Roar Wiik Andreassen for BPO og Eivind Gundersen for SMB. Videre er det seks støtte direktører og fire managing directors (Visma, 2014).

### Styret

Styret består av 7 personer per 2013. Styreleder er Gunnar Bjørkavåg og de resterende seks styreplassene holdes av personer fra PE-eierne, to fra HgCapital og fire fra KKR. Visma har et bredt sammensatt styre av internasjonale representanter med særdeles diversifisert kunnskap (Visma, 2014).

## 4.2.10 Visjon, Misjon og Verdier

Visjonen Visma søker er som nettsiden deres sier, "Providing IT solutions that keep our customers one step ahead of their competition". Misjonen er "Promote competitiveness and contribute to the creation of growth and effectiveness for our customers" og Visma sine ønskede verdier er "Respect, reliability, innovation, competence and team spirit". CEO Ø.Moan forklarer i et intervju hvordan de skal oppnå dette (Euroinvestor, 2009).

"Som en nordisk aktør har vi fordelene av å hele tiden være nære kundene våre og deres arbeidsprosesser. Vår virksomhetsidé baserer seg på å forstå hvordan nordiske virksomheter fungerer, og hvilke produkter og tjenester de trenger for å effektivisere driften. Nordiske virksomheter har et høyt kostnadsnivå, og må kompensere for dette ved å arbeide smart og effektivt for å holde konkurransekraften oppe."

### Corporate Social Responsibility

Visma har også et fokus mot CRS som deres hjemmeside beskriver med følgende ord

"Visma creates green footprints. Our focus on environmental and social responsibility comes down to making our own contribution as well as providing our customers with environmentally friendly products, services and technologies".

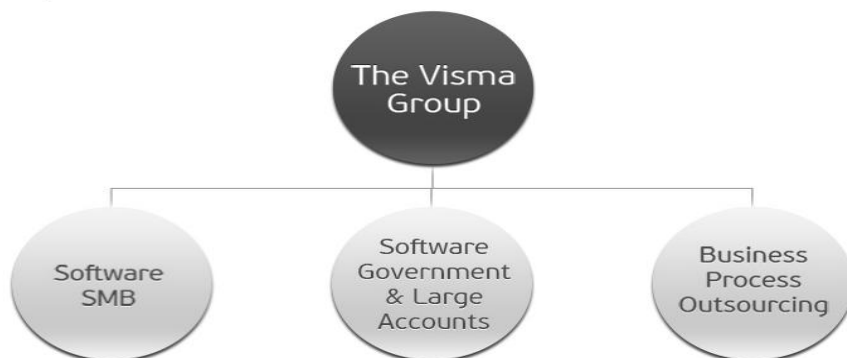
Visma har tre hovedpunkter for å oppfylle det overnevnte

- ✓ Improved workflow efficiency with efficient solutions
- ✓ Green IT and energy saving
- ✓ Reduced carbon footprint

#### 4.2.11 Selskapsstruktur

Selskapsstrukturen i figur 4.6 skal gi et overordnet blick for hvordan Visma har organisert selskapet, og deretter presenteres den segmenterte omsetningen i tabell 4.3 for å se størrelsesorden av hver divisjon.

Figur 4:6 Visma sin selskapsstruktur



Figur 4.6: Viser Visma sin selskapsstruktur med tre hoveddivisjoner som er representert i 12 land med hovedvekt i Norden (Visma, 2014).

Visma har fra 2012 delt selskapet i tre overordnede divisjoner på tvers av landegrensler, SMB, GLA og BPO som figur 4.6 ovenfor viser. Nedenfor viser Tabell 4.3 den segmenterte fordeling av divisjonene sin omsetning og EBITDA margin.

Tabell 4:3 Segmenterte inntekter

VISMA (in NOK mill)		
Inntekt etter kundesegment	2012	2013
SMB	2191	2600
GLA	1949	2078
BPO	1607	1773
EBITDA margin		
SMB	28.70%	30.50%
GLA	10.70%	10.50%
BPO	16.20%	18.40%

Segment	2012 Revenue (NOK mill)	2013 Revenue (NOK mill)	% Change
SMB	2191	2600	+18.67%
GLA	1949	2078	+6.61%
BPO	1607	1773	+10.3%

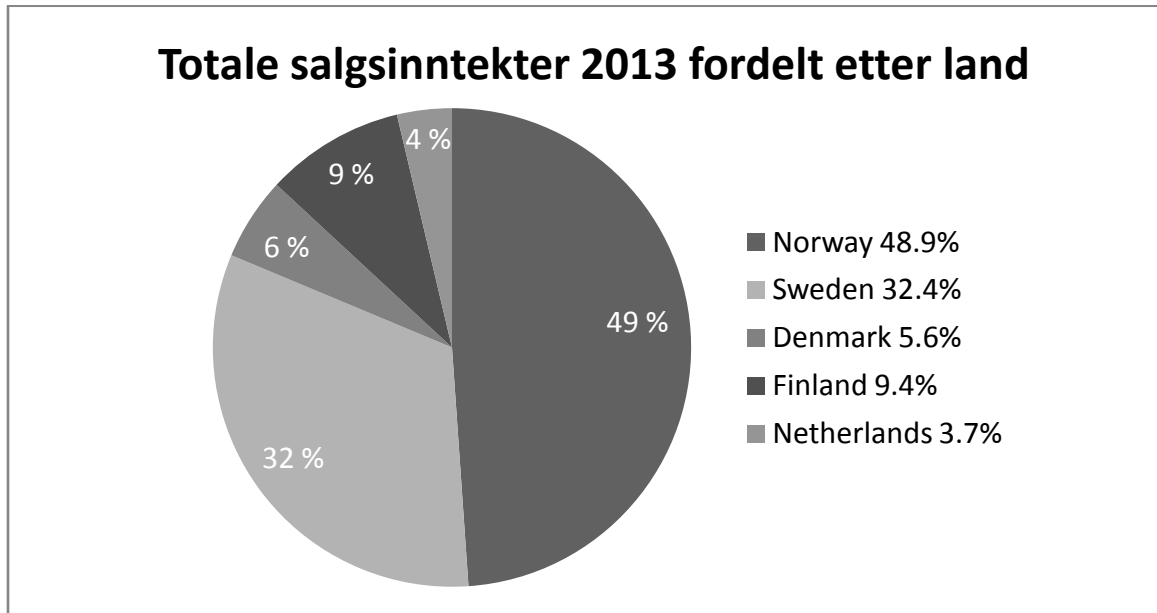
Tabell 4.3: Illustrerer Visma sine tre overordnede divisjoners omsetning i mill og EBITDA margin, 2012-13 (Egen tilvirkning, tall fra Visma Årsrapport)

Det var endringer i divisjonene per 2012, fra tidligere seks divisjoner til nåværende tre. Dermed er tallene i tabell 4.3 kun fra 2012 og fremover. SMB, GLA og BPO står for henholdsvis 40, 32 og 28% av omsetningen. For fremtiden vil de tre divisjonene vokse ujevnt og forskjellene vil bli større, noe vi allerede ser i 2013 hvor SMB økte med hele 18.67%.

#### 4.2.12 Kjernemarked

Visma har sitt kjernemarked i Norden hvor hele 96% av omsetningen er per 2013, av dette er 81% av omsetningen fra Norge og Sverige.

Figur 4:7 Visma sin omsetning etter land

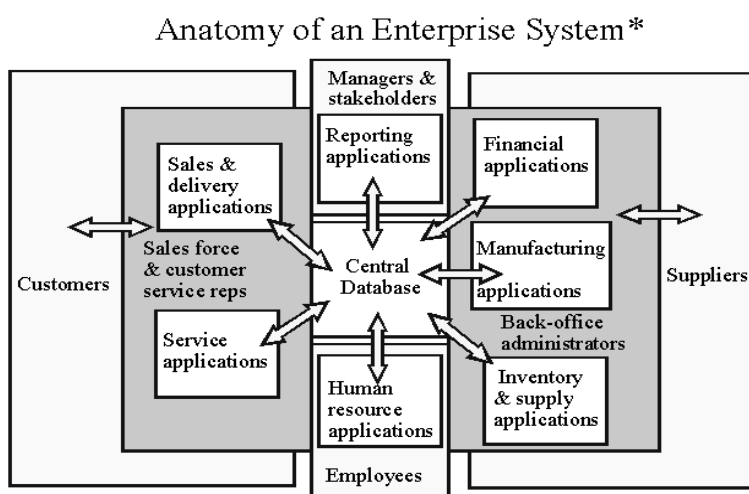


Figur 4.7 viser Visma sin omsetning segmentert etter land (Visma 2013 årsrapport s 59).

#### 4.2.13 Kjerneprodukt

For en lettere forståelse av Visma sine produkter gå til pkt 4.2.14. Fra tabell 4.3 deles selskapet inn tre divisjoner hvor to tilbyr hovedsakelig ERP-tjenester og et regnskapstjenester (BPO). Først presenteres ERP og avslutningsvis regnskapstjenester.

Figur 4:8 Oversiktsmodell for et ERP-system



Figur 4.8: Viser hvordan ERP-system er sammensatt med en sentral database som strømlinjeformer informasjonen gjennom hele bedriften (Davenport 1998).

ERP systemer har som formål å håndtere bedriftsinformasjon og resurser på en mer effektiv måte ved å integrere flest mulig funksjoner i en og samme software-plattform og som Klaus, Rosemann og Gable (2000) forklarer det *“Such systems manage both information and resources by supporting execution of operational transactions and advanced planning, alongside with real-time data access”*. Artikkelen til Thomas H. Davenport (1998) vurderer det slik at ERP-løsninger er den mest innovative måte bedrifter kan ta i bruk IT. Visma leverer tjenester en bedrift ofte kan ha en fordel av å outsource. Enkelte bedriftsprosesser kan man ha andre til å gjennomføre for å selv fokusere på sine kjerne prosesser. Visma levere tjenester og produkter via en software-plattform med ulike løsninger for hver enkelt bedrift. Software-plattformen har som formål å effektivisere eller automatisere ulike bedriftsprosesser, se tabell nedenfor.

Tabell 4:4 Omfanget og bredden av ERP- tjenester/produkter

<b>Main Functions:</b>	<b>Financials</b>	<b>Operations and Logistics</b>
	Accounting and receivables Asset accounting Cash management and forecasting Cost-element and cost centre accounting Executive information system Financial consolidation General Ledger Product-cost accounting Profitability analysis Profit-centre accounting Standard and period-related costing	Inventory management Material requirement planning Materials management Plant maintenance Production planning Project management Purchasing Quality management Routing management Shipping Vendor evaluation
<b>Main Functions:</b>	<b>Human Resources</b>	<b>Sales and Marketing</b>
	Human resources time accounting Payroll Personnel planning Travel expenses	Order management Pricing Sales management Sales planning

Tabell 4.4: Oversikt for noen funksjoner i et ERP-system. SAP ERP 6.0 som ble lansert i 2012 har 694 bedriftsfunksjoner (SAP, 2014)

Den største endringen innen 2012 er software løsninger er nå tilgjengelig som Software as a service (SaaS)-løsning. Dette er den første løsningen Visma har utviklet som helhetlig passer for hele sitt marked. Det er "Cloud" baserte løsninger som gir en ny hverdag for hvordan man tenker software. Generelt har privatmarkedet i dag så vidt begynt å teste mulige områder, hvor man kanskje har benyttet seg av nettlagringstjenester som Dropbox eller Google Drive hvor data blir lagret eksternt hardware. Prinsippene er de samme for bedriftsmarkedet, man knytter seg kun opp til Visma sin server via et abonnement og dermed slipper bedriften en del dyre up-front investere i egne hardware-produkter. Dyre up-front investeringer er en av hoveddriverne for bedrifter å adoptere

SaaS-løsninger som gjenspeiles i internasjonale undersøkelser gjort på vegne av Gartner Inc. (se vedlegg 4.4). Videre viser undersøkelser via Gartner Inc at SaaS-løsninger estimeres i 2013 til å være 12% av det globale kjerne ERP markedet og estimert til 17% innen 2017, noe Gartner sine undersøkelser poengterer er en sakte innføring globalt sett (se vedlegg 4.2). Videre viser rapporten at CRM og Web konferanse har hatt høyest implementeringshastighet, henholdsvis 39% og 69%.

### **Regnskapstjenester**

Visma er også representert i en mer tradisjonell bransje hovedsakelig via divisjonen BPO Accounting and Payroll. Regnskapsbransjen i Norge hadde 4250 registrerte regnskapsbedrifter per 2006, hvorav kun 4 hadde over 50 ansatte og omsetning på 7.4 mrd NOK (Hansen og Hayaat, 2009). Via divisjonen BPO Accounting and Payroll har Visma etablert seg som Norges største regnskapskontor og eneste pan-nordiske kontor med 2161 ansatte (Visma årsrapport 2013). I dag er de største konkurrenter i det norske markedet er Økonor med over 1000 ansatte fordelt på 90 kontorer. Sparebank 1 regnskapskontor hadde i 2013 omsetning 415mNOK, 548 ansatte og 46 kontor. Altså noen få veldig store og ellers mange små lokale regnskapskontor.

For å oppsummere har de to respektive kjerneprodukt anser Visma konkurrentene som todelt, store internasjonale aktører og små lokale selskap (Visma Årsrapport 2012, s 40). Dette anser vi i tråd med våres bransje analyse.

#### **4.2.14 Utvidet Produktbeskrivelse**

Visma sin kundegruppe er for det meste bedrifter, derfor er det ingen grunn til at folk flest egentlig vet hva Visma holder på med. Likevel er sjansen stor for at du har vært en del av Visma sin produktportefølje, ved å kjøpe mat hos REMA1000, Bunnpris, Kiwi eller Meny, hagemøbler hos Plantasjen, tv hos Expert, joggesko hos Intersport og bøker hos Nordli. Alle disse bruker Visma sine løsninger for retail-sektoren. Når lønningen din kommer på konto kan den ha vært administrert av Visma, eller kanskje du har uheldigvis mottatt en regning fordi Visma i 2013 gjennomførte 1 million e-invoice per måned (Visma, 2013 s16). Videre kan pasientjournalen som oppdateres etter et legebesøk kan være en del av Visma sine sikre datasystemer.

For å demonstrere konkret Visma sine løsninger for små og mellomstore bedrifter vil vi fortelle om hvordan gründeren Klaus starter en bedrift hvor han selger konsulenttenester til oljesektoren:

Det første Klaus gjør er å opprette en webside for konsulentbedriften sin, ved å kjøpe Visma Website produkt for 99 kr pr mnd. Siden han ikke selger varer trenger han ikke å bygge den ut til å bli en nettbutikk ved å oppgardere til Visma Webshop 199 kr pr mnd.



Enhver bedrift må ha kontroll på regnskapet og er pliktig til å følge lover og regler i de landene de operer i. Etter bedriftens første operative år er Klaus neddyngnet i papirer og ser seg tvunget til å overlate det meste av regnskapsføringen til noen andre, slik at Klaus kan fokusere på det han er best til, nemlig konsulentoppdrag. Klaus kjøper abonnement på Visma sin eAccounting for 139 kr i mnd, som er integrert med DNB Bedriftsnettbank som gjør at mange transaksjoner bokføres automatisk på riktig sted i regnskap og balanse.

Etter å ha levert solide råd til flere kunder viser det seg at de ofte kommer tilbake og ønsker nye tjenester av Klaus. For å passe på at Klaus har et profesjonelt forhold til alle kundene kjøper han et abonnement på løsningen SuperOffice. SuperOffice er et Customer-Relation-Management (CRM) program hvor all informasjon og korrespondanse med kundene ligger oversiktlig lagret. Endelig kan han kvitte seg med den telefonboka, kvitteringshaugen og alle post-it lappene som henger rundt på kontoret. (CRM) programvaren samler alle prosessene som har med salg, markedsføring og kundeservice på ett sted. Der finner du all informasjon som telefonsamtaler, aktiviteter, dokumenter, e-poster, markeditiltak, salg og småfunksjoner som å velge om ekstra gode kunder skal motta automatiske julekort og nyhetsbrev. Når all informasjon er samlet på et sted blir det lett for Klaus å holde oversikt.

I løpet av bedriftens andre år ansetter Klaus fem nye konsulenter for å imøtekomme etterspørselen etter hans ettertraktede bedriftsråd. Visma holder opplæringskurs i sine programmer i flere store byer i Norden, slik at Klaus sine nyansatte enkelt kan ta i bruk software løsningene.

De nyansatte er svært dyktige i sitt arbeid, men flere av dem roter ofte bort reisekvitteringer når de har vært ute hos klienten på oppdrag. Dessuten har Klaus en liten mistanke om at noen av dem ofte drar på sightseeing på bedriftens regning i arbeidstiden. Løsningen ble Visma Expense.net som koster 50 kr pr. mnd, en webbasert løsning som kommuniserer med regnskapet til bedriften. Med Visma Expense.net vil software løsningen bruke mobilens GPS til å beregne reisetillegg, slik at Klaus har kontroll med kostnadene og hvor de ansatte befinner seg i arbeidstiden. Systemet er så enkelt at de ansatte bare tar bilde av en regning og denne blir automatisk analysert og beløpet overføres til bedriftens lønssystem.

Etter flere år med suksess har bedriften vokst fra å være en småbedrift til en mellomstorbedrift, hvor antall ansatte overstiger 20 personer (Regjeringen 1995). Det er på tide å bytte til Visma Enterprise One, pris 419 kr pr. mnd, som er tilpasset mellomstore bedrifter, som har et annet regelverk enn småbedrifter.

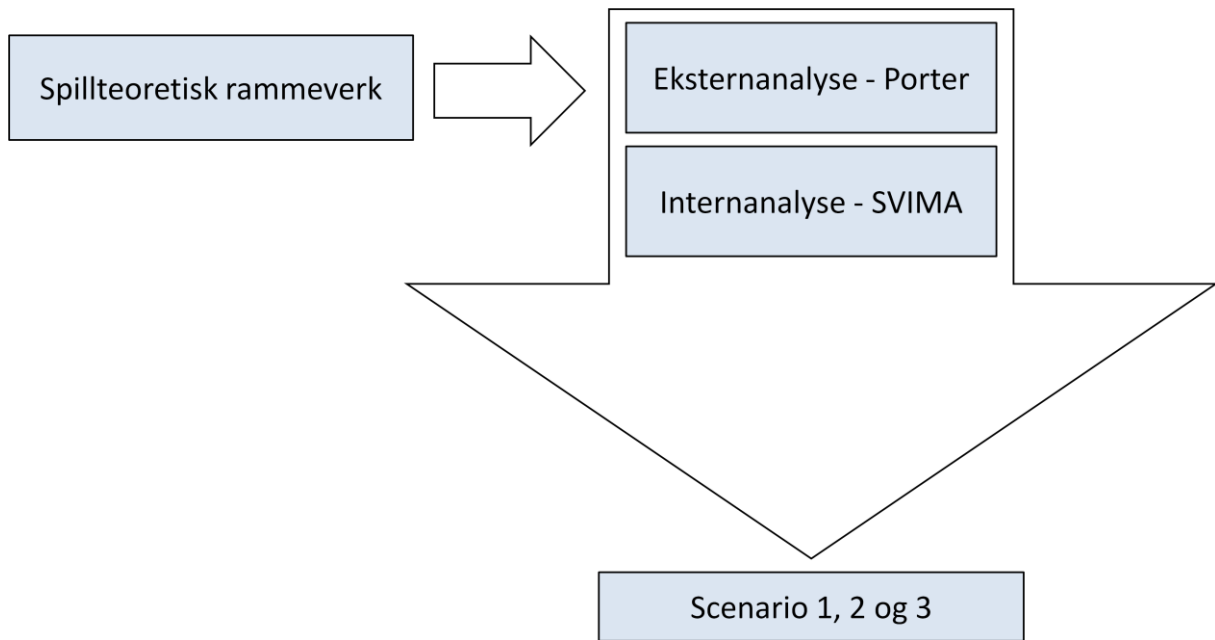
Til slutt finner Klaus ut at det er best å outsource hele den administrative funksjonen til Visma og blir en såkalt BPO-kunde (business process outsourcing). Han velger en nettsky-løsning slik at han kan kvitte seg med de lokale servere på jobben, alle ansatte få tilgang til all relevant informasjon, uansett hvor de måtte befinne seg. Og det best av alt de har tilgang til systemene på pc, nettbrett og mobiltelefon som selvfølgelig kontinuerlig oppdateres. Og skulle du som bedriftseier lurer på noe rundt rettslige problemstillinger, er det bare å ta kontakt med Visma Advokater AS som er et forretningsjuridisk advokatfirma som bistår både med skatterett, tollrett, kontraktsrett og mer til.



## 5.0 Strategisk analyse

I dette kapitlet gjennomføres en strategisk analyse av Visma. Hensikten med en strategisk analyse er å få en inngående forståelse av selskapet og bransjens omgivelser, så godt det lar seg gjøre innenfor oppgavens størrelse. Utredningen tar utgangspunkt i et spillteoretisk rammeverk, som underbygges av en ekstern- og en internanalyse, og avslutningsvis presenterer 3 scenario for Visma.

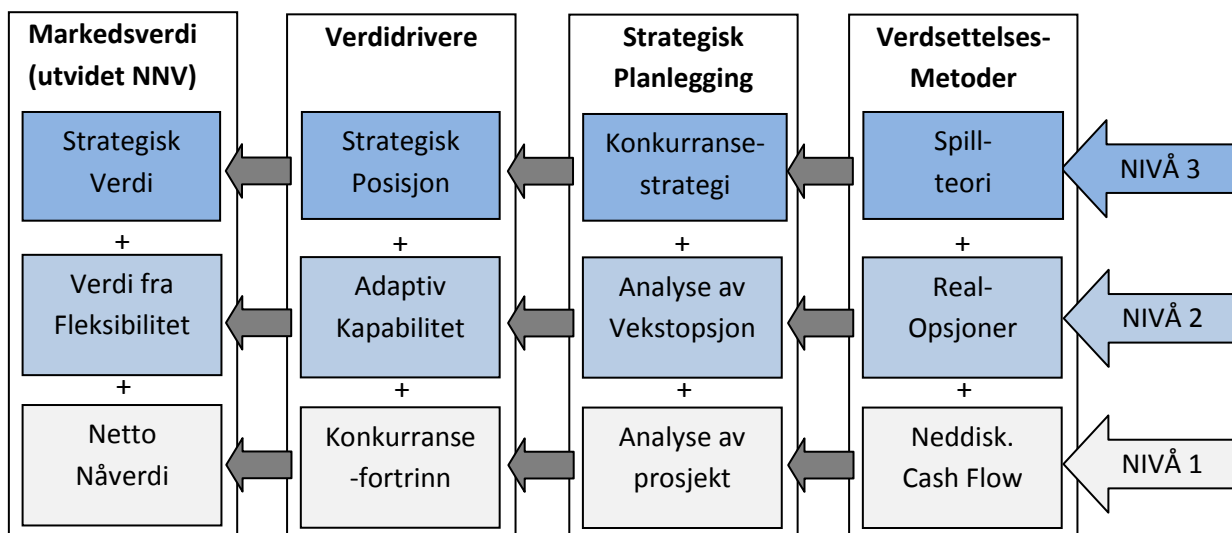
Figur 5:1 Mål med strategisk analyse



Figur 5.1: Illustrere utredningens fremgangsmåte og målet med strategiskanalysen, et spillteoretisk rammeverk gir vinklingen til informasjonsinnhenting til ekstern- og internanalyse, og avslutningsvis presenteres tre potensielle scenario for Visma (egen tilvirkning).

Utredningen støtter seg hovedsakelig til et spillteoretisk rammeverk (figur 3.1, nivå 3 rute 1, neste side) hvor det er to skritt for å forstå Visma sin strategiske verdi (rute 4). Først identifiseres konkurransestrategien til Visma (rute 2). Som tidligere presentert i kapittel 4.2 Presentasjon av selskapet, er store deler av strategien til Visma rettet mot SMB i Norden og samtidig sterkt knyttet opp til en oppkjøpsstrategi, som gjør det naturlig å legge en del vekt på nettopp dette. Videre i rute 3 er strategisk posisjon verdidriveren til den strategiske verdien. Den strategiske posisjonen til Visma sees i sammenheng med figur 3.2.

Til slutt blir det presentert tre potensielle scenario for Visma sin fremtid som vil bli prognostisert i kapitel 7 og evaluert i kapittel 10.



Figur 3.1: beskrevet i seksjon 3.3.3 utvidet nettonåverdi.

Sett mot eNVP-figuren består markedsverdien til Visma av tre deler, netto nåverdi, verdi av fleksibilitet og strategisk verdi. Det spillteoretiske rammeverket har til hensikt å synliggjøre den strategiske verdien i verdsettelsen. Utredningen benytter to analysemodeller for å drøfte Visma sin strategiske posisjon, eksternanalysen til Michael Porter kalt five forces (1979), og internanalysen SVIMA (Jacobsen & Lien, 2001). SVIMA-modellen bygger på den mer kjente VRIO-analysen (Barney, 1991). Her drøftes blant annet Visma sine interne ressurser som er tilknyttet oppkjøp. Fra Porter analysen har konkurrentene har stort sett samme produkter, og samme strategi om å vokse salget, ergo er det naturlig å vurdere scenarioene i forhold til hvordan veksten gjennomføres blant "spillerne" i ERP markedet (se figur 3.2 nedenfor).

		<b>Competition</b>	
		<b>Reciprocating reaction</b> Joint value enhancement game, price collusion/competition	<b>Contrarian reaction</b> Value-preemption game, e.g., quantity competition
<b>Growth Strategy</b>	<b>Accommodating</b> Buy: Grow through acquisitions and benefit competition.	Firms can increase the total size of the pie if they are accommodating to each other, jointly exploiting the synergistic effects of the consolidated firm (win-win). 1	Don't buy/wait if other players can take more advantage by preempting growth opportunities with organic growth (lose-win). 3
	<b>Tough</b> Build: Grow by organic expansion and hurt competition.	Don't invest / wait since capacity expansion creates a tough position and can trigger a reciprocating reaction and a price war (lose-lose). 2	Invest early to preempt favorable investment opportunities (win-lose). 4

Figur 3.2: (Beskrevet i seksjon 3.3.3 utvidet nettonåverdi)

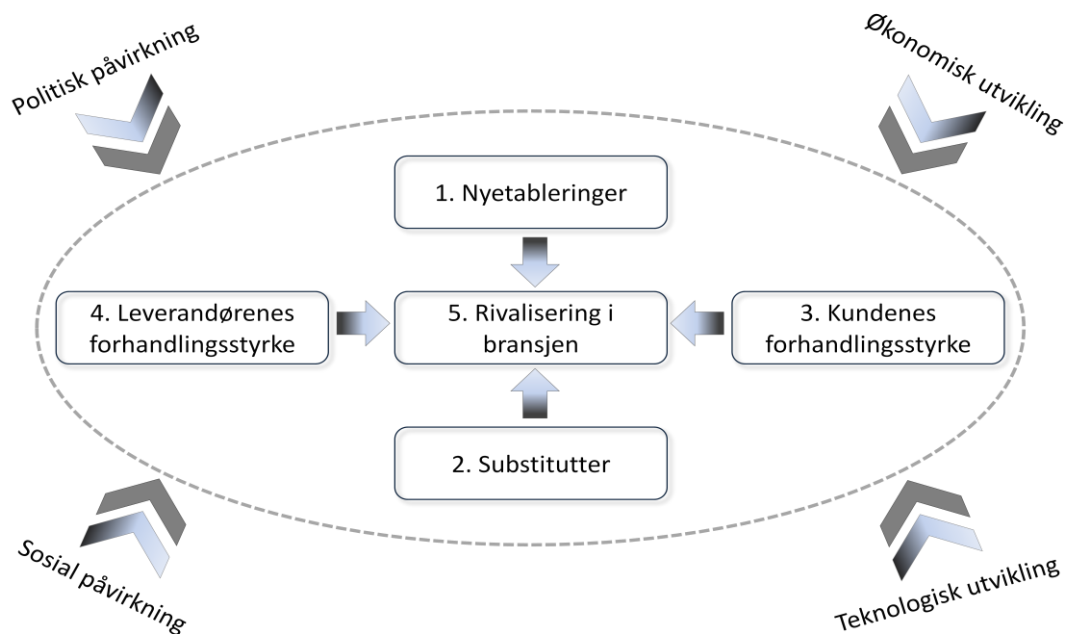
## 5. 2 Porter's five forces - konkurransearenamodell

### 5.2.1 Modellforklaring

Michael Porters femkraftsmodell(1979) er et godt verktøy til strategisk analyse av bransjen Visma operer i. Porters femkraftsmodell er et rammeverk for å analysere konkurransesituasjonen i en bransje, og de fem kreftene er presentert inni sirkelen i figur 5.2 nedenfor. Kreftene befinner seg innenfor sirkelen fordi de er en del av det Porter kalte for bedriftens "mikroomgivelser". Vertikal konkurranse: Leverandørens og kundenes forhandlingsstyrke. Horisontal konkurranse: trussel fra substituttprodukter og tjenester, trusselen fra nye konkurrenter som kan etablere seg i bransjen og trusselen (rivalisering) fra de etablerte konkurrentene i bransjen (Chartered Global Management Accountant, i.d). Målet med modellen slik den anvendes i denne oppgaven, er å etablere en oversikt over konkurrent og hvor de er i spillet om ERP-markedet, samt vurdere konkurranseevnen til Visma.

Figuren illustrerer også at de fem kreftene påvirkes av eksterne omgivelser som kan være utenfor bransjens kontroll (bransjens makroomgivelser). Eksempler er produktkrav, regulering eller forbud gjennom politisk lovgivning, en "grønn miljørevolusjon" blant samfunnets befolkning, finanskrisen eller nyutvikling av grunnleggende teknologi som blir standard i bransjen enten selskapet ønsker det i eller ikke.

Figur 5:2 Porters femkraftmodell



Figur 5.2: Porters femkraftsmodell (Egen tilvirkning).

## 5.2.2 Modellen anvendt på Visma

### **Kundeselement:**

Visma har de siste årene rapportert segmentene oppdelt etter produkttype (software, retail, hosting mv.), men byttet i 2012 til å rapportere basert på kundeselement. Segmenteringen etter kundetype er bedre egnet til Porter sin analyse fordi det er enklere å vurdere Visma opp mot konkurrenter med utgangspunkt i kundegrupper. Vi drøfter Visma sine kundeselement som tabell 4.3 presenterer dem, Software SMB, GLA og BPO.

**Software SMB** (Small & Medium sized Businesses): Kundegruppen tilbys for det meste standardiserte produkter. Komplette portefølje med blant annet regnskapsprogrammer, betalingssystemer, CRM, HRM, web hosting, prosjektstyringsprogrammer og automatisering av bedriftsprosesser.

**GLA** (Government and Large Accounts): Kundegruppen tilbys skreddersydde løsninger. For stat og kommune tilbys mobile og cloud-løsninger (på norsk kalt *nettsky*) for skoler og barnehager, dataflow-løsninger innen offentlig helsektor. Store selskaper tilbys spesielt produkter som håndterer store mengder med data, f. eks Retail-sektoren tilbys skreddersydd software, hardware and IT-infrastruktur til å håndtere de forskjellige oppgavene i en butikk (f. eks matvarebutikker).

**BPO** (Business Process Outsourcing): Det som skiller BPO fra de øvrige kundeselementene er at disse kundene kjøper administrative funksjoner som regnskap og finansiell rådgivning, lønntjenester, bemanning og rekruttering av nyansatte. Dette er "tradisjonelle" administrative tjenester som blir outsourcet til Visma. Kundene er selskaper av alle størrelser som ønsker outsourcing av deler, eller hele den tradisjonelle administrative funksjonen. Igjen, det å outsource en intern regnskapsfunksjon direkte til Visma skiller seg fra det å kjøpe et standard software-system som du abonnerer på, men i stor grad styrer selv i SMB segmentet, eller det å kjøpe skreddersydde kasseapparat og lagersystem i GLA segmentet (se tabell 4.1).

Den viktigste trenden er at kunder innenfor SMB, GLA og BPO beveger seg over på nettsky-baserte løsninger.

Porters fem krefter vil bli vurdert pr kundeselement og avslutningsvis bli oppsummert i tabell.

## **Kraft 1: Nyetableringer**

Kundenes byttekostnader og merkevarelojalitet: Hvis kundene i en bransje har lave byttekostnader og svak merkevarelojalitet, er dette et insentiv for nyetableringer som lettere kan stjele markedsandeler fra etablerte konkurrenter.

For GLA segmentet vil kundene typisk bli "låst inne" i et partnerskap med større leverandører som Visma, SAP eller Oracle. Det skrives lange kontrakter hvor 10-15år ikke er uvanlig, grunnet systemene er særdeles skreddersydde for hver enkelt kunde.

For SMB segmentet er historien en helt annen, dette segmentet tilbyr standardiserte systemer som er billigere for kundene, men gjør det også lettere for kundene å bytte til en annen leverandør.

Kundenes lojalitet i BPO segmentet kommer an på pris og opplevd kvalitet på outsourcingen. Visma bygger opp bred profesjonell kompetanse for regnskapsstandarder og lover/regler i Norden. Mange ansatte må til for å hjelpe alle kundene som har nettsky-basert regnskapsstøtte og rådgivning. Det finnes per i dag mange små tilbydere av BPO tjenester og det er enkelt for nye konkurrenter å etablere seg.

### Nyetableringenes tilgang til teknologi og brasjens kapitalintensitet/investeringsnivå:

Det eksisterer restriksjoner innenfor GLA segmentet som gjør at ikke hvem som helst kan integrere systemene med offentlige institusjoner og oppfylle kravene hos de Nordiske myndighetene. Norske myndigheter krever for eksempel NOARK-standarden for sikker informasjonsarkivering ved offentlig forvaltning (Arkiverket, i.d.). De siste skandalene rundt overvåking av Amerikanske National Security Agency (Hardware, 2014) og det omfattende sikkerhetshullet for innloggingstjenester kalt Heartbleed (VG, 2014), understreker behovet for strenge krav for behandling av sensitiv informasjon.

Den største endringen i nyetablering per 2014 er tilgang til ny teknologi basert på nettsky. Det eksisterer få effektive barrierer i form av intellektuell eiendom (patenter) og tilgang til hardware (hosting servere for cloud tjenester) som kan hindre en rekke nye mindre aktører å etablere seg, spesielt i SMB segmentet. SMB segmentet antydes å være driveren i cloud markedet, minst frem til 2015 (McKinsey & Company, 2011). Visma synliggjør denne trusselen ved sin forside av årsrapport for 2013 "we want all our customres to be on cloud nine". For å vinne markedsandeler over tid i nettskyen kreves det kontinuerlig utvikling av programvare for å tilpasse seg den teknologiske nyutviklingen (flere funksjoner, men også modernisering av brukergrensesnitt og brukervennlighet). Ny teknologi utvikles av både de store etablerte, men også av nyetableringer. Hvis en konkurrent skulle entre markedet og underkutte på pris eller med ny teknologi, er sannsynligheten for



gjengjeldelse fra eksisterende aktører i bransjen svært høy. For å unngå priskonkurranse som vil erodere marginene til de store selskapene, er oppkjøp av nyetableringer og mindre konkurrenter et effektivt virkemiddel (se figur 7.1). Visma anser cloud- bedrifter som mest attraktive oppkjøpskandidater (Årsrapport 2013, s.8). Dermed taler det for at de store eksisterende selskapene vil vinne markedsandeler både ved hjelp av strategiske oppkjøp og intern R&D. I 2013 investerte Visma 10.8% av salgsinntektene R&D, som tilsvarer rundt 700mNOK (Visma, 2014, s. 8).

#### Oppsummering av kraft 1: Nyetableringer

SMB: Høy. Få etableringsbarrierer, og store selskaper har insentiv til bransjekonsolidering for å unngå priskonkurranse.

GLA: Lav til moderat. Stor datamengde krever høy kompetanse og høye byttekostnader "låser kunden inne". Sikkerhetskrav og tillitt fra myndighetene for offentlige tjenester.

BPO: Moderat.

#### **Kraft 2: Substitutter**

Det finnes substitutter for produktene til Visma innen samtlige kundeselement. SAP, Oracle og Microsoft har historisk sett hatt fokus på store bedrifter, dermed har SMB- segmentet falt litt utenfor kjerneområdet for deres plattformer. Visma har nytt godt av en bedre posisjonering mot SMB, spesielt for oppstart og mindre bedrifter som tar i bruk nye rimelig priset ERP løsninger med tiden. PC world Norge (2012) kåret Visma sin CRM software for SMB- bedrifter best-i-test mot fem andre konkurrenter, deriblant Microsoft. Evenen til å bli best i test innebærer en viss avstand til enkelte substitutter på nåværende tidspunkt.

Den teknologiske utviklingen står ikke i ro, og de store selskapene har nok kunnskap og penger til å kunne tilby produkter for SMB på lik linje som Visma. Visma sin posisjonering i SMB markedet vurderes som en midlertidig fordel og derfor et trusselnivå på moderat-til-høy.

Det finnes Open-Source programmer hvor brukeren får tilgang til software som kan dekke samme behovet som noen av Visma sine produkter. Et eksempel er gratisutgaven (Community edition) av Pentaho. Pentaho er et profesjonelt program som kan brukes til administrative funksjoner som budsjettering, rapportering og optimalisering av bedriftsprosedyrer (Pentaho, 2014). Gratisprodukter kan oppleves som risikable mht. informasjonssikkerheten rundt sensitive bedriftsopplysninger, noe som gjør disse til dårlige substitutter.

## Oppsummering av kraft 2: Substitutter

SMB: Moderat til høy, produkter krever kontinuerlig utvikling noe som vanskeliggjør vedvarende fordeler. Gratisprodukter eksisterer, men utgjør ingen seriøs trussel.

GLA: Moderat til lav, mindre antall konkurrenter med fullgode substitutter.

BPO: Moderat, mange små konkurrenter tilbyr outsourcings-tjenester, spesielt regnskap.

## **Kraft 3: Kundenes forhandlingsstyrke**

Kundens insentiv til å kjøpe produktet: Kunder innen SMB, GLA og BPO har alle et ønske om å redusere kostnadsnivået sitt. De nordiske landene har dyr arbeidskraft på grunn av velfungerende økonomi, men også på grunn av en velferdsmodell som sikrer et visst lønnsnivå, trygdeytelser og at bedriftene må bidra til samfunnets spleiselag. Dette kombinert med at de Nordiske bedriftene konkurrer med lavkostland, skaper et pressende behov for å ta i bruk ERP løsninger som kan hjelpe med administrasjonskostnadene. Dette er noe som kundene ønsker og vil betale for så lenge alternativene er dårligere. SaaS-løsninger<sup>12</sup> er enkle i bruk, det trengs ingen server og svært få installasjoner må til, brukerne trenger bare tilgang til internett.

Kundens tilgang til informasjon: Visma publiserer priser på flere av sine standardiserte produkter på sin nettside, og man kan ta kontakt for få et prisanslag for de øvrige produktene. Dermed er det mulig for en potensiell kunde å sammenligne prisene med konkurrentene. Visma tilbyr også gratis prøveversjoner av noen standardiserte programmer slik at kunden får tilgang til svært mye informasjon og produktet.

Fra tabell 4.3 i kapittel 4 er det tydelig at SMB segmentet er mest lønnsomt per i dag med en EBITDA margin på 30.5% i 2013. GLA segmenter har en lavere EBITDA margin på 10.5 % og BPO ligger omtrent midt i mellom med 18.4%. Høyere marginer indikerer at kundesegmenter har lav forhandlingsstyrke.

---

<sup>12</sup> Software as a Service

### Oppsummering av kraft 3: Kundenes forhandlingsstyrke

SMB: Moderat til lav, kundene har tilgang til prisinformasjon og innholdet i programvaren og kan derfor lett bytte til det billigste alternativet, men kundene er for små til å kunne presse prisen ved forhandlinger som gir høye marginer.

GLA: Moderat til høy, større bedrifter har mer makt til å forhandle frem bedre avtaler, men skreddersydde løsninger gjør det vanskelig å sammenligne priser som går i favør Visma.

BPO: Moderat, forhandlingsstyrke varierer etter størrelse på kunde.

### **Kraft 4: Leverandørenes forhandlingsstyrke**

Leverandørenes forhandlingsstyrke er en kraft som er svært begrenset eller uten relevans for Visma i denne sammenheng. Visma utvikler produktene selv gjennom FoU, og Visma sin profitabilitet er ikke i vesentlig grad avhengig av input fra leverandører. Kostnadene er hovedsakelig knyttet til lønn og personal kostnader, salg og distribusjon, og avskrivninger (figur 6.4 Utvikling i driftskostnader).

### Oppsummering av kraft 4: Leverandørenes forhandlingsstyrke

SMB, GLA, BPO: Ingen nevneverdig relevans.

### **Kraft 5: Rivalisering i bransjen**

Fullkomne konkurrenter: Et fåtall selskapet er det vi velger å kalle for fullkomne konkurrenter til Visma. Dette er konkurrenter som har konkurrerende produkter mot nesten hele Visma sin portefølje. Tyske SAP og Amerikanske Oracle og Infor er tre eksempler.

Spesialiserte konkurrenter: I hver produkt- og tjenestekategori som Visma tilbyr, finnes det en rekke spesialiserte aktører som mer eller mindre utelukkende fokuserer på disse aktivitetene. Det å spesialisere seg har både fordeler og ulemper, i teorien bør fokus sørge for et produkt av beste kvalitet, men samtidig vil selskapet ikke i samme grad som Visma (og andre fullkomne konkurrenter) kunne tilby muligheten for komplette løsninger. Likevel har de spesialiserte konkurrentene muligheten til å integrere seg med de store tilbyderne. Et eksempel er selskapet Zalaris som blant annet tilbyr lønnsadministrasjon og HR tjenester. På kundelisten til Zalaris finnes blant annet Telenor, Hydro, Nordea og Statoil (Zalaris, i.d). Zalaris er et selskap som benytter SAP sine systemer, og de vant en pris for beste SAP innovasjonsparter i 2013 (Zalaris, 2014). Altså en lokal tilbyder som innoverer eksisterende plattformer til lokale forhold. Det er følgelig et insentiv til å være "best i

bransjen" for at mindre spesialiserte konkurrenter vil integrere sine løsninger med bransjeledende selskaper, siden integrasjonsmuligheten blir en salgsfremmende egenskap ved deres spesialiserte produkt. Dette er med å øke den interne rivaliseringen i bransjen. Et annet eksempel på en spesialisert konkurrent er finske Basware. De har en global tilstedeværelse med både SMB og store bedriftskunder i over 100 land og omsatte for 123 mill Euro i 2013. Deres kjerneaktivitet er betalingsløsninger og efaktura. (Basware, 2014)

Dessuten finnes det en rekke seriøse konkurrenter som vokser i et meget høyt tempo, men som i liten grad har entret det Nordiske markedet. Cornerstone er et slikt eksempel, som har 80 % av sine totale inntekter på rundt 1 mrd NOK fra USA og Storbritannia (Cornerstone ONDEMAND Inc, 2014, s 95).

Byttekostnader: Som tidligere nevnt er det høye byttekostnader innen GLA segmentet. Det kan bli svært kostbart for et stort selskap å gjennomgå en fase hvor de bytter ut hele ERP systemet, fordi risikoen for økonomisk tap ved problemer med produksjon og ordreaktivitet er stor. Jo mer skreddersydd systemet er for kunden, jo mer "låst" er kunden til en leverandør, fordi kostnadene er skyhøye ved å bytte til en annen plattform. Dette motvirker intern rivalisering. For standardiserte SMB softwareprogrammer vil rivaliseringen derimot være høy.

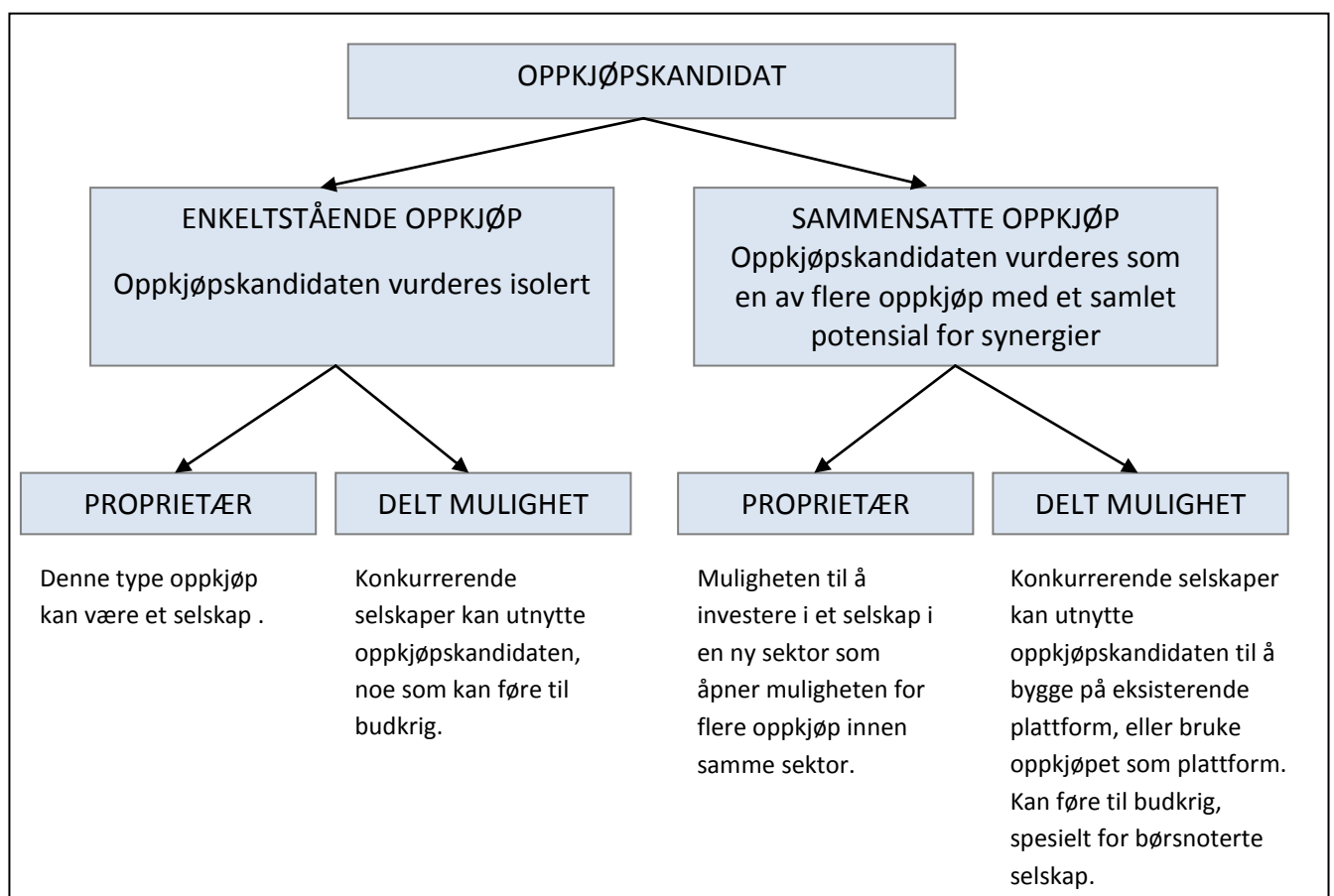
Exitbarrierer: Hvis små selskaper ikke lykkes er det lett å trekke seg ut av markedet. For de største i bransjen er det naturlig å tilby komplette løsninger innefor flere produktkategorier, og siden komplette løsninger er et kjerneprodukt, fungerer det som en solid exitbarriere. Det er vanskelig å se at de store etablerte skulle gå ut av et enkelt produktsegment.

Forretningsstrategi og produktdifferensiering: Det er stor konkurranse i ERP bransjen og utviklingen går fort. Selskapene i bransjen følger tilnærmet samme foretningsstrategi med fokus på høy vekst i inntekter, og alle de store leverandørene beveger seg over på "cloud" baserte Internett-tjenester. Rivalisering i bransjen har en tendens til å eskalere når konkurrentene følger samme strategi. Siden selskapene tilbyr produkter som er nesten perfekte substitutter med hensyn til hvilke behov de dekker, finnes det lite rom for å differensiere seg fra konkurrentene. Fokus på kundesegment skiller likevel per i dag en del selskaper fra hverandre. En sammenligning av Visma sin nettside mot SAP og Oracle avslører at Visma har en mer brukervennlig, nesten app-store-aktig nettside, mens SAP har en tung tradisjonell nettside i likhet med Amerikanske Oracle. Nettsiden er et bevis på at Visma har hatt større fokus på bruker vennlighet og "less is more", og dermed prioritert SMB- segmentet høyt. SAP og Oracle har de siste årene beveget seg ned på mellomnivå for standardiserte systemer, og kan derfor utgjøre en større trussel i fremtiden. Visma forventer selv en høy konkurranse innenfor cloud-

baserte løsninger, og "SaaS (Cloud) based software companies will be prioritized target companies" (Visma årsrapport 2013, s.8). På grunn av lik foretningsstrategi og svært like produkter vil potensielle oppkjøpskandidater kunne unyttets av flere enn bare Visma (Smit 2001, s80). Delte vekstposjoner av denne typen bør analyseres i et spillteoretisk rammeverk ettersom konkurrentenes handlinger kan føre til forskjellige strategiske reaksjoner.

Oppkjøpskandidater for videreføring av buy-and-build strategien vil klassifiseres som sammensatte oppkjøp, delt mulighet i figur 5.2. Dette er en klassifisering som kan føre til budkrig.

Figur 5:3 Oppkjøpskandidat



Figur 5.3: Klassifisering av oppkjøpskandidater. Sammensatte oppkjøp som er av delt mulighet, vil kunne ende med budkrig. Proprietær betyr at oppkjøpskandidatens driftaktiviteter skiller seg mye fra konkurrentene, som innebærer mindre behov for analyse av konkurrentenes strategiske handlinger (Smit, 2001, s.81)

## Oppsummering av kraft 5: Rivalisering i bransjen

SMB: Moderat til høy. Enklere å konkurrere i SMB segmentet og lik forretningsstrategi gjør at oppkjøpskandidater er attraktive for mange, SAP og Oracle har holdt seg unna (midlertidig?) som trekker konkurransen ned fra høy.

GLA: Moderat. Færre konkurrenter, lengre kontrakter og høye byttekostnader reduserer rivalisering i bransjen noe.

BPO: Moderat. Effektiv og god outsourcing krever høyt nivå av kunnskap for å kunne tilby kvalitet til lavere kostnad, enn det kundene hadde oppnådd ved å utføre arbeidet selv.

### 5.2.3 Porters 5F Oppsummering for det Nordiske marked

Tabell 5.1: Oppsummering Porters Five Forces

Grad av trussel	1. Nyetableringer	2. Substitutter	3. Kundenes forhandlingsstyrke	4. Leverandørens forhandlingsstyrke	5. Rivalisering i bransjen
Høy	SMB			-	
Moderat til høy		SMB	GLA	-	SMB
Moderat	BPO	BPO	BPO	-	GLA, BPO
Moderat til lav	GLA	GLA	SMB	-	
Lav				-	

Tabell 5.1: Oppsummering av Porters fem krefter, topplinje er de fem kreftene, venstre kolonne beskriver trusselnivået (egen tilvirkning).

#### **Fremtidssyn basert på Porters 5F:**

Oppsummert tolkes markedet dit hen at Visma burde fortsette å vokse betydelig i Norden, og siden hele bransjen er inne i en positiv trend hvor:

1. SMB søker standardprogrammer,
2. kostnadsnivået hos større bedrifter i Norden presser bedriftslederne og eierne til å se seg om etter billigere løsninger som BPO outsourcing,
3. såkalt "Big data" blir relevant for myndighetene for å forbedre offentlige IT-systemer, *"The governments in the Nordics increased spending on e-government projects during 2013, a trend which is expected to continue in 2014"* (Visma, årsrapport 2014 s 6),
4. makrotrenden er at alle kundesegmentene spesielt i Norden emigrerer over i "nettskyen".

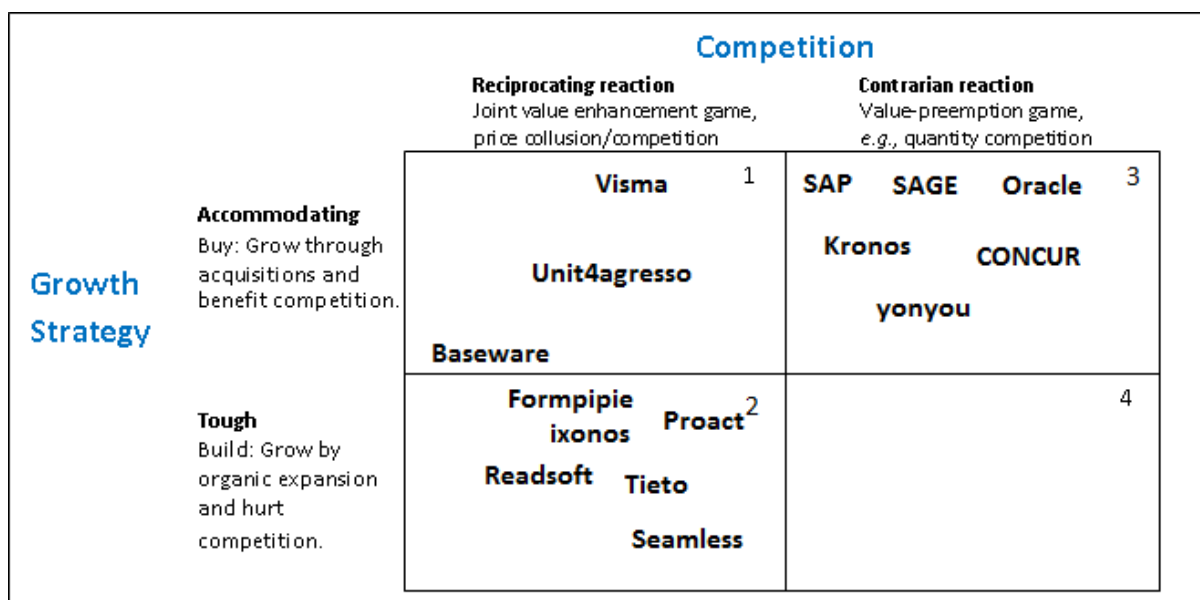
De fire nevnte punktene sørger for at Visma sitt marked byr på svært gode muligheter, og når hele markedet vokser er det plass til flere konkurrenter. Vekstestimatene illustrert i figur 4.2 for bransjen som helhet bygger opp under antagelsen om at flere selskaper vil kunne drive lønnsomt sammen i de nærmeste årene, men hvorvidt dette vil fortsette i mange år fremover er usikkert. Usikkerheten rundt profitabilitet fra standardiserte SMB systemer øker sannsynligheten for en "mean-reverting"<sup>13</sup> forutsetning i det lange løp. Dette betyr at profitabiliteten ved en Steady State bør vurderes til å nærme seg et bransjegjennomsnitt (figur 6.4).

Konsolidering i bransjen ved hjelp av oppkjøp antas å fortsette (figur 4.5). Det er alltid knyttet usikkerhet til hvordan videreføring av en oppkjøpsstrategi vil utarte seg, spesielt når oppkjøpene er av kategorien "sammensatte oppkjøp, delt mulighet" i figur 5.3. For Visma er det en reell mulighet for kostbar budkrig.

Hvorvidt fremtiden til Visma blir en videreføring av Buy and Build strategien slik den har fungert de siste årene, eller at markedet snur til tøffere priskonkurransen med marginpress, er vanskelig å vite. Slik usikkerhet øker behovet for konkret scenarioanalyse med forskjellige sannsynlighetsvektninger for hvert scenario.

### Oppsummering av ERP- spillerne:

Figur 5.4 Oppsummering ERP- spillere



Figur 5.4: Illustrerer hvor de ulike konkurrentene er i ERP-spillet. Visma er i rute 1 sammen med Unit4agresso og Baseware. De store aktørene i rute 3, som SAP, SAGE og Oracle, typisk mindre cloud bedrifter i rute 2 som også er potensielle oppkjøpskandidater (egen tilvirkning).

<sup>13</sup> Lønnsomheten i bedrifter uten vedvarende konkurransefortrinn beskyttet av f. eks patenter, vil bevege seg mot snittet over lengre tid i bransjen. (Penman, 2013, s.507)

Visma er plassert i rute 1 sammen med andre lignende selskap, disse kjennetegnes ved oppkjøp av andre mindre selskap for å konsolidere markedet. Derimot er alle de store internasjonale i rute 3, hvor aktørene sitter å venter på at det nordiske SMB markedet skal bli konsolidert og deretter potensielt gå til oppkjøp Visma. Spillere i rute 2 er hovedsakelig nye (mindre og mellomstore) cloud selskap, som konkurrer på pris mot tradisjonelle software-produkter. Disse er altså oppkjøpskandidater for Visma, og noen bli oppkjøpskandidater i scenarioanalysen (alle er børsnotert, dermed har vi markedsverdi, omsetning og balansetall til å utregne synergier).

## 5.3 Internanalyse – SVIMA

Hensikten til en intern ressursbasert analyse er å forstå Visma sine interne ressurser. En intern ressurs kan være svært viktig for å gjennomføre tiltenkt strategi, og mangel på ressursen kan være til hinder. Først ut presenteres SVIMA-modellen, deretter drøftes interne ressurser for Visma og resultatene presenteres avslutningsvis i tabell. Analysen baseres på offentlig informasjon som er en forutsetning for oppgaven, dette medfører at informasjonen vi innhenter, spesielt uttalelser og intervjuer i media fra Visma sine representanter og eiere, trolig vil være farget i en positiv retning.

### 5.3.1 SVIMA-Modellen

SVIMA er først og fremst en omstokking av navnet Visma, men også et akronym og står for Sjelden, Viktig, Ikke-immiterbar, Mobilisert og Appropriert. Først defineres ressurser og deretter drøftes det hvorvidt ressursene gir varige konkurransefortrinn. Definisjonen til Jacobsen og Lien(2001) på ressurser er følgende, *”Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier.”*



Figur 5:5 Modellforklaring: SVIMA – egenskapene til en ressurs



Figur 5.5: Gir en visuell fremvisning av de fem SVIMA- egenskapene til en ressurs, beskrivelse av innhold til egenskapene undertekst (egen tilvirkning).

Først vil vi utdype hva Jacobsen og Lien(2001) legger i ressurskategoriseringen. Kategorien sjelden vil være at få eller ingen av konkurrentene innehar de samme ressursene, altså forskjeller mellom aktørene. Hvis forskjellene er store og de har effekter på f.eks. bunnlinjen, vil de være viktige. En ikke-immiterbar ressurs, er i hvilken grad eksisterende og nye konkurrenter kan kopiere eller erstatte ressursen. Mobiliserte ressurser er om bedriften faktisk kan nyttiggjøre seg ressursen og i hvilken grad den skaper verdi. Til slutt approprierbar ressurs, som innebærer at verdiskapning hovedsakelig nyttiggjøres av bedriften og ikke av konkurrentene, altså et varig konkurransefortrinn som typisk kan føre til ulike monopolsituasjoner.

I denne analysen settes SVIMA begrepene opp mot Software-sektoren, og viktige ressurser for gjennomføring av oppkjøp vurderes.

Tabell 5:2 Modellforklaring: Hvordan SVIMA modellen er bygget opp

SVIMA-Modellen					
Sjelden	Viktig	Ikke-immiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn

Tabell 5.2: Illustrerer en teoretisk SVIMA-analyse, topplinje beskriver egenskapen, hver respektive kolonne kvalifiserer ressursen, høyre kolonne beskriver hvilket tenkt utfall av konkurransefortrinn eller paritet til en ressurs basert på de fem overnevnte egenskaper (Egen tilvirkning).

### 5.3.2 SVIMA-analyse anvendt på Visma

Etter gjennomgang av selskapet, ledelse, årsrapporter og bransjeanalyse har vi vurdert det slik at følgende tabell oppsummerer de viktigste ressurser Visma innehar for å gjennomføre flere oppkjøp, og dens påvirkningskraft på fremtidig regnskap. Videre drøftes hvilke ressurser som kan endres ved et salg.

Tabell 5:3 SVIMA- modellen anvendt på Visma: Utvalgte ressurser for analyse

Ressurser	Innsatsfaktorer
Kompetansebaserte ressurser	Innovasjon – FoU Ledelsesbasert selskapsutvikling
Finansielle ressurser	Tilgang til kapital Kontantstrøm

Tabell 5.4: Topplinje er ressurs og innsatsfaktorer, Visma sine interne ressurser er presentert i venstre kolonne og hvilke innsatsfaktorer som er viktige for ressursene står til høyre (egen tilvirkning).

## Kompetansebaserte ressurser – FoU og Ledelsesbasert selskapsutvikling

**Forskning og Utvikling (FoU)** er en viktig ressurs for alle software-selskap. Visma sin fremtidige suksess avhenger av kontinuerlig utvikling av nåværende produkt, samt lansere nye produkter som møter de stadig mer sofistikerte og varierte behov fra eksisterende og potensielle kunder. To viktige faktorer er satsingsområde og kostnadsnivå.

En av Visma sine fremgangsmåter for å få avkastning på sin forskning og utvikling, er å tilpasse sine software-produkter til den nordiske modellen, definert som følgende:

”Den nordiske modellen er et velferdssystem for arbeidere ulikt andre områder. Visma sikter på å være best til å forstå hvordan den nordiske modellen påvirker bedriftene og ønsker dermed at software-produktene skal kunne synliggjøre utfordringer og muligheter skapt av den nordiske modellen”(Visma, 2014).

Den nordiske modellen et særegent geografisk område og samtidig en liten del av den totale omsetningen i software-markedet. Disse to faktorene taler for at andre multinasjonale selskap ikke deltar i markedet på samme måte som Visma, som er det eneste selskapet med distinktiv satsning på den nordiske modellen. Videre taler dette for at salg av Visma kan være spesielt attraktivt for en konkurrent som ønsker å etablere seg i markedet, eller ta markedsandeler med et eksisterende og velfungerende produkt som Visma leverer mot den nordiske modellen (se spillere i figur 5.4 ). Videre benyttes software-produktene internt i Visma, spesielt i BPO-divisjonen. Intern bruk gir incentiver til å forstå software-produktene bedre, hvordan produktet bør utvikles fremover og testing av nye systemer før lansering. Dette er en sterk ressurs Visma innehar.

Kostnadsnivået for software-sektoren er et spesielt tema, hvor store deler av kostnadene er tilknyttet FoU. Visma rapporterer selv en FoU kostnad på 10.8% (Visma årsrapport 2013, s.8). Kostnaden tilknyttet FoU kan enten bli balanseført eller kostnadsført i resultatregnskapet (FoU som kan dokumenteres med en varighet utover 1 år balanseføres). Fra dette følger det uklarheter for hva et software-selskap benytter på FoU over tid. I 2006 var et av hovedargumentene for HgCapital sitt oppkjøp av Visma, at markedet feiltolket FoU kostnaden til Visma (HgCapital plc, 2010). Videre er det heller ikke gitt at store FoU beløp fører til suksessfulle produkter som gir nye inntekter.

Kostnadsnivået til FoU-aktiviteter er særdeles usikkert i fremtiden, og kan derfor være et potensielt scenario å teste.

**En ledelsesbasert utvikling:** Ledelsen har en viktig oppgave for hvordan de bygger opp selskapet i en oppkjøpsperiode og særdeles viktig for hvordan de har tenkt til å presentere Visma ved et salg. F.eks vil det å fortsette oppkjøp kun i Norden, være noe som underbygger Visma som et Nordisk selskap. Visma har nå vokst kraftig fra å være David til å bli Goliat i det nordiske markedet, som drøftet i kapittel 4.2 Presentasjon av Selskapet. Ved kontinuerlig oppkjøp av ulike selskap vil oppkjøpene være med å bestemme hvilken retning Visma utvikler seg som selskap. Fire mulige faktorer er spesielt viktige for evt. endring i den ledelsesbaserte selskapsutviklingen, 1) er at mulige oppkjøp er annerledes enn ønskede oppkjøp, 2) prisingen av oppkjøpene påvirker hvor lønnsomt Visma vil bli i fremtiden, 3) veksten begrenses og 4) ledelsen forsvinner.

Det kan være at et selskap får tilgang til å kjøpe et annet selskap innenfor et segment man selv ikke er særlig representert i og dermed oppnå større eksponering, som ved oppkjøpene av Mamut i 2011 som gav Visma markedsdominans innen regnskapsprogram. Et annet eksempel er kjøpet i 2010 av Sirius IT med sterk posisjonering mot offentlig sektor, hvor Visma dannet en helt ny divisjon, GLA. Etter å ha gjennomført store oppkjøp i et segment begrenses som oftest fremtidig vekstmuligheter, utover organisk vekst. Ved lave inngangsbarrierer kan nye selskap potensielt prøve å vokse med lavere priser og gi priskonkurranse i segmentet.

Prising av oppkjøpselskap kan stige ved økt interesse for en sektor. F.eks kan Visma og andre store aktører fra rute nummer 3 i figur 5.4, kan ønske å etablere seg i nye segment ved oppkjøp. Er segmentet særdeles attraktivt kan en budkrig oppstå.

Det er av et markeds natur, at veksten til et selskap må sees i sammenheng med markedsstørrelsen. Hvis Visma fortsetter å holde på dagens strategi, vil trolig en del av vekstselskapspreget forsvinne. Satsing på den nordiske modellen i det nordiske markedet har et begrenset potensial på sikt. Dette vil komme frem i fremtidsprognoser for salgsvekst og følgelig prisingen av selskapet, noe vi ser nærmere på under del kapitel 6.1 tradisjonelle nøkkeltall. Informasjonen rundt hvordan selskapet skal fremstå ved salg er noe uklart, og siden oppgaven kun benytter offentlig informasjon har vi ikke kjennskap til konkrete fremtidsplaner internt fra ledelsen. Denne usikkerheten øker behovet for å verdsette basert på forventningsverdi fra flere ulike strategiske scenario samlet.

Videre er det en risiko at selskapet ikke klarer å holde på styremedlemmer, ledelsen og nøkkelpersoner ved salg. Ved frafall av dyktige personer i Visma kan det påvirke effektiviteten til ledelsen og operasjonell drift i negativ retning. Etterspørselen etter dyktige personer i Software-sektoren er høy, og arbeidskraften er særdeles mobil, dermed er ikke nøkkelpersonene garantert å

fortsette i Visma etter et salg. Styremedlemmene som er fra PE selskapene vil mest sannsynlig fratre sin stilling relativt kort tid etter et salg av sine eiendeler i Visma.

### **Finansielle ressurser**

For at Visma skal kunne gjennomføre oppkjøp, er tilgjengelig kapital til rett tid en nødvendig ressurs. Nåværende kapital situasjonen sannsynliggjør fremtidens, hvor Visma har to sterke finansielle sider; tilgang på ny kapital og likviditet.

**Tilgang på kapital** - Etter eierskapet gikk fra å være et normalt børsnotert selskap med stor aksjonærspredning, til å bli et konsentrert PE-eierskap, har det gitt nye muskler til innhenting av kapital (potensielt både egen- og fremmedkapital). Analysen som kommer i kapittel 6 Regnskapsanalysen, viser en distinkt endring i praksis for hvordan Visma behandler sin kapital for å gjennomføre strategien. Første året med nytt PE-eierskap går Visma fra å være netto egenkapitalisert til å blir sterkt fremmedkapitalisert (figur 6.10). Å drive med høy gjeldsgrad er en ofte benyttet metode for PE-eierskap. Med to store PE-selskap i ryggen har Visma fortsatt relativt lav gjeldsandel, som igjen taler for at Visma har potensiell tilgang til sitt fremtidige kapitalbehov for å gjennomføre oppkjøp. Dessuten er PE-eierne som nevnt under 4.2 Presentasjon av Selskapet, store anerkjente selskap i velfungerende kapitalmarkeder, og endringer her anses lite sannsynlig før salg av Visma.

På den andre siden fører en høyere gjeldsgrad økt risiko for egenkapitalen. Et tveegget sverd, hvor man kan oppnå høyere avkastning på egenkapitalen, som Visma tydelig gjør nå (figur 6.10), men samtidig øker risikoen for insolvens grunnet økte gjeldskostnader.

**Kontantstrøm** – viser betalingsstrømmene av inn- og ubetalinger til en bedrift, altså periodens tilgang til likvider. En bedrift kan vise til gode tall i resultatregnskapet, men dårlige i kontantstrømoppstillingen (og visa versa). Ved store forskjeller mellom disse over tid, kan det være et tegn til ubalanse for selskapets fremtidige finansieringsevne. Visma har vist spesielt sterk evne til generering av fri kontantstrøm de siste to årene, som belyses i kapittel 6 Regnskapsanalyse. Disse egenskapene er med på å bygge opp under selskapets styrke for videre vekst og oppkjøpsmuligheter.

Effekten av de to nevnte faktorene til sammen (eiere med gode bankforbindelser og selskap med god likviditet), taler for at Visma har tilgang til det nødvendige kapitalbehovet for å gjennomføre oppkjøp både i dag og i perioden frem til salg.

### 5.3.3 Sammendrag internanalyse

Interne analysen oppsummeres ved å sette de viktigste ressursene til Visma i inn i følgende SVIMA-tabell:

Tabell 5:4 SVIMA anvendt på Visma

SVIMA-modellen						
Ressurs	Sjeden	Viktig	Ikke-immitterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Kompetanse baserte:	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Finansielle ressurser:	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

Tabell 5.4: Sammendrag av SVIMA-analyse basert på Visma sine interne ressurser og tabell 5.2 (egen tilvirkning).

Sammendraget av SVIMA-analysen viser ingen spesielle fortrinn for Visma, derimot har den belyst en rekke ulike scenario som vil bli drøftet nedenfor.

### 5.4 Evaluering av ulike Scenario

Det er potensielt mange ulike fremtidsscenario for Visma. Den strategiske analysen har belyst en del ulike scenario som oppsummeres i tabellen under. Utredningen tar kun med seg scenario 1-3 fra tabell 5.5 videre i lys av utredningens størrelse og formål.

Tabell 5:5 Oppsummering Scenario

Scenario	Beskrivelse
1. Visma gjennomfører Buy-and-Build	Selskapet fortsetter som før
2. Visma møte priskonkurranse	Lavere resultatmarginer
3. Visma i budkrig på oppkjøp	Økte kostnader ved oppkjøp, synergier betales up-front
4. Mislykket FoU	Økte kostnader og press på marginene
5. Visma avventer oppkjøp	Vokser kun organisk
6. Visma gjør svært gode oppkjøp	Oppside- scenario hvor Visma gjør det enda bedre enn utviklingen ved de siste PE-eierskapene
7. Visma blir børsnotert	Visma mister PE eierskapet, og trolig deler ledelsen. Finansielle ressurser kan endres, kvalitet på oppkjøp og marginer kan endres.

Tabell 5.5: Oppsummering for ulike scenario og beskrivelse (egen tilvirkning)

## 5.5 Kort presentasjon av de tre scenarioene

Scenario 1-3 er spesielt inspirert av det spillteoretiske rammeverket (rutene i figur 3.2), og illustreres i figur 5.5 neste side.

Scenario 1: Base case – ”Buy & Build”

- Rute nr 1 (vinn-vinn)
- Forutsetter at Visma og konkurrentene i stor grad vokser via oppkjøp og noe organisk, uten å starte en priskrig, viktige spillere tar hensyn til hverandre.
- Kopling til Porter og SVIMA: Posisjonerer ERP-spillerne og identifiserer oppkjøpskandidater, identifisere interne egenskaper for å gjennomføre strategien.
- Kopling til regnskapsanalyse: Generelt utgangspunkt for alle scenario. Synergieffekter av oppkjøpte selskap kan estimeres som forbedring i omløpshastighet (effektivitet) og profittmargin.

1. Scenario 2: ”Tough competition”

- Rute nr 2 (tap-tap)
- Forutsetter priskrig mellom aktørene, tap for alle spillere.
- Kopling til Porter og SVIMA: Posisjonerer ERP-spillerne og identifiserer interne egenskaper for å gjennomføre strategien. Cloud segmentet er utsatt for priskrig.
- Kopling til regnskapsanalyse: Driftsmarginen kan bli redusert, potensiell nedskrivning av goodwill og lavere driftrentabilitet.

2. Scenario 3: ”The Bidding Game”

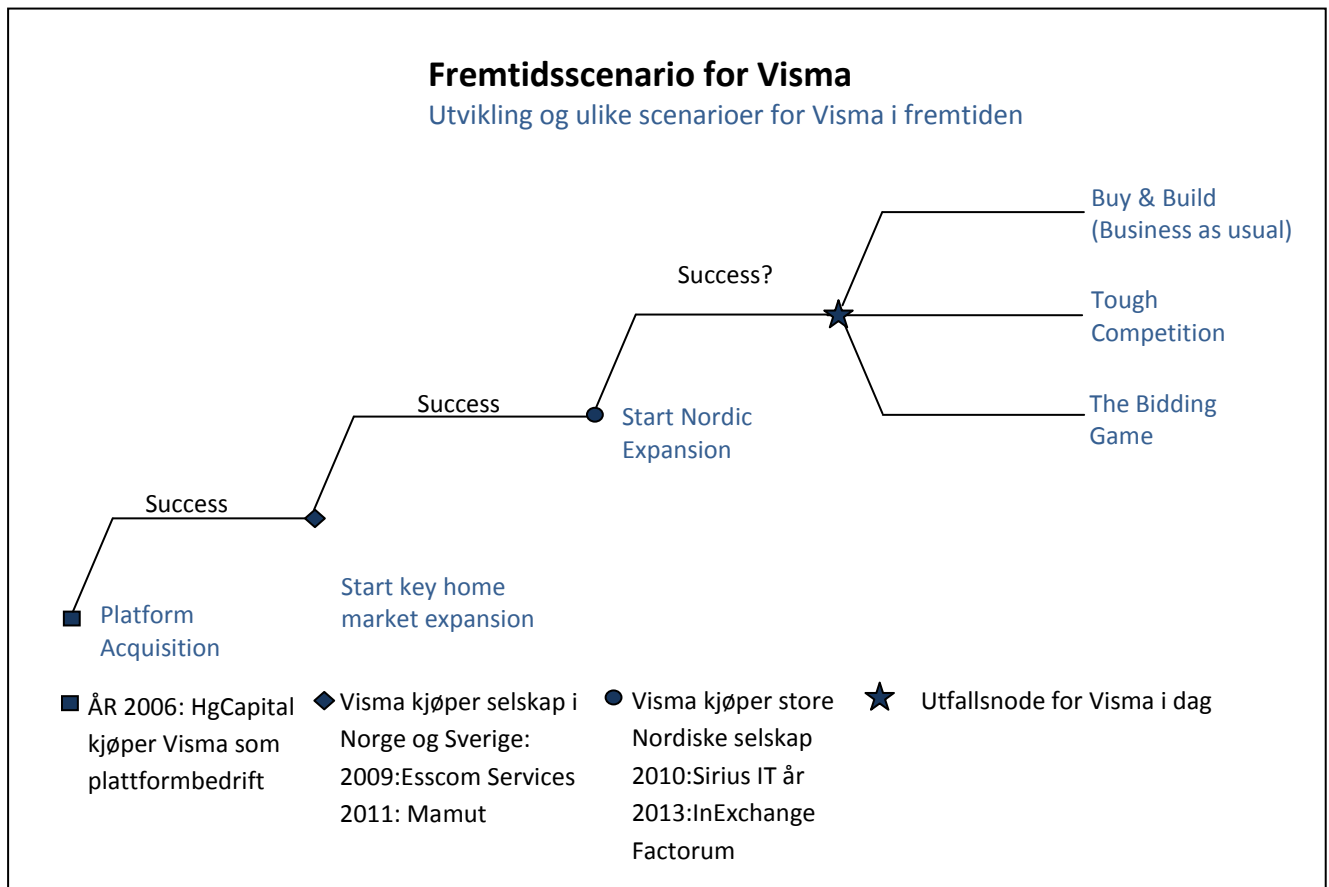
- Utenfor figur 3.2, konkurrenter byr aggressivt på samme oppkjøpskandidater
- Konkurransen på nye oppkjøp gjør at Visma må betale ekstra for synergier, til den ytterste konsekvens at Visma kan evt. betale mer enn synergiværdien
- Kopling til Porter og SVIMA: Posisjonerer ERP-spillerne og identifiserer mulige oppkjøpskandidater, identifisere interne egenskaper for å gjennomføre strategien.
- Kopling til regnskapsanalyse: Kan gi økt goodwill, lavere kapitalomløpshastighet og lavere driftrentabilitet.

Tabell 5:6 Nøkkelord fra Scenario - Strategi

Key takeaways – Nøkkelord for de ulike scenario		
Scenario 1 ”Buy and Build”	Scenario 2 ”Tough Competition”	Scenario 3 ”The Bidding Game”
Kjøpsmuligheter og ekstraordinær organisk vekst i cloud segmentet.	Cloud segmentet utsatt for priskrig.	Budkrig på ettertraktede selskap, spesielt innenfor cloud.

Tabell 6.4 Oppsummerer funn fra den strategiske analysen for hvert respektive scenario (egen tilvirkning).

Figur 5:6 Fremtidsscenario for Visma



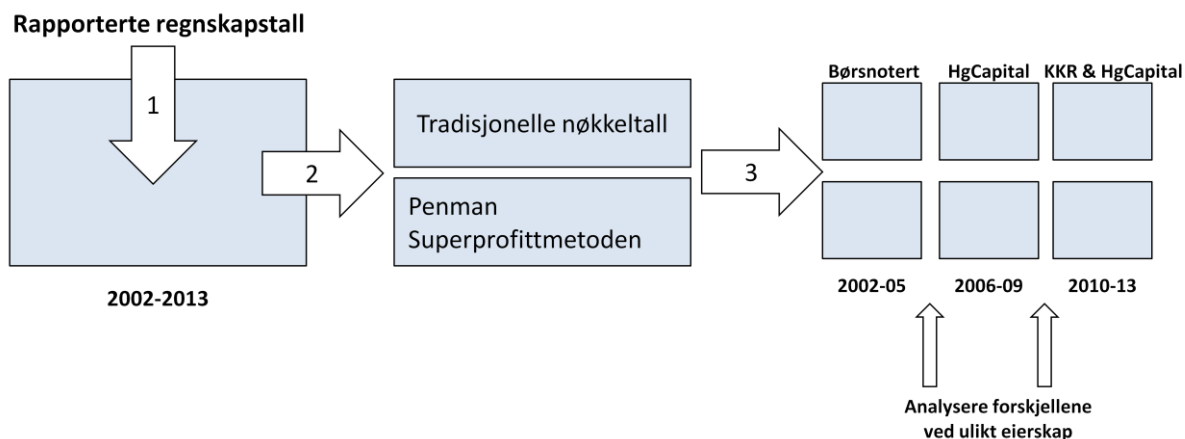
Figur 5.6: Illustrerer historiske beslutningsstadier til Visma. Visma pr 2014 befinner seg ved fjerde nivå (markert med stjerne) med tre ulike scenarier for fremtiden (egen tilvirkning, basert på figur 4.4).



## 6.0 Regnskapsanalyse - Slakter eller Frelser?

Regnskapsanalysen av Visma har til hensikt å synliggjøre og sannsynliggjøre grunnlaget for de ulike scenarier og prognostiseringen i kapittel 7. Valgene for verdsettelsesteori ble drøftet i kapittel 3 verdsettelseslitteratur. Figuren nedenfor illustrerer valgt fremgangsmåte for inneværende kapittel.

Figur 6:1 Regnskapsanalyse modell



Figur 6.1 illustrerer fremgangsmåten for regnskapsanalyse i tre deler. **Del 1** baser på en tradisjonell regnskapsanalyse (helperperiodisk analyse 2002-13), **Del 2** viser denne utredningens todeling av regnskapsanalysen, 1) som baseres på tradisjonelle nøkkeltall for børsnoterte selskap, og 2) Penman sin superprofitt metode, for å avsløre om "Brura blir sminket" før et salg, **Del 3** delperiodisk analyse ved ulikt eierskap for periode 2002-05, 2006-09 og 2010-13 (egen tilvirkning).

Tradisjonell verdsettelse for børsnoterte selskap gjennomføres ofte ved helperperiodisk analyse, uavhengig av aksjonærsammensetting. Det spesielle med aksjonærsammensettingen i Visma er at det hovedsakelig kan deles inn i tre sterkt eierskapspregede perioder, børsnotert i 2002-05, HgCapital i 2006-09 og KKR & HgCapital i 2010-13<sup>14</sup>. Ved dele opp eierskapsperiodene synliggjøres forskjeller og om PE-eierskapet har frelst Visma med "shock therapy" eller slaktet det med driftsrelaterte- og/eller finansielle endringer. Først presenteres tradisjonelle nøkkeltall som Visma måler seg mot, og deretter Penman sin superprofittmetode for driftsrelaterte og finansielle endringer.

Tabell 6:1 PE- Slakter eller frelser?

Frelser	Slakter
Rask positiv endring i lønnsomhet Ekstraordinær avkastning på drift	Drastisk økning i av gjeld i balansen Drastisk reduksjon av eiendeler Selskapet konkurransekraft svekkes

Tabell 2.1: Oversikt for potensielle funn i analysen, hentet fra oppsummering kapittel 3 (egen tilvirkning).

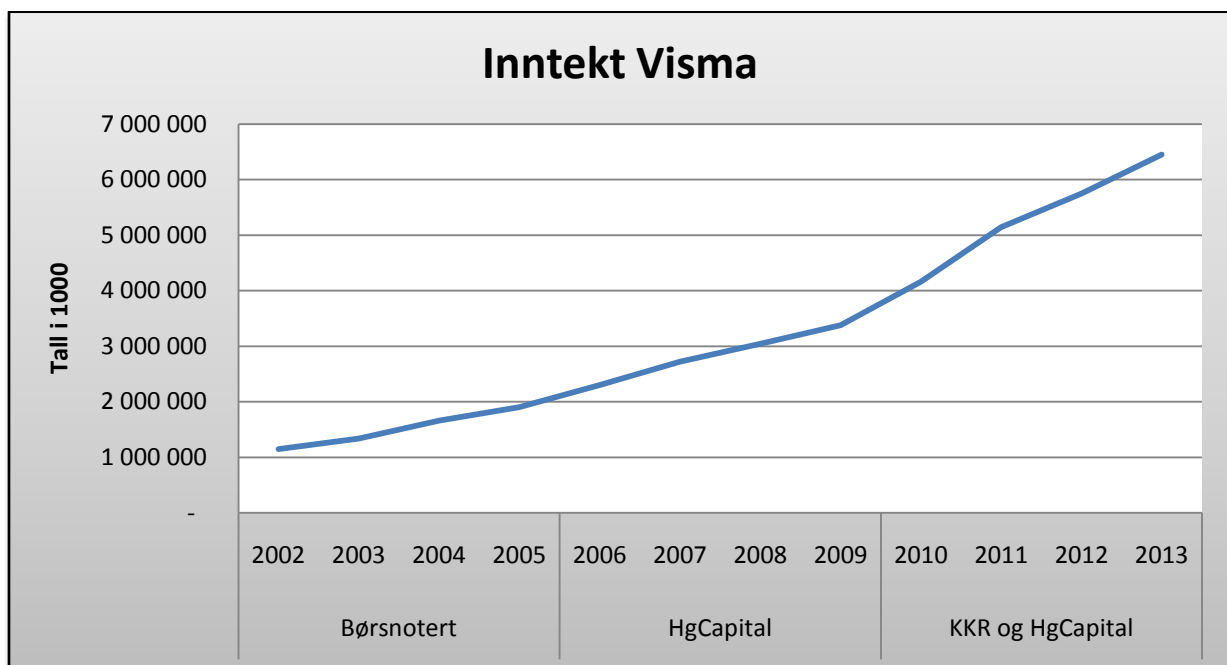
<sup>14</sup> HgCapital kjøpte Visma i mai og avlistet fra Oslo børs 22 August 2006, og KKR kom inn på eiersiden i september 2010 (se seksjon 4.2.2 eierskapshistorie). PE selskapene har gjennomført store endringer umiddelbart ved inntreden i Visma, dermed benyttes regnskapstall fra inneværende år uten tidsjustering for nøyaktig eierskapsperiode.

## 6.1 Tradisjonelle nøkkeltall

Hovedinnholdet til tradisjonelle nøkkeltall er presenterte regnskapstall, som salgsinntekter, EBITDA, EBIT, profittmargin og kostnadstall. Analysen av tradisjonelle nøkkeltall har som hensikt å belyse Visma under ulike eierskap, og videre benyttes funnene for å sannsynliggjøre prognostiseringen i kapittel 7.

Inntekter er viktig input for å prognostisere scenarioene til Visma. De fleste pro forma regnskapsmodeller av selskap er drevet av salg (Benninga 2008, s.103). Damodaran (2012, s.271) argumenterer for tre basismåter for å estimere salgsvekst; historisk vekst, analytikerens anslag og selskapets fundamentale forhold. Utredningen benytter ikke analytikerens vekst<sup>15</sup>, men baseres på historisk salgsvekst og fundamentale forhold.

Figur 6:2 Inntekt Visma

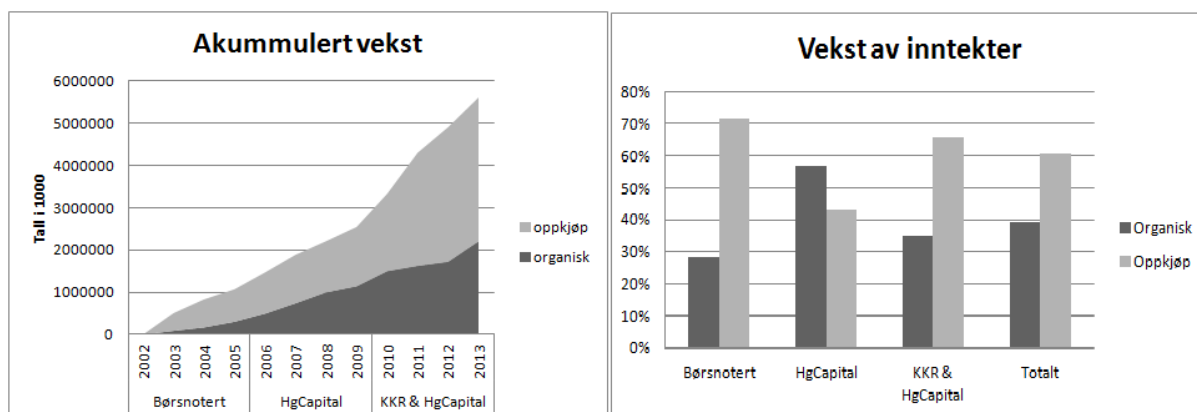


Figur 6.2: Illustrerer salgsinntekt for Visma under ulikt eierskap. Inntekter i 1000. periode 2002-2013. (egen tilvirkning basert på Visma årsrapport).

Akkumulert inntektsvekst for perioden 2002-2013 er på 460%, noe som tilsvarer en årlig gjennomsnittsvekst på 19%. Det fremkommer av figur 6.2 et tydelig vekstskifte i totale inntekter i periode 3, inntreden av KKR. I lys av buy-and-build strategien og forståelse av dens omfang kan man skille inntektsveksten i to deler, organisk og oppkjøp. I perioden 2002-2013 er det et tydelig fokus for oppkjøpsdrevet vekst, hvorav organisk utgjør 39% og 61% er oppkjøp (figur 6.3). For ytterligere forståelse for hvor satsningen har vært for de ulike eierskapsperiodene, deles veksten inn i eierskapsperioder.

<sup>15</sup> Analytikere utgir som regel ikke vekstanslag på unoterte selskap.

Figur 6:3 Oppkjøp og Organisk vekst



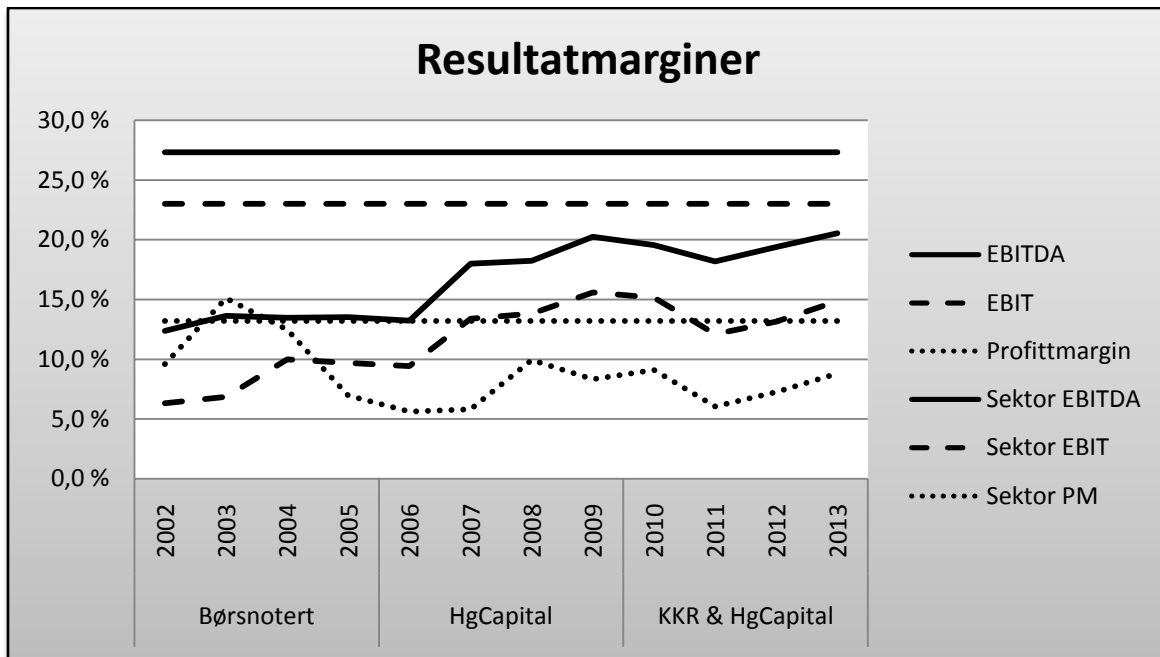
Figur 6.3: Illustrerer i venstre rute oppkjøp og organisk vekst akkumulert fra 2002-2013. Høyre rute illustrer prosentvise forskjeller i vekst for de ulike eierskapsperiodene (egen tilvirkning, basert på Visma årsrapport).

**Børsnotert.** Fra stolpediagrammet (figur 6.3) ser man et tydelig skifte i hvordan inntektene har fremkommet. Fra den børsnoterte perioden kom 28% fra organisk og hele 72% av veksten fra nye oppkjøp, altså veldig ekspansive oppkjøp i forhold til selskapsstørrelse. Sett mot EBITDA og EBIT marginene nedenfor i figur 6.4, observeres en tilnærmet flat utvikling, og en forverring i profittmarginen. Børsnotert periode kjennetegnes derfor som en periode med enten ugunstige oppkjøp, eller dårlig integrering av nye selskap.

**HgCapital.** Ved inntreden av HgCapital skiftet fokuset fra oppkjøp til å bedre driften, det observeres et skifte i organisk og oppkjøp til henholdsvis 57% og 43% (figur 6.3). HgCapital gjorde en rekke vellykkede tiltak hvor EBITDA og EBIT margin forbedres umiddelbart og går fra å være under snittet til over bransjesnittet (figur 6.4).

**KKR og HgCapital.** Etter HgCapital var ferdig med gjennomføring av driftsrelaterte endringer i Visma, ble KKR invitert som medinvestor. KKR hadde god erfaring med plattformsselskap og gav Visma den ekspertisen de trengte for å profesjonalisere Merges and Acquisitions avdelingen. Mikael Männik tiltrådte som Director Mergers & Acquisitions i 2010 og sammen med nye styremedlemmer fra KKR fondet. Mikael så muligheten og endret fokuset til oppkjøp igjen (Visma hjemmeside). Salgsveksten har vært drevet i denne perioden av 35% organisk og 65% oppkjøp (figur 6.3). Sees økt salgsvekst sammen med kostnadsbesparelsene gav det videre gode lønnsomhetsmarginene for Visma som figur nedenfor viser.

Figur 6:4 Resultatmarginer



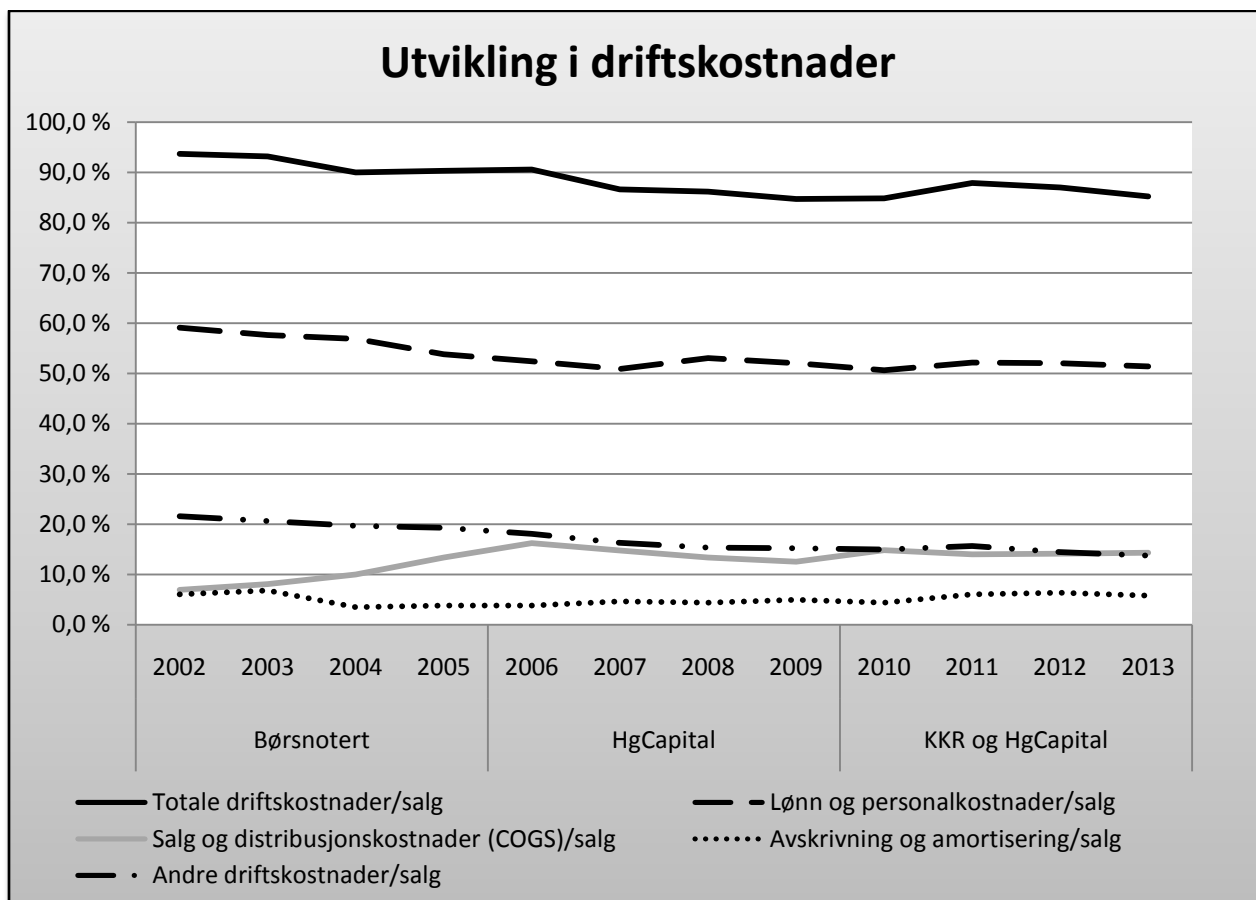
Figur 6.4. EBITDA, EBIT og profittmargin i % 2002-13 under ulikt eierskap, sett mot faste sektormarginer (vannrette linjer) fra 2013 (Egen tilvirkning, basert på Visma årsrapporter og Damodaran online).

**HgCapital - Fokus på organisk.** EBITDA og EBIT marginene går fra å være lave ved børsierskap, til å vise sterk positiv utvikling. HgCapital sin inntreden bedrer både EBITDA og EBIT marginer. Margineffektene bedres til tross for nye oppkjøp. Etter å ha gjennomført oppkjøp for hele 619mNOK i 2006 (figur 6.8), observeres allerede i 2007 en sterk økning i EBITDA- og EBIT marginene, noe som indikerer raskere og potensielt bedre synergiinnhenting enn tidligere. Videre innebærer ny fokus organisk vekst økt satsning på salg og distribusjon, hvor kostnadene derfor økes fra gjennomsnittlig 9.5% (i kroner, 152mNOK) under børsperioden til et snitt på 14.2% (402 mNOK) under HgCapital perioden (figur 6.5).

**KKR & HgCapital - Fokus på oppkjøp.** For siste eierskapsperiode blir lønnsomhetsmarginene bedre, med andre ord HgCapital er fortsatt knallharde på drift samtidig som KKR styrker profesjonaliteten rundt oppkjøp. Visma oppnår nå gode lønnsomhetsmarginer uavhengig av fokus på organisk- eller oppkjøpsvekst (figur 6.3). Visma sitt drift- og oppkjøpsteam er profesjonalisert.

Profittmarginen er for alle perioder under sektorgjennomsnittet (figur 6.4), men var særdeles høy under børsierskapet grunnet netto egenkapitalfinansiering (figur 6.9). Profittmarginen faller ved PE-eierskapet som introduserer gjeldsfinansiering.

Figur 6:5 Driftskostnader



Figur 6.5: Illustrerer Visma sine driftskostnader i prosent av salgsinntektene, tidsperiode 2002-13 inndelt for ulike eierskapsperioder (egen tilvirkning, basert på Visma årsrapporter).

HgCapital sin raske og drastiske evne til å redusere kostnader i forhold til salg, gav utslag umiddelbart ved reduksjon i de totale driftskostnadene fra 90.6% i 2006 til 86.6% i 2007, med andre ord "Shock terapien" til PE-selskapet ser ut til å ha fungert godt på nøkkeltallene. Man observerer hovedsakelig en mer effektiv utnyttelse av ressursene hvor lønninger og andre driftskostnader har falt prosentvis i forhold til slaget<sup>16</sup>, derimot har COGS økt fra under 10% til 15% av det totale kostnadsnivået. Under KRR har kostnadsnivået vært tilsvarende likt som under HgCapital.

<sup>16</sup> Gjennomsnittslønnen i Visma har derimot steget fra 389 000 til 592 000 i samme periode (se vedlegg 6.2, foreløpig i excelsheet).

## 6.2 Superprofittmetoden Penman

### De viktigste momentene fra omgruppering

Omgruppering av Visma sitt regnskap finnes vedlagt i vedlegg 6.1: Omgruppering. Visma sine regnskap publiseres kun på engelsk, derfor er omgrupperingen gjennomført på engelsk, men oversatt til norsk der den brukes i hovedbesvarelse. En solid regnskapsanalyse er en forutsetning for å kunne prognostisere fremtiden og dermed verdsette selskapet. Finansregnskapet slik det kommuniseres gjennom års og kvartalsrapporter har ikke den formen som ønskes fra et aksjonærorientert perspektiv, derfor omgrupperes finansregnskapet for å etablere en bedre oversikt over selskapets forskjellige aktiviteter og de enkelte aktivitetenes resultater.

- Omgrupperingen separerer finans og driftsaktiviteter. Motivasjonen for dette er at positiv (eller negativ) netto nåverdi kun genereres av driftsaktivitetene, mens finansaktivitetene forventes å generere null superprofitt. Som Penman skriver i sin lærebok, "Ignoring finance activities makes sense if you understand that a firm can't make money by issuing bonds at fair market value: these transactions are zero-NPV (and zero residual income)" (Penman, 2013, s.456). Visma selger ikke finansielle tjenester eller har bankvirksomhet som sin forretningsidè, derfor er det realistisk å forvente at all verdiskapning til investorene kommer fra salg av Visma sine produkter og tjenester.
- Regnskapet normaliseres (eliminert effekten av engangshendelser)
- Omgrupperingen gjør årene sammenlignbare og resulterer i to nye nøkkelbegreper: netto driftsrelatert kapital<sup>17</sup> (NDK på norsk, eller NOA på engelsk) og resultat fra driftsaktiviteter etter skatt (NOPLAT)
- Riktig mål på fri kontantstrøm kan effektivt kalkuleres ved hjelp av NOPLAT og endring i netto driftsrelatert kapital
- En god verdsettelse kan nå fokusere på de virkelige verdidriverne: Avkastning på netto investert driftskapital (RNOA) og salgsvekst.

---

<sup>17</sup> Netto driftsrelatert kapital representerer investorenes investerte kapital som finansierer driftsaktivitetene, uten å skille hvilken investor (egenkapital eller gjeld) som finansierer.

Oppsummering og de viktigste momentene fra omgrupperingsvedlegget:

### 31.12.2013 består netto driftsrelatert kapital av (i 1000 NOK):

Tabell 6:2 Netto driftsrelatert kapital

<u>Driftsrelaterte eiendeler:</u>	
Goodwill	3 986 940
Andre immaterielle eiendeler	1 262 612
Andre poster	1 513 691
<b>Totale driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>6 763 243</b>
<u>Driftsrelaterte forpliktelser:</u>	
<b>Totale driftsrelaterte forpliktelser</b>	<b>- 2 769 677</b>
<b>Netto driftsrelatert kapital (NDK)</b>	<b>3 993 566</b>

Tabell 6.2: Oppsummerer netto driftsrelatert kapital, beskrivelse av balanseposter i venstre kolonne, høyre kolonne tall i 1000 (egen tilvirkning).

Goodwill er den desidert største driftsrelaterte eiendelen som Visma har, og sammen med de øvrige immaterielle eiendelene utgjør de 77.6% av driftsrelaterte eiendeler. Alle investeringene i aksjer og andre selskaper er klassifisert som driftrelaterte.

### 31.12.2013 består netto finansielle forpliktelser av (i 1000 NOK):

Tabell 6:3 Netto finansielle forpliktelser

<u>Finansielle eiendeler:</u>	
Kontanter (100 % av Visma sine kontanter)	2 246 384
<b>Totale finansielle eiendeler</b>	<b>2 246 384</b>
<u>Finansielle forpliktelser:</u>	
Langsiktig rentebærende gjeld	4 217 757
Andre forpliktelser (andre finansielle lån, overtrekksfasilitet, kapitaliserte rentekostnader og påløpte renter)	65 387
<b>Totale finansielle forpliktelser</b>	<b>-4 283 144</b>
<b>Netto finansielle forpliktelser (NFF)</b>	<b>-2 036 760</b>

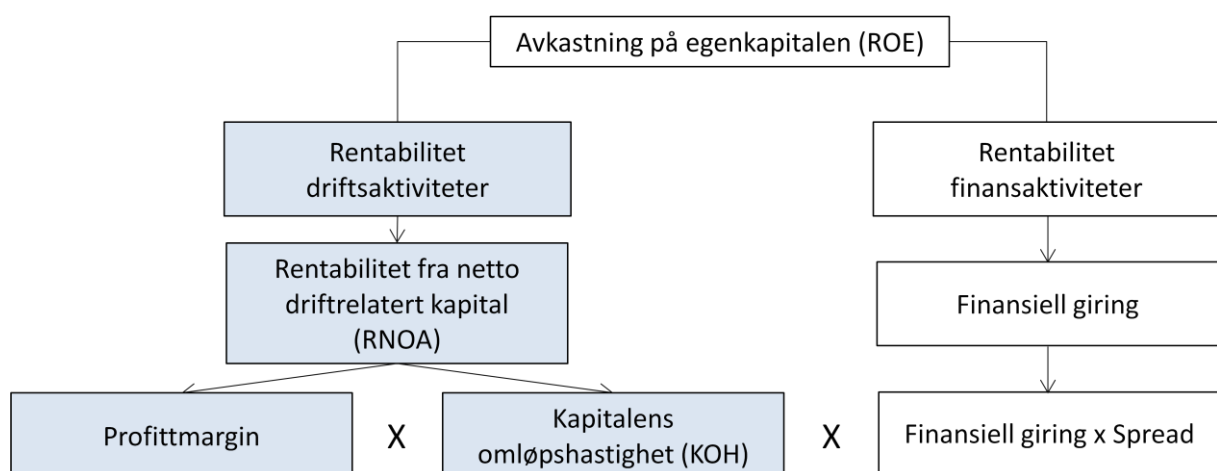
Tabell 6.3: oppsummerer netto finansielle forpliktelser, beskrivelse av balanseposter i venstre kolonne, høyre kolonne tall i 1000 (egen tilvirkning).

Langsiktig rentebærende gjeld er den største finansielle forpliktelsen, og det er forutsatt at kontantene er finansielle (dvs. i teorien kunne kontantene vært anvendt til å betale ned gjeld eller kjøpe eiendeler, uten å påvirke Visma sin evne til å drifte som normalt). Visma skylder altså kreditorer finansielle forpliktelser på ca 2 mrd NOK.

### 6.3 Rentabilitetsanalyse

For å analysere inputen til Penman sin driftsrelaterte superprofittmetode benyttes en modifisert Dupont- modell på det omgrupperte (normaliserte) regnskapet<sup>18</sup>. Dupont- modellen deler opp egenkapitalavkastningen i rentabilitet fra de to aktivitetene drift og finans. Hovedpoenget med analysen er å undersøke Visma sin underliggende verdiskapning fra driftsaktiviteter, med fokus på driverne som skal modelleres i de tre scenarioene. Verdidriverne er profittmargin (kostnader og inntekter) og kapitalens omløpshastighet (effektivitet), som til sammen utgjør avkastningen på netto driftsrelatert kapital (RNOA). Verdsettelsen og scenarioene vil fokusere på nettopp profittmargin og kapitalens omløpshastighet, og dermed RNOA. I de neste del-kapitlene studeres først rentabilitet fra driftsaktivitetene, deretter finansaktivitetene for å se på effekten av giring på ROE, dernest hvordan FCF har utviklet seg gjennom de tre eierperiodene, og avslutningsvis vil superprofittmetoden avsløre om Visma har blitt "slaktet eller frelst".

Figur 6:6 Dupont-modellen



Figur 6.6: illustrerer utdrag av Dupont-modellen for Penman sin superprofitt analyse (Penman, 2013 s 366).

**Definisjon: Profittmargin (driftsaktiviteter)**

I det omgrupperte regnskapet kalkulert som normalisert NOPLAT/salg.

**Definisjon: Kapitalens omløpshastighet**

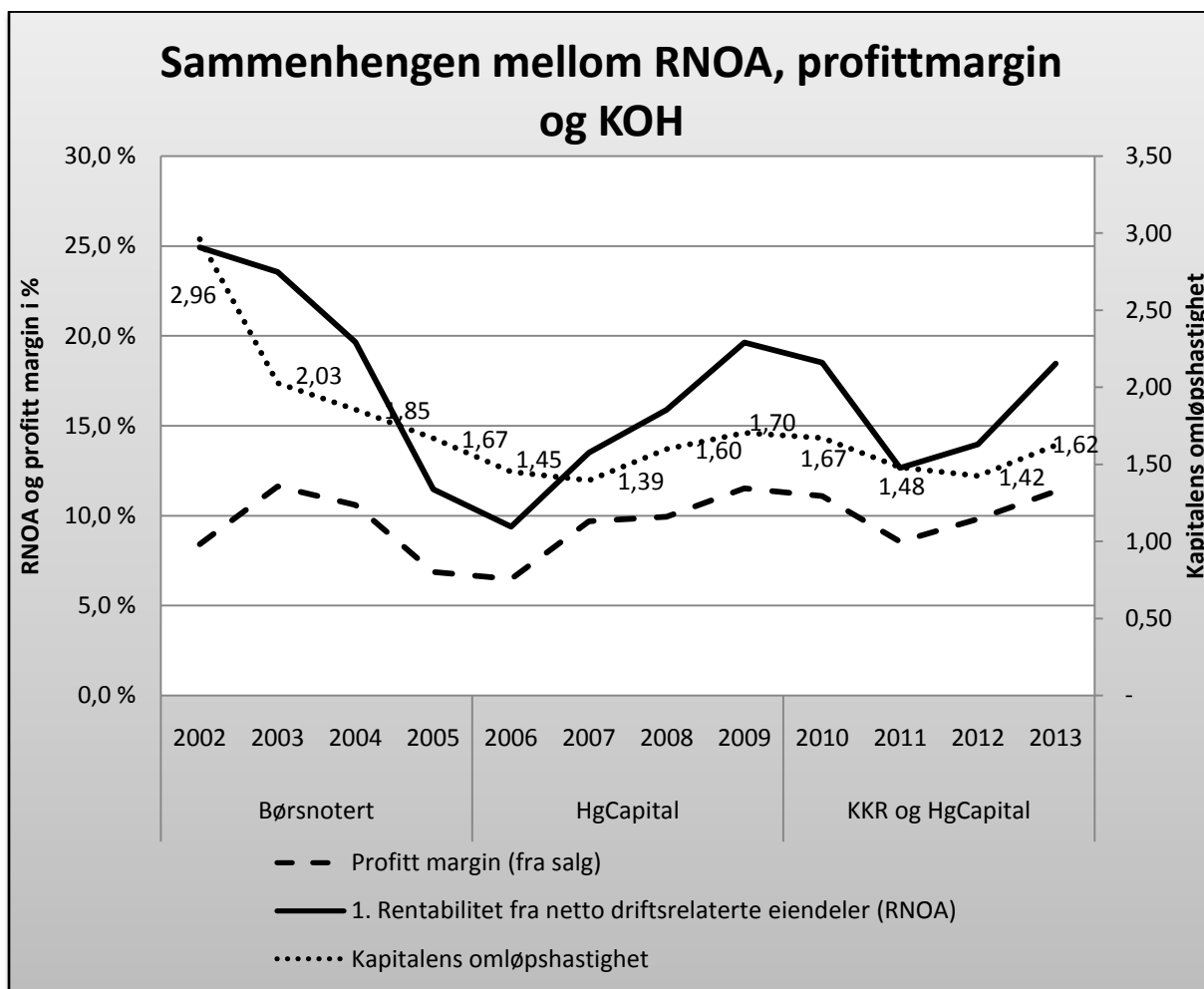
Viser selskapets evne til å generere salg ved hjelp av periodens driftsrelaterte kapital, finnes ved salgsinntekt/netto driftsrelatert kapital (NDK).

<sup>18</sup> NDK og bokført egenkapital er beregnet ved gjennomsnitt av IB og UB. Dette er anbefalt i slike tilfeller som Visma, hvor oppkjøp gjør at balansens innhold endres vesentlig i løpet av regnskapsperioden.



### 6.3.1 Driftsaktivitetenes rentabilitet

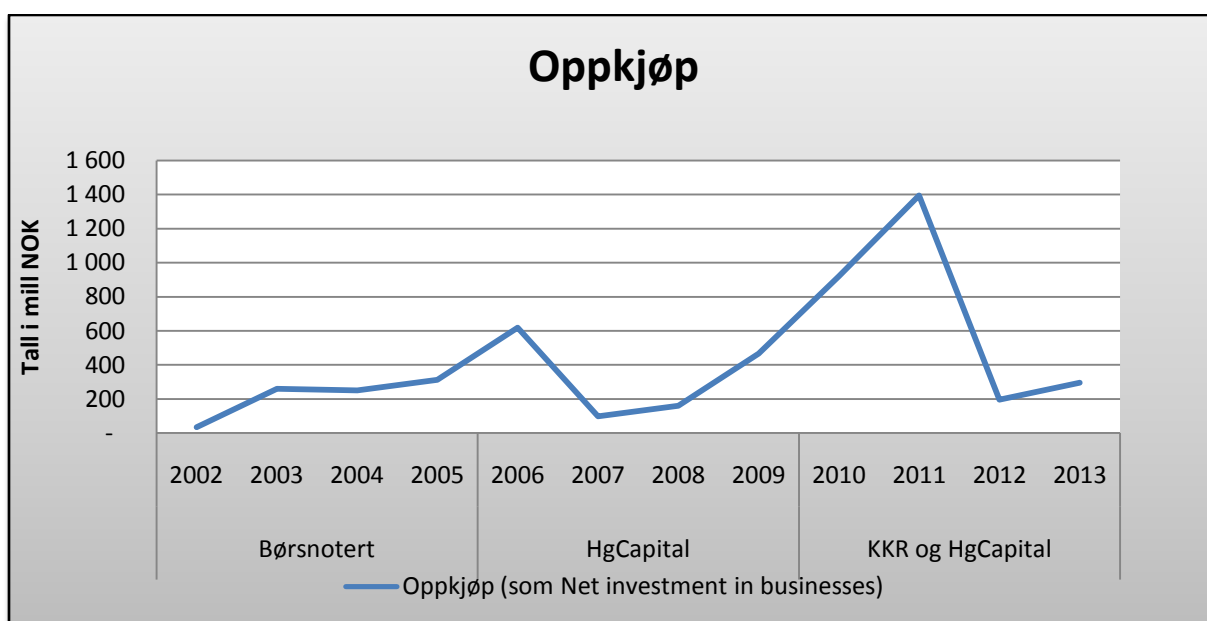
Figur 6:7 Driftsrentabilitet



Figur 6.7: venstre akse inneholder driftsrentabiliteten (RNOA) og profittmargin begge målt i prosent, høyre akse kapitalens omløpshastighet. 2002-13 oppdelt i eierskapsperioder. RNOA kalkuleres ved å multiplisere profittmargin med kapitalens omløpshastighet (basert på det omgrupperte og normaliserte resultatregnskapet til Visma).

Det er tre viktige momenter å poengtere; 1) hvordan driftsrentabiliteten gradvis svekket seg under den børsnoterte perioden, 2) to ekstraordinære fall i henholdsvis 2005-2006 og fra 2009-2011, grunnet større oppkjøp (figur 6.8), og 3) Visma under PE-periodene har synlig positiv utvikling i både profittmargin og kapitalens omløpshastighet, som til sammen gir et betydelig løft i driftsrentabiliteten for årene 2007-2009 og 2012-2013.

Figur 6:8 Oppkjøp



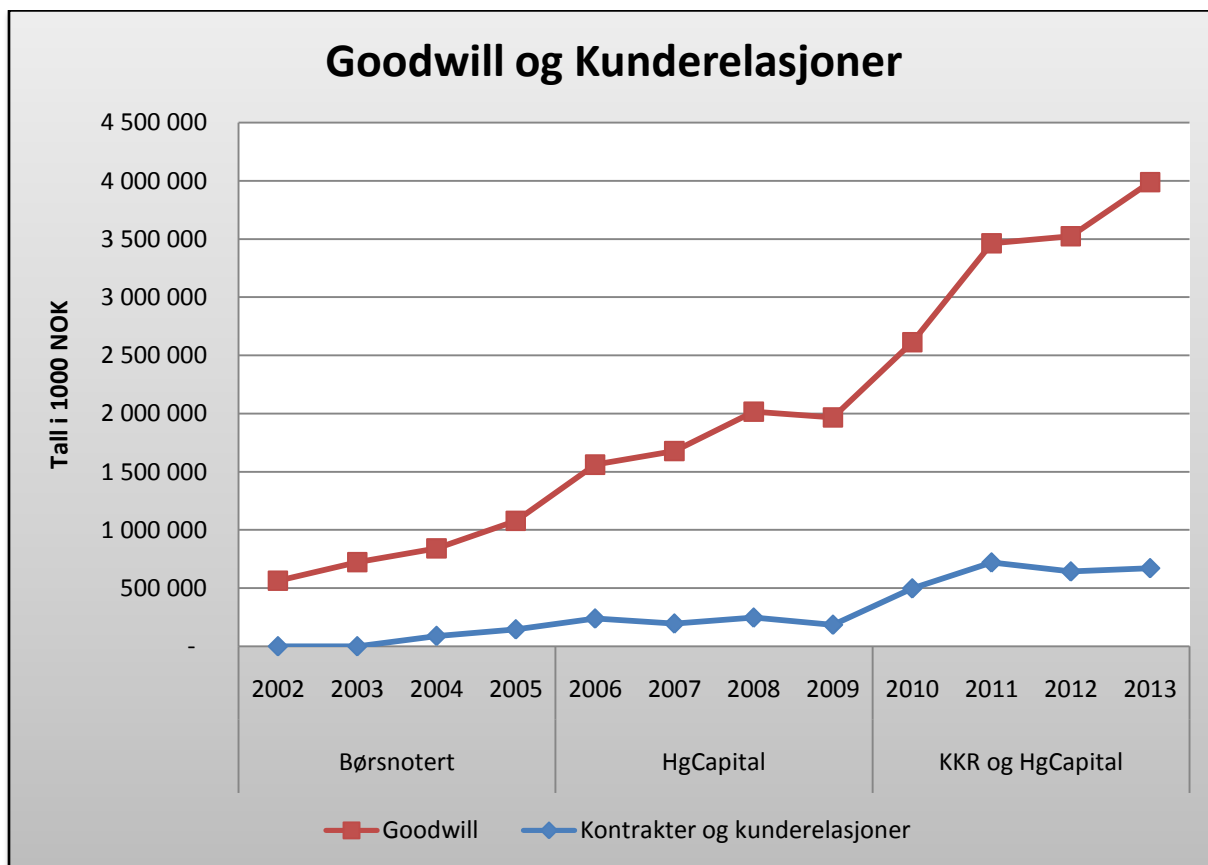
Figur 6.8: viser oppkjøpene til Visma i NOK mill pr år fra 2002 til 2013. Ved børsnotert periode har oppkjøpene vært i størrelsesorden 250-310 mill for årene 2003-2005, en betydelig økning målt mot året 2002. Da HgCapital var majoritetseiere ble store oppkjøp gjennomført, og ved inntreden av et enda større PE selskap, KKR, økte oppkjøpene ytterligere. Perioden sett under ett har to topper med oppkjøp, 2005-2006 og 2009-2011, med etterfølgende perioder med betydelig mindre oppkjøp, hhv. År 2007-2008 og 2012-2013 (egen tilvirkning basert på Visma årsrapporter).

Ved å studerer figur 6.7 og 6.8 samtidig, kan verdifull innsikt om driftsrentabiliteten belyses. Perioder med svært høye investeringer i PE-periodene er synlig som to topper (figur 6.8) og toppene sammenfaller med den ekstraordinære nedgangen i RNOA for årene 2005-2006 og 2009-2011. Det største presset på marginer (et fall på om lag 2-3 %) og kapitalens omløpshastighet oppstår altså i årene etter store oppkjøp, men deretter øker både profittmarginen og kapitalens omløpshastighet (som derfor øker rentabiliteten på NDK ved RNOA).

I motsetning til den børsnoterte perioden ser man i PE-periodene at Visma benytter en pause i oppkjøp for integrere og uthente synergieffekter, samt forbedre FCF (figur 6.10). Det å integrere et nytt selskap med annerledes produkter, strategier, prosedyrer og ansatte (og overflødige ansatte må gå), er noen grunner til at kostnadene og salget ikke utvikler seg som normalt i integreringsperioden. For Visma blir dette synlig på press på profittmarginen (figur 6.4).

Effekten på kapitalens omløpshastighet ved store oppkjøp oppstår fordi dette innebærer økning i spesielt goodwill og den immaterielle posten "kontrakter og kunderelasjoner", som er overtakelse av kunderelasjoner fra oppkjøpte selskap (figur 6.9). Disse to eiendelene er driftsrelaterte, slik at NDK øker som legger press på omløpshastigheten.

Figur 6:9 Goodwill og Kunderelasjoner

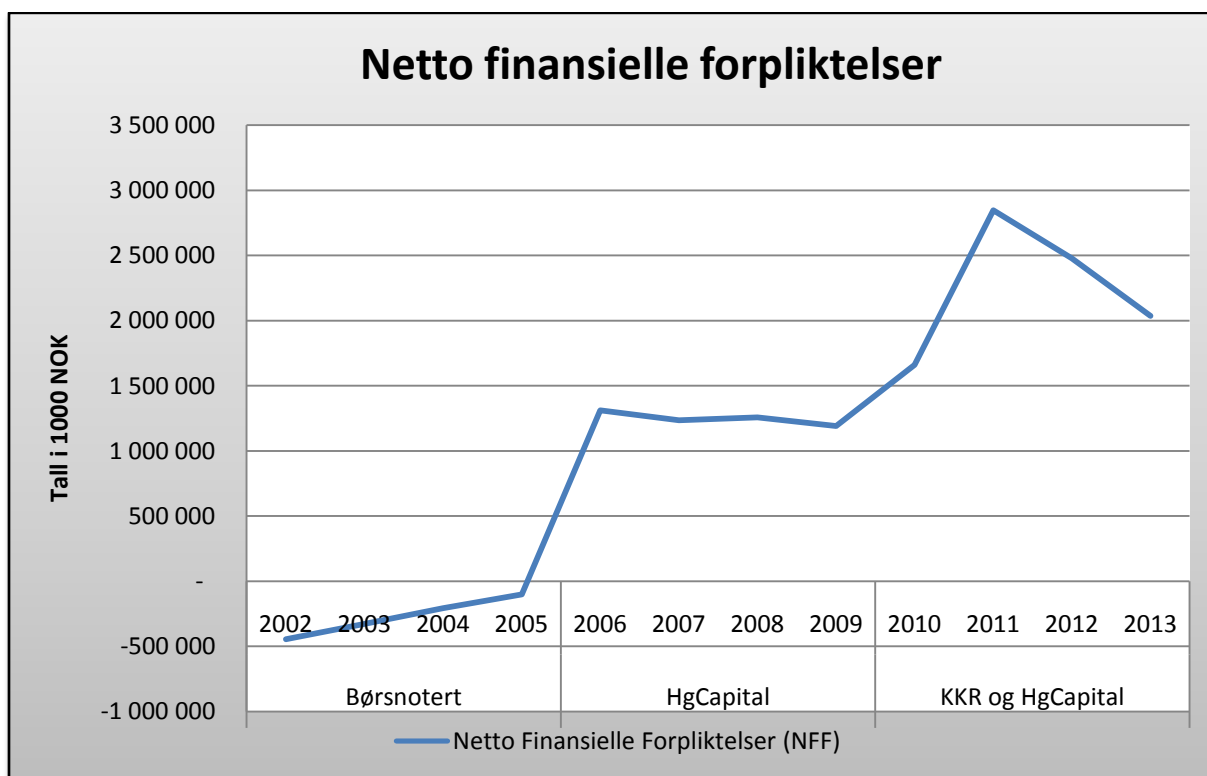


Figur 6.9: illustrerer utvikling av balanseposten goodwill og kontrakter og kunderelasjoner fra 2002-2013, inndelt i eierskapsperioder. Utvikling i disse to postene må sees i sammenheng med oppkjøp. I motsetning til goodwill så avskrives kunderelasjoner linjert over forventet levetid (Egen tilvirkning basert på Visma sine årsrapporter)

## 6.2.2 Finansaktivitetenes rentabilitet og effekt på ROE

Analyse av finansieringsaktivitetenes effekt på ROE er interessant for å svare på hvorvidt PE eierne har benyttet fremmedkapital på en lønnsom måte ved potensielt å gire opp egenkapitalavkastningen sin, jamfør beskrivelsen i kapittel 2.1: Private Equity eierskap. Grafen nedenfor viser utviklingen i netto finansielle forpliktelser (tilsvarende begrep for et ikke-omgruppert regnskap vil være netto rentebærende gjeld).

Figur 6:10 Netto finansielle forpliktelser

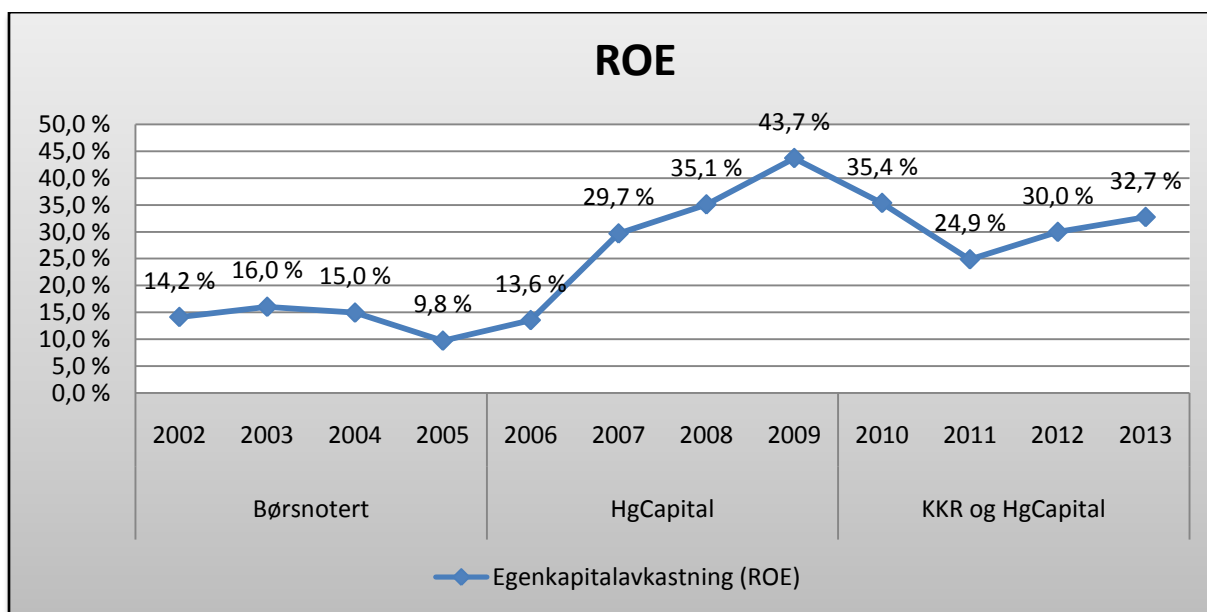


Figur 6.10: Netto finansielle forpliktelser (tilsvarende netto rentebærende gjeld), tidsperiode 2002-13 for ulike eierskap (egen tilvirkning).

De ulike eierskapsperiodene bærer synlig preg. Visma endrer kapitalstruktur ved skifte av eierskap til HgCapital, fra å være kun egenkapitalisert til å bli delvis fremmedkapitalisert. Ved inngang av KRR doubles netto finansielle forpliktelser (NFF). Den stadig økende NFF ved skifte av eierskap kan tyde på to ting, at nye PE-eiere tvinger ledelsen til å være mer fornuftige med økt forpliktelser (unngå sløsing med kapital), og ny kapital for oppkjøp til Buy-and-build strategien. Effektene av økt NFF på ROE er synliggjort i tabellen nedenfor

ROE har blitt kraftig forbedret etter PE eierne tok over (figur 6.11). Hvor mye av denne forbedringen som skyldes lønnsom finansiell giring og forbedret RNOA er beregnet i tabell 6.5 under.

Figur 6:11 ROE



Figur 6.11: viser utviklingen i ROE (%) for årene 2002-13, delt inn etter eierskap. ROE kalkuleres ved å legge sammen rentabilitet fra drift (RNOA) og finans, for 2013 blir dette 18.4 % + 14.3 % = 32.7 % (egen tilvirkning).

Tabell 6:4 Analyse av Lønnsomhet

Analyse av lønnsomhet	År	Finans-aktivitetenes rentabilitet	Finansiell giring	Spread		
				(RNOA-NBC)	NBC eller RNFA	RNOA
KKR og HgCapital	2013	14,3 %	1,314	10,9 %	7,6 %	18,5 %
	2012	16,0 %	1,934	8,3 %	5,7 %	14,0 %
	2011	12,2 %	1,844	6,6 %	6,0 %	12,7 %
	2010	16,8 %	1,332	12,6 %	5,9 %	18,5 %
HgCapital	2009	24,0 %	1,609	14,9 %	4,7 %	19,6 %
	2008	19,2 %	1,888	10,2 %	5,7 %	15,9 %
	2007	16,2 %	1,870	8,6 %	4,9 %	13,5 %
	2006	4,2 %	0,614	6,8 %	2,6 %	9,4 %
Børsnotert	2005	-1,7 %	-0,119	14,4 %	-3,0 %	11,5 %
	2004	-4,7 %	-0,229	20,5 %	-0,8 %	19,7 %
	2003	-7,5 %	-0,369	20,4 %	3,2 %	23,6 %
	2002	-10,8 %	-0,524	20,6 %	4,4 %	24,9 %

Tabell 6.4: Inneholder data for utregning av finansaktivitetenes rentabilitet. 2002-2013 delt inn i eierskapsperioder. Rentabiliteten kan uttrykkes som produktet av den finansielle giringen multiplisert med spread, eksempelvis for 2013 er dette 1,312 x 10.9 % = 14.3 % (tall er avrundet i tabellen). Kolonnen finansiell giring utregnes ved brøken NFF (eller netto finansielle eiendeler for årene 2002-05) delt på bokført egenkapital. Utviklingen i finansiell giring henger sammen med figur 6.7, dvs. den er negativ for børsnotert eierskap og positiv for årene under PE eierskapet.

**Børsnotert:** Da Visma var børsnotert hadde selskapet netto finansielle eiendeler isteden for gjeld, og tilhørende rentabilitet på disse kalles RNFA (return on net financial assets). For årene 2002 og 2003 hadde Visma positiv rentabilitet fra finansielle aktivitetene. Effekten av denne positive spreaden (RNOA - RNFA) reduserer likevel ROE. Forklaringen på dette er at noe av aksjonærenes egenkapital er investert i finansielle eiendeler som har lavere rentabilitet enn driftsaktivitetene. Resultatet er at ROE er lavere enn RNOA i den børsnoterte perioden (Penman, 2013, s.368). Årene 2004 og 2005 ender med negativ RNFA på grunn av mindre omklassifiseringer ved omgrupperingen.

**HgCapital:** Analysen endrer seg i det Visma pådrar seg NFF med tilhørende net borrowing cost (NBC). En positiv spread- prosent indikerer nå hvorvidt Visma sin anvendelse av fremmedkapital har en gunstig effekt på ROE, jo høyere spread, jo bedre (Penman, 2013, s.367). Av tabell 6.5 ser vi at HgCapital har forbedret spreaden sin gradvis, et resultat av både forbedret RNOA og relativt lave finanskostnader (NBC).

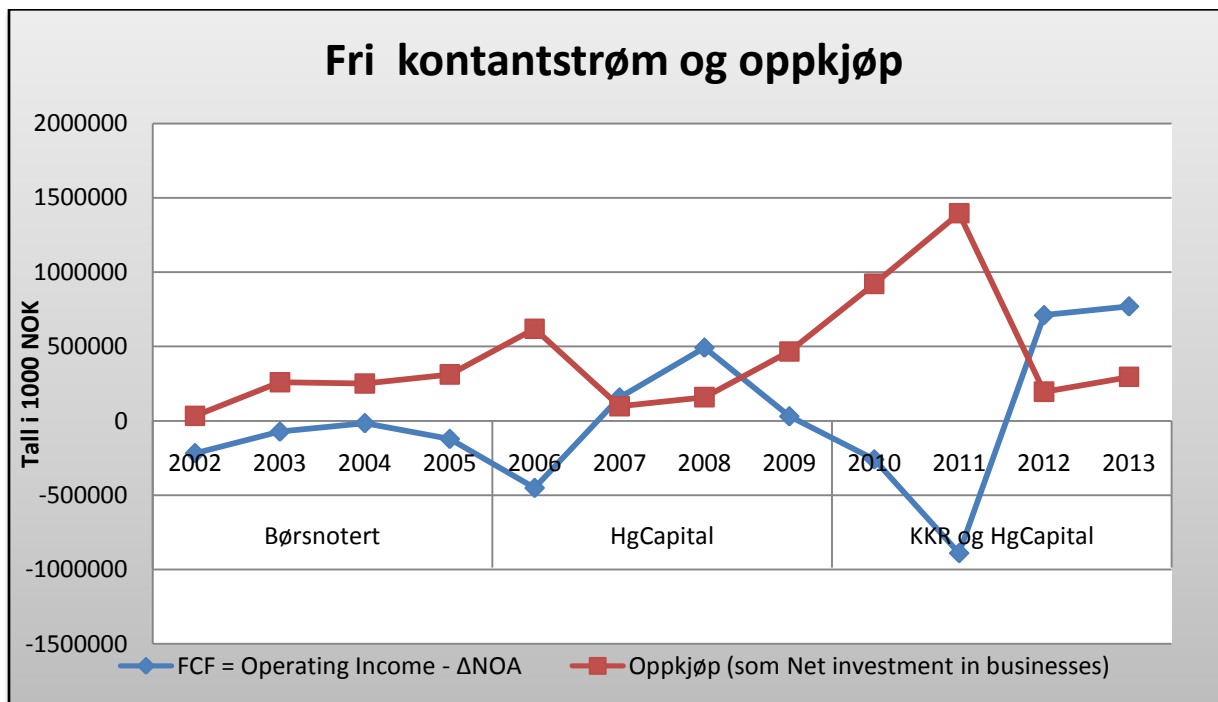
**KKR og HgCapital:** Ved KKR som majoritetseier har ROE utviklet seg negativt i årene 2010 og 2011, men deretter har både spreaden og ROE fått et løft i 2012 og 2013. Under denne perioden har også NBC vært litt høyere enn ved kun HgCapital sin periode, noe som henger sammen med høyere NFF.

Giring kan være risikabelt fordi negativ effekt oppstår i det driftsrentabiliteten (RNOA) ikke er god nok til å betjene netto finanskostnad (NBC), da forsterkes tapet for aksjonærene av den negative finansielle giringen. Dette er ikke tilfellet for Visma og det kan konkluderes med av PE eierne har anvendt fremmedkapital på en god måte, med tilstrekkelig spread som gjør risikoen for betjening av gjelden lav. PE-eierne fremstår fortsatt som en "frelser" etter rentabilitetsgjennomgangen.

## 6.4 Fri kontantstrøm

I denne oppgaven benyttes regnskapsbaserte resultater fra driftsaktivitetene som erstatning for selskapets kontantstrømmer (FCFF). Valget ble begrunnet i kapittel 3.5 Valg av metode for Visma, men som Penman skriver i sin lærebok, kan ikke analytikerene ignorere kontantstrømmene ved en verdsettelse selv om det primært er regnskapsbaserte tall som benyttes (Penman, 2013, s. 343). Kontantstrømmene er "blodet" i en bedrift og det vil oppstå store problemer hvis likviditeten ikke er god nok til å dekke fremtidige forpliktelser.

Figur 6:12 Fri kontantstrøm og Oppkjøp



Figur 6.12: Illustrerer sammenhengen mellom fri kontantstrøm og oppkjøp, for ulike eierskap i 2002-13 (Egen tilvirkning).

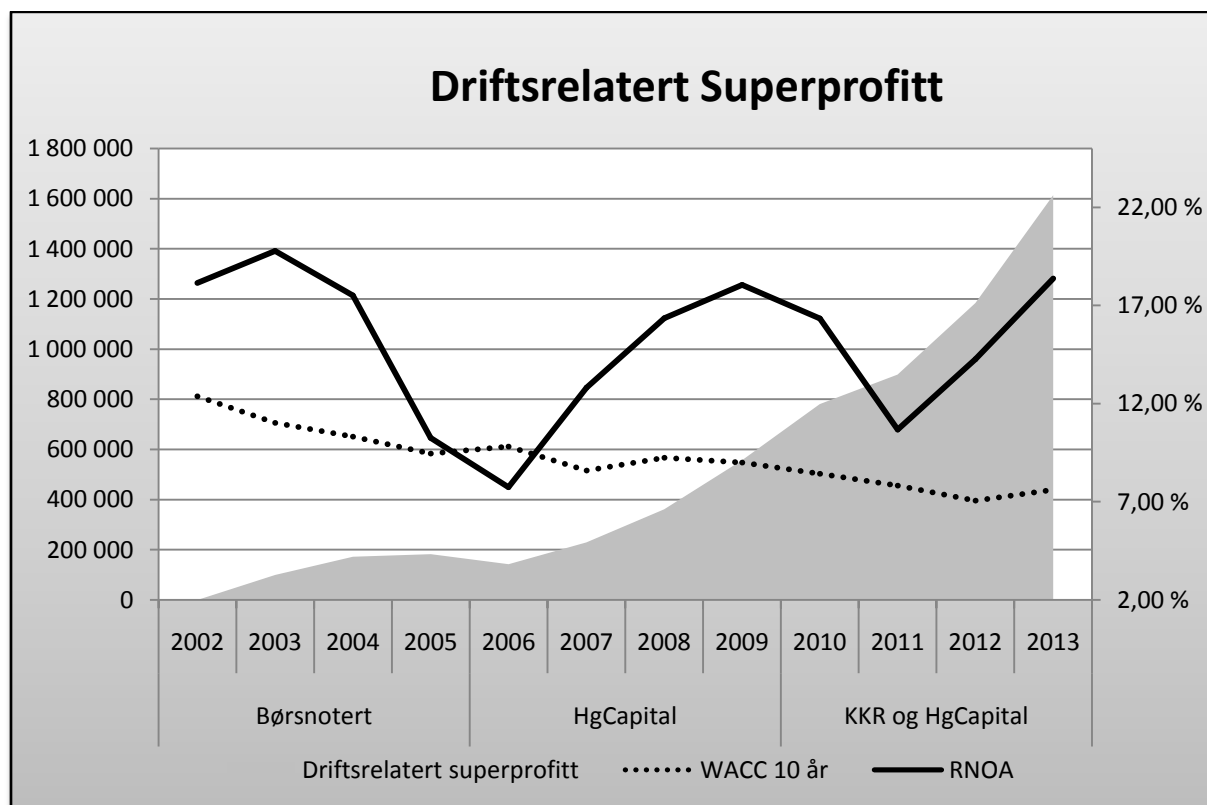
To ting å kommentere fra figur 6.12, 1) FCF sammenfaller med rentabilitetsanalysen, dvs. forbedring i regnskapsmessig rentabilitet fører til forbedret FCF, som sannsynliggjør kvaliteten ved prognostisering i kapittel 7 selv om den er basert på regnskapstall istedenfor FCF, 2) Visma fra 2012 har "pause" fra oppkjøp og generer positiv FCF som sannsynliggjør større oppkjøp i nær fremtid (2014-2016). Moan bekrefter selv i et intervju med DN "at det på ingen måte er slutt, og at krigskassen fortsatt er betydelig. Ekspansjonen vil imidlertid konsentreres om eksisterende markeder, påpeker han" (Ekeseth, 2014). I samme intervju poengterer Moan også at nåværende PE eiere ikke betaler utbytte til seg selv som derfor øker tilgjengelig FCF, "vi har eiere som ikke tar ut utbytte. At de har vært villige til å pløye all verdiskaping tilbake i bedriften er kanskje noe av nøkkelen til selskapets suksess." (Ekeseth, 2014).

## 6.5 Slakter eller frelser - Superprofittmetoden

Superprofitt egner seg ifølge forelesning i lønnsomhetsmåling fra NHH, svært godt som prestasjonsmål for verdiskapning av lønnsomdrift utover avkastningskravet, hvor det argumenteres for at internrentemetoden for eksempel ikke er ekvivalent med nåverdimaksimering (i motsetning til superprofitt). Sammenlignet med ordinær DCF er man dessuten er ikke garantert en positiv superprofitt selv om FCF gir positiv netto nåverdi (Gjesdal, 2012b, s.50-56). Dermed kan superprofittmetoden besvare spørsmålet "Har Visma blitt slaktet eller frelst av PE-eierne?"

Superprofittanalyse kan gjennomføres med forskjellig input for å tilpasse analysens formål. Eksempelvis kan analysen gjøres på aksjonærnivå ved bruk av årsresultat til aksjonærene sammen med egenkapitalkravet, eller på selskapsnivå med NOPLAT og WACC. Denne masteroppgaven ser på EV og dermed selskapets driftsrelaterte superprofitt, og baserer videre analysen på det normaliserte omgrupperte regnskapet slik at engangshendelser og finans ikke påvirker analysen. På denne måten kan vi undersøke de tre eierperiodenes effekt på Visma sin kjernedrift.

Figur 6:13 Driftsrelatert Superprofitt



Figur 6.13: Venstre akse måler akkumulert driftsrelatert superprofitt i NOK 1000, høyre akse måler RNOA og WACC i prosent. Driftsrelatert superprofitt kalkuleres ved  $RNOA - WACC * NDK_{t-1}$  fra det omgrupperte regnskapet (Penman, 2013, s.442,445). Historisk WACC er beregnet i tabell 8.6 vedlegg 8.1 CAPM og WACC.



**Børsnotertperiode:** Det observeres en fallende RNOA fra 2003-05. RNOA er lavere enn WACC kravet i 2006 og man observerer verdidestruksjon. Dermed ser man en svak akkumulert superprofitt som flater ut og faller mot 2006. En trolig forklaring kan være at konsernsjef Moan ikke hadde riktig styre og ledelse rundt seg til å utnytte mulighetene og fremtidspotensialet i ERP markedet.

**HgCapital:** HgCapital kommer inn som første PE eier i midten av 2006, dette fører til et umiddelbart tydelig trendskrifte i RNOA, som stiger under hele perioden. Med PE eierskapet kommer det endringer i styret og ledelsen og økt satsning på organisk vekst (figur 6.3). Lønnsom organisk vekst gir særdeles positiv superprofitt i perioden 2007-09, som øker fra 142 mNOK til 557 mNOK i 2009. HgCapital ser seg trolig fornøyd med de forbedrede driftsresultatene og selger sin majoritetsandel til KKR.

**KKR og HgCapital:** Med KKR som majoritetseier opplevde Visma en midlertidig forverring i lønnsomheten (RNOA) for 2010-11, men likevel positiv superprofitt som betyr at RNOA er over WACC. De siste to årene 2012-13 gir den høyeste veksten i superprofitt gjennom hele analyseperioden, hvor gapet mellom RNOA og WACC er på rekordhøye 10.8% ved utgangen av 2013. En slik utvikling kjennetegner et selskap som opplever svært lønnsom vekst. KKR sin satsning på oppkjøp gir tydelige resultater (figur 6.4). Superprofitt forbedrer seg fra 557 til 1.614 mNOK i denne perioden.

I et intervju med DN underbygger Moan funnene fra analysen:

"Konsernsjef Øystein Moan i Visma begynner å bli vant med store eierendringer, etter at selskapet ble tatt av børs i 2006, kjøpt opp av HgCapital og ledelsen, og siden av KKR i 2010. Det har også vært nøkkelen til Vismas enorme suksess, mener han. [...] Som børsnotert skifter man eiere hver dag, mens når man er som oss så skjer det en gang i blant, [...] de lange eierforholdene har gitt arbeidsro." (Ekeseth, 2014)

Et av hovedspørsmålene for utredningen som også ble stilt innledningsvis var: "Har Visma blitt slaktet eller frelst av PE-eierne?". Regnskapsanalysen resulterte i følgende funn; ingen indikasjon på en drastisk bruk av økt gjeld med den hensikt å hente ut verdier til eget PE selskap, heller ingen store salg av eiendeler som svekker konkurransevnen. Derimot antyder svarene at begge PE-perioder (sett mot børsperioden), har formet Visma til å bli større i omsetning ved en rekke lønnsomme oppkjøp som potensielt forbedrer konkurransevnen, og samtidig forbedret driftsmarginene. Resultatet har vært en ekstraordinær avkastning på drift (figur 6.12). PE- eierne har vært økonomiske frelsere!

## 6.6 Oppsummering regnskapsanalyse

De viktigste funn fra regnskapsanalysen oppsummeres her for i sitt respektive scenario.

### 1. Scenario 1: Base case – ”Buy & Build ”

Regnskapsanalysen viser hvordan Visma som organisasjon reagerer på oppkjøp, og kan derfor sannsynliggjøre modelleringen for fremtiden basert på hvordan Visma har prestert historisk. De historiske nøkkeltallene har bedret seg igjennom de ulike eierskapsperiodene og øker dermed sannsynligheten for fortsatt satsning på større oppkjøp og organisk vekst. Prognosen for fremtidig inntekt deles inn i to kategorier, organisk og oppkjøp. Større oppkjøp vil trolig gjennomføres i nær fremtid med en kontantbeholdning på 2.2mrd og positiv FCF (figur 6.11). Det modelleres større oppkjøp i 2014-16, og deretter reduserte oppkjøp (integreringsperiode) 2017-18 som observert i regnskapsanalysen.

### 2. Scenario 2: ”Tough competition”

Resultatmarginene er relativt høye i bransjen, noe som potensielt kan øke muligheten for tøffere konkurranse i markedet i fremtiden. Sett mot det spillteoretiske rammeverket er dette et tap-tap scenario, hvor enkelte av spillere kan satse på vekst ved å redusere prisene og dermed redusere marginene for alle på sikt. Med andre ord press på marginene.

### 3. Scenario 3: ”The bidding game”

Høye resultatmarginer for bransjen kan potensielt øke antall selskap som vil gjennomføre vekst via oppkjøp. Fordi oppkjøpskandidater er av interesse for flere konkurrenter, er budkrig sannsynlig. Flere konkurrenter kan ønske å kapre sin del av bransjekonsolideringen, og et oppkjøp av en cloud bedrift kan sette i gang en serie med oppkjøp fra konkurrenter som motreaksjon, som forhindrer at Visma kan gjennomføre en lønnsom oppkjøpsstrategi (Smith og Trigeorgis, 2004, s.354). Budkrig vil redusere synergieffektene, og dette synes i regnskapet som dårligere innhentning av RNOA etter oppkjøp. Økt betaling up-front gjør balansen tyngre ved økt goodwill, som igjen reduserer kapitalens omløpshastighet. Budkrig kan også vurderes som et tap-tap scenario<sup>19</sup> i et spillteoretisk rammeverk.

---

<sup>19</sup>Hvis det forutsettes budkrig gjennomgående for alle attraktive oppkjøpskandidater vil spillerne by hverandres priser oppover. Spillere taper sine synergieffekter ved å betale en høyere oppkjøpspremie, slik at de eneste vinner er selgerne (bransje-exit). Således vil en tap-tap situasjon oppstå blant gjenværende spillere, noen fikk ikke kjøpt opp selskapet, andre betalte for mye.

Tabell 6:5 Nøkkelord for Scenario - Regnskap

Key takeaways – Nøkkelord for de ulike scenario		
Scenario 1 "Buy and Build"	Scenario 2 "Tough Competition"	Scenario 3 "The Bidding Game"
<p>Inntektsveksten deles inn i to kategorier, organisk og oppkjøp (for alle scenario).</p> <p>Videre satsning på oppkjøp- og organisk vekst som tidligere gjennomført.</p> <p>Et fall i profittmargin på om lag 2-3 % etter større oppkjøp, deretter innhenting</p>	<p>Redusert resultatmarginer</p>	<p>Budpremie på attraktive oppkjøpskandidater øker goodwill i balansen</p>
<p>Kjøpsmuligheter og ekstraordinær organiskvekst i cloud segmentet.</p>	<p>Cloud segmentet utsatt for priskrig.</p>	<p>Potensiell budkrig på ettertraktede selskap, spesielt innenfor cloud.</p>

Tabell 6.5: oppsummere funn mot ulike scenario. Øvre del fra regnskapsanalysen, nedre del fra strategisk analyse (egen tilvirkning).



## 7.0 Prognose

Prognose er en essensiell del av verdsettelsen. I denne masteroppgaven skal prognosen med sine nøkkeltall og resultater, være i samsvar med beskrivelsen av utredningens tre scenario. Funnene som er oppsummert i tabell 6.6 vil bli integrert i 3 ulike prognoser hvor hovedscenarioet "Buy and Build" blir presentert i detalj. Scenarioene "Tough Competition" og "The Bidding Game" modelleres med utgangspunkt i "Buy and Build" hvor konkrete justeringer er inkludert i vedlegg (7.2 og 7.3). Hovedtrekkene for eventuelle justering for scenario 2 og 3 presenteres fortløpende i tabell som avslutning i hvert enkelt avsnitt. Til slutt presenteres estimat av nøkkeltall for scenarioene samlet.

### 7.1 Prognostisering av fremtiden

#### 7.1.1 Resultatregnskapet

##### Inntektsvekst

Tabell 7:1 Inntektsvekst

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salgsvekst organisk	8,4 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %
Salgsvekst oppkjøp	3,8 %	15,5 %	27,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %

Tabell 7.1: Inntektsvekst for Buy and Build scenario, oppdelt i organisk og oppkjøp, 2013 er faktiske tall, 2014-18 estimat (egen tilvirkning).

**Organisk:** Visma opplevde å ha utdaterte produkt og fikk en sterk reduksjon i organiskvekst 2011 og 2012 grunnet store endringer innenfor ulike cloud lanseringer fra konkurrenter. Visma lanserte selv Cloud i 2012 og organiskvekst havnet på 8.4% i 2013, over snittet for 2002-13 på 6.9%. Basert på den enorme forventede utviklingen i cloud SMB (McKinsey and Company, 2011) vil trolig veksten være over 12 år snittet. I prognosen estimeres organisk vekst på 8.5 % for 2014-15, mens en avtakende veksttakt forventes fra 2016 grunnet høyere omsetning og mer konkurranse.

**Oppkjøp:** Større oppkjøp er forventet å finne sted i årene 2014 og 2015 (se vedlegg 7.4). For år 2014 konsolideres de to selskapene ReadSoft AB og FormPipe AB (se figur 5.4 rute 2) inn i proforma regnskapet. Totale inntekter for ReadSoft og Formpipe 2013 var 945 mill NOK, og en vekst på 15.5% tilsvarer et omsetningstilskudd på om lag 1 mrd NOK. For 2015 modelleres oppkjøp av Proact AB, et større selskap som rapporterte rundt 2 mrd i omsetning for 2013. Tilskuddet på topplinjen i 2015 er på 27 %, noe som tilsvarer 2,2 mrd NOK. For årene 2016-17 forventes det betydelig mindre oppkjøp.

**Steady State:** et selskap kan ikke forventes å vokse mer enn den generelle økonomien, derfor settes topplinje veksten i steady state året 2018 til konservative 5 % organisk (IMF, 2014), fordelt på 4 % organisk og 1 % oppkjøp.

Tabell 7:2 Nøkkelord Inntekt

<b>Key Takeaways fra Ulike Scenario</b>			
	<b>Scenario 1 - Buy and build</b>	<b>Scenario 2 - Tough Competition</b>	<b>Scenario 3 - The Bidding Game</b>
Organisk vekst	Fra dagens nivå fallende til generell økonomisk utvikling	Reduseres gradvis fra dagens nivå, hvor priskrig får full utslag fra 2016	Ingen endring
Oppkjøp vekst	Store oppkjøp 2014-15	Ingen endring	Ingen endring
Steady state	IMF anslag for generell økonomisk utvikling	Lavere vekst	Ingen endring

Tabell 7.2: Key takeaways fra ulike scenario. Sammenligner scenarioene mot scenario 1 (base case). Inntekter oppdelt i organisk, oppkjøp og steady state. Hovedtrekkene for justering av input oppsummeres i tabell, bakgrunn for eventuelle justeringer i scenario 2 og 3 blir gjennomgått i vedlegg 7.2 og 7.3 (egen tilvirkning).

## Driftskostnader

Tabell 7:3 Driftskostnader

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salg og distribusjonskostnader	14,4 %	16,0 %	17,0 %	16,5 %	15,0 %	14,3 %
Lønn og personalkostnader	51,4 %	52,5 %	53,0 %	53,0 %	51,8 %	51,6%
Avskrivning og amortisering	5,8 %	5,9 %	5,9 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Andre driftskostnader	13,7 %	13,7 %	13,5 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>85,2 %</b>	<b>88,10 %</b>	<b>89,40 %</b>	<b>88,60 %</b>	<b>85,40 %</b>	<b>84,50 %</b>

Tabell 7.3: Driftskostnader for Buy and Build scenario, beskrivelse i venstre kolonne, 2013 er faktiske tall, 2014-18 estimat (egen tilvirkning).

Figur 6.4 i kapittel 6 avbildet driftskostnadene i % av salget. Figuren viser at årene 2010-11 med store oppkjøp resulterte i en midlertidig økning i driftskostnadene, spesielt lønnskostnadene og salg og distribusjon var sensitive. Tilsvarende effekt modelleres for oppkjøpene i 2014-2015 og for 2016 som er året etter de store kjøpene.

Salg og distribusjon øker fra 14.4% i 2013 til 16% og 17% i 2014 og 2015, for dernest å gradvis redusere seg til 14.3 % i 2018, som er i linje med snittet for HgCapital (14.2%) og KKR & HgCapital (14.3%).

Lønnskostnadene øker fra 51.4 % i 2013 til et høyere nivå for 2014-16, dernest med en merkbar reduksjon tilbake mot 51.6% for 2018 tilsvarende gjennomsnitt for KKR perioden.

Gjennomsnittlig avskrivninger i % av salg har vært relativt konstant for de ulike eierskapsperiodene mellom 4.5% og 5.6%. Årene med store oppkjøp vil trolig drive opp avskrivningene på grunn av økt kontrakter og kunderelasjonspost i balansen, og deretter falle mot KKR og HgCapital snittet på 5.6%

Andre driftskostnader er svært lite sensitiv for oppkjøp og viser gjennom hele perioden 2002-13 på figur 6.4 en jevn reduksjon, denne trenden fremskrives og flates ut til 13% i 2018.

Tabell 7:4 Nøkkelord Driftskostnader

Key Takeaways fra Ulike Scenario			
	Scenario 1 Buy and build	Scenario 2 Tough Competition	Scenario 3 The Bidding Game
Salg og distribusjonskostnader	Økning ved oppkjøp 2014-15, deretter fallende til snittet for de to PE eierperiodene	EBITDA, EBIT og Profittmargin faller mot bransjesnittet (figur 6.4), høyere kostnader fordeles	Ingen endring
Lønn og personal-kostnader	Økning ved oppkjøp 2014-15, deretter fallende til snittet for KKR perioden	Høyere	Ingen endring
Avskrivning og amortisering	Mindre økning ved oppkjøp 2014-15, deretter fallende til snittet for de to PE eierperiodene	Høyere	Ingen endring
Andre driftskostnader	Fallende, stabilt nivå fra 2018	Høyere	Ingen endring

Tabell 7.4: Sammenligner ulike scenario mot Scenario 1 (base case). Driftskostnader oppdelt i venstre kolonne. Hovedtrekkene for justering av input oppsummeres i tabell, bakgrunn for eventuelle justeringer i scenario 2 og 3 blir gjennomgått i vedlegg 7.2 og 7.3 (egen tilvirkning).

## Skatt og resultat fra tilknyttet selskap

Tabell 7:5 Skatt og resultat fra tilknyttet selskap

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Skattesats	28 %	27 %	27 %	27 %	27 %	27 %
Resultat fra tilknyttet selskap	5393	5000	5200	5500	5500	6000

Tabell 7.5: Skatt og resultat fra tilknyttet selskap, likt for alle tre scenario, beskrivelse i venstre kolonne, 2013 er faktiske tall, 2014-18 estimat (egen tilvirkning).

Ingen justeringer i bedriftsskattesatsen utover norsk sats på 27 %. Resultat fra tilknyttet selskap kommer fra SuperInvest AS. Posten er av svært liten betydning, posten utvikler seg fra 5000 til 6000.

## 7.1.2 Balansen

Tabell 7:6 Balansen

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>						
Goodwill	3 986 940	4 861 940	5 401 940	5 501 940	5 601 940	5 651 940
+ overført fra oppkjøp		875 000	540 000	100 000	100 000	50 000
Andre immatrielle eiendeler	591 285	1 431 285	1 771 285	1 821 285	1 871 285	1 896 285
+ overført fra oppkjøp		840 000	340 000	50 000	50 000	25 000
Kontrakter og kunderelasjoner	9,8	9,8	9,8	12	14	15
Kundefordringer	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
<b>Driftsrelaterte forpliktelser</b>						
Leverandørgjeld	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2
Uopptjent inntekt	7,7	7,70	7,50	7,40	7,30	7,20
Andre kortsiktige forpliktelser	10,8	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
Annen netto driftskapital	8,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %

Tabell 7.6: Inneholder input for å modellere NDK for Buy and Build scenario. Venstre kolonne beskriver balanseposter, Goodwill og andre immaterielle eiendeler er beskrevet i NOK 1000 med det beløpet som blir stående i balansen. De øvrige postene er forholdstall modellert som salg/omløpshastighet, med unntak av annen netto driftskapital som er i prosent av salg, 2013 er faktiske tall, 2014-18 er estimat (egen tilvirkning).

### Eiendelssiden

Goodwill og andre immaterielle eiendeler de viktigste balansepostene. Oppkjøpene av ReadSoft AB og FormPipe AB i 2014 øker goodwill med 875 mill NOK, og 840 mill NOK tillagt andre immaterielle eiendeler. Oppkjøpet av Proact AB i 2015 øker goodwill med 540 mill NOK og fører til en økning i andre immaterielle eiendeler på 340 mill NOK. Fra 2016 antas en "hvileperiode" ved kun mindre oppkjøp som tidligere erfaring viser (figur 6.11).

Kontrakter og kunderelasjoner avskrives lineært over 4-7år (Visma årsrapport, 2013 s 60) dermed økes forholdstallet mot slutten av perioden, grunnet mindre oppkjøp. Omløpshastigheten går fra 2013 nivå til 12 års gjennomsnitt (vedlegg 7.1).

Kundefordringer har vist et stabilt forhold på rundt 7.4 for de to siste eierperiodene, noe som innebærer at denne balanseposten vil øke i takt med salget.

### Gjeldssiden

Leverandørgjelden antas å vokse saktere enn salgsinntektene grunnet Visma sin interne produktutvikling, deriblant Cloud utvikling, som reduserer behov av leverandører. Et konservativt anslag er å benytte forholdstallet fra 2013.



Vedlegg 7.1 Historiske forholdstall viser en synkende omløpshastighet for uopptjent inntekt, som betyr stadig mer uopptjent inntekt i balansen. GLA divisjonen signerte i 2013 en rekordstor 10-årskontrakt med norske offentlige skoler (årsrapport 2013, s 6), som gir økning i balanseført uopptjent inntekt. Det forventes at GLA divisjonen skal vokse videre innen offentlige tjenester som dermed underbygger lavere omløpshastighet mål mot salg. Siden det er totalt salg som benyttes vil et konservativt anslag være å videreføre 2013 nivå, da de øvrige segmentene ikke kan forventes å gi samme effekt på opptjent inntekt.

Andre kortsiktige forpliktelser har vist en stabil forhold i KKR perioden med et gjennomsnitt på 11,5, dette antas å fortsette i årene som kommer.

#### **Annen netto driftskapital (både eiendeler og gjeld)**

Annen netto driftskapital er en samlepost for alle driftsrelaterte eiendeler og forpliktelser utover de største og mest betydningsfulle balansepostene som påvirkes av Visma sin buy-and-build strategi. I modelleringen våres har denne vært noe variabel. For KKR perioden har intervallet vært mellom 4-8.5%, med et snitt på 6.4%. Posten følger ikke en konkret trend, derfor benyttes 6.4%.

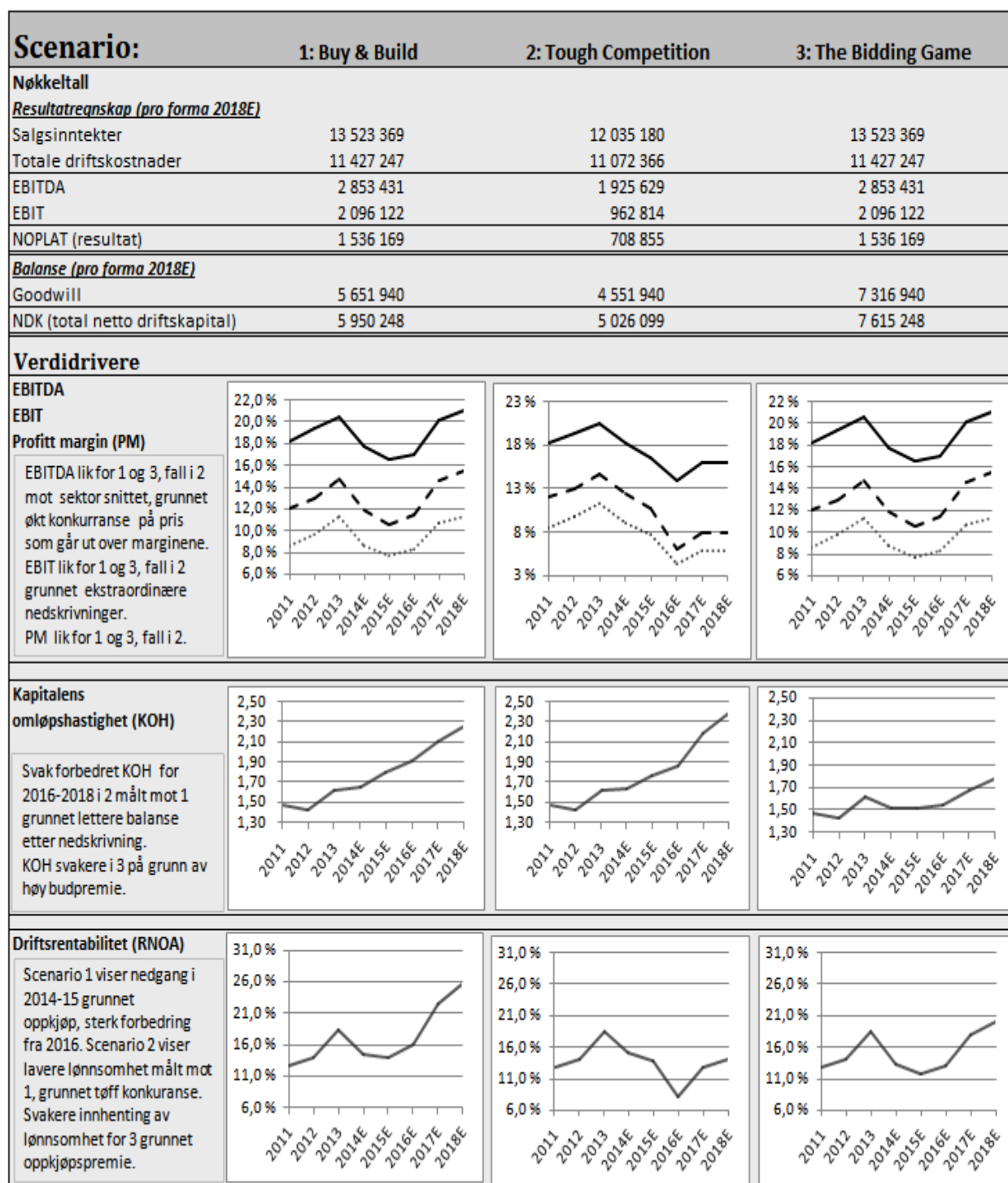
Tabell 7:7 Nøkkelord oppsummert

<b>Key Takeaways fra Ulike Scenario</b>			
	Scenario 1 - Buy and Build	Scenario 2 - Tough Competition	Scenario 3 - The Bidding Game
<b>Eiendelssiden</b>			
Goodwill	Øker med oppkjøp 2014-15	Ekstraordinær nedskrivning av goodwill i 2016-17 på grunn av dårligere utvikling enn forventet	Økning i budpremie på de modellerte oppkjøp (vedlegg 7.3) øker goodwill.
Andre immaterielle eiendeler	Øker med oppkjøp 2014-15	Ingen endring	Ingen endring
Kontrakter og kunderelasjoner	Omløpshastighet beveger seg fra 2013 nivå til 12 års snitt	Ingen endring	Ingen endring
Kundefordringer	Stabilt nivå basert på PE-periodene	Ingen endring	Ingen endring
<b>Gjeldssiden</b>			
Leverandørgjeld	Historisk utvikling viser mindre behov for leverandørgjeld, benytter konservativt forholdstall fra 2013	Ingen endring	Ingen endring
Uopptjent inntekt	Viderefører 2013 nivå, konservativt estimat	Ingen endring	Ingen endring
Andre kortsiktige forpliktelser	Stabilt forhold i KKR perioden, gjennomsnitt benyttes	Ingen endring	Ingen endring
<b>Annen netto driftskapital (både eiendeler og gjeld)</b>			
Annen netto driftskapital	Ingen spesiell trend, snitt for KKR perioden benyttes	Ingen endring	Ingen endring

Tabell 7.7: Sammenligner ulike scenario mot Scenario 1 (base case). Balanse oppdelt i eiendeler, gjeld og annen netto driftskapital, beskrivelse av post i venstre kolonne. Hovedtrekkene for justering av input oppsummeres i tabell, for bakgrunn av eventuelle justeringer i scenario 2 og 3 se vedlegg 7.2 og 7.3 (egen tilvirkning).

## 7.2 Estimat av Nøkkeltall for Verdidrivere i Ulike Scenario.

Figur 7:1 Scenarioprognoser



Figur 7.1: Oppsummerer nøkkeltall for utredningens verdidrivere i de 3 scenario. Topplinje beskriver hvilket scenario, venstre kolonne er nøkkeltall med eventuell kort beskrivelse. Periode 2011-13 er faktiske regnskapstall, 2014-18 er estimat (Egen tilvirkning).

## Scenario 1: Base Case - Buy and Build

Scenario 1 generer salgsinntekter på rundt 13,5 mrd i 2018, med totale driftskostnader på 11,5 mrd. EBITDA på 2,8 mrd og EBIT på 2,1 mrd. Normalisert resultat etter skatt er estimert til ca 1,5 mrd. Det viktigste fra balansen er en goodwillpost på 5,6 mrd og en total netto driftsrelatert kapital på 5,9 mrd. EBITDA, EBIT og PM- margin reduseres for årene 2014-16 på grunn av oppkjøpene. Denne reaksjonen er i tråd med funnene fra regnskapsanalysen, og fallet i PM er på 2-3 %, før marginene justeres tilbake til normalt nivå. KOH reagerer mindre på oppkjøpene enn de har gjort under den historiske perioden, grunnet mindre oppkjøp i forhold til økningen i salgsinntekt. Driftsrentabiliteten utvikler seg som forventet, med en forverring i årene 2014-2016, før realisasjon av synergier fører til sterk forbedring fra 2017-18.

### 1. Scenario 2: Tough Competition

Scenario 2 generer 12 mrd i salgsinntekt, noe som er ca 1,5 mrd lavere enn scenario 1 på grunn av lavere priser på solgte produkter. Noe økning i salg kan forekomme på grunn av høyere etterspørsel etter billigere produkter, men nettoeffekten forventes å være lavere salgsinntekt. Totale driftskostnader øker i forhold til salg sammenlignet mot scenario 1. Effekten er dårligere lønnsomhet med EBITDA på 1,9 mrd og en EBIT på 0,9 mrd. Normalisert resultat etter skatt er om lag 0,7 mrd. KOH utvikler seg omtrent som scenario 1 frem til ekstraordinære nedskrivninger i 2016-17 på grunn av dårligere enn forventet markedsutvikling. Nedskrivningene letter NDK for omtrent 1 mrd målt mot scenario 1, som gir et løft i effektiviteten i 2016-17. Driftsrentabiliteten er likevel kraftig forverret sammenlignet med scenario 1, med RNOA på 14,0 % i 2018 vs 25.6% for scenario 1.

### 2. Scenario 3: The Bidding Game

Scenario 3 genererer identisk salgsinntekt, driftskostnader, EBITDA, EBIT og normalisert resultat etter skatt som scenario 1. Goodwill posten øker med ca 1,6 mrd grunn av høyere betalt premie for samtlige oppkjøp fra 2014-2018. Økningen på 1,6 mrd øker også NDK tilsvarende. Med høyere NDK blir utviklingen i KOH betydelig svakere enn scenario 1. Driftsrentabiliteten utvikler seg negativt for årene med oppkjøp som i scenario 1, men siden deler av synergieffektene nå har gått tapt ved høyere betalt budpremie og RNOA i 2018 forverres til 20.1% mot 25.6% for scenario 1.

## 8.0 WACC og Bransjetall

Kapittelet tar først for seg diskonteringskrav for verdsettelsen med en kortfattet versjon av historien bak formlene og funnene, se vedlegg 8.1 CAPM for utdypende drøftelse av input. Visma sine resultatprestasjoner bør i enkelte tilfeller kalibreres, eksempelvis for å modellere lønnsomhet mot et bransjesnitt. Bransjetall basert på tilsvarende selskap kan gi innsikt for egnede kalibreringspunkt.

### 8.1 Diskonteringskrav

Diskonteringskravet er hva en investor bør forvente av fremtidig avkastning på totalkapitalen, også kalt totalkapitalkostnad, avkastningskrav, som inkluderer både egen- og fremmedkapital i selskapet. Totalkapitalkostnaden har lenge vært benyttet uten en spesiell definisjon men ble anerkjent via og fortsatt aktuelle artikkelen "The Cost of Capital" til Modigliani og Miller (1958). Hensikten er å ta hensyn til faktorer som forventet risiko (risiko defineres i vedlegg 8.1 CAPM) til selskapet, skattekonsekvensen for investor og likviditet i aksjen. Størrelsen til diskonteringskravet vil i stor grad påvirke verdien til selskapet, som vi vil se nærmere på i under 9 Evaluering. Som Brealey, Myers & Allan (2013) forklarer det skal diskonteringsfaktoren tilsvare den høyeste alternative investering med tilsvarende risiko. Gjesdahl og Johnsen (1999) definerer avkastningskravet som avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å tiltrekke kapital til selskapet samt unngå fiendtlig oppkjøp. Videre taler Gjesdahl og Johnsen (1999) for at avkastningskravet er ingen eksakt vitenskap med kvalifisert gjetning basert på god teori og fornuftig skjønn.

Totalkapitalkostnaden kan benyttes på ulike områder som å evaluere investeringen ved diskontere fremtidige kontantstrømmer i en DCF-model til dagens verdi, evaluere lønnsomheten med EVA-modellen, Marked value added modellen eller Superprofitt metoden. Markedspraksisen er noe ulik for hvilken input man benytter i modellen. Undersøkelser gjort av Bruner et al. (1998) ved 27 anerkjente bedrifter i USA viser at Weighted Average Cost of Capital (WACC) er den dominerende modellen for DCF-analyser og at 81% benytter CAPM som cost of equity. Fordeler med den teoretiske modellen WACC er dens uavhengighet til kapitalstruktur, som varierer fra selskap til selskap.

Denne utredning har noen spesielle hensyn å ta. Vi benytter to teoretiske modeller som er WACC og CAPM som begge er utarbeidet for noterte aksjer. Visma er unotert og vanskeliggjør flere input faktorer i de to modellene. WACC benytter seg av markedsverdier. CAPM benytter det noterte aksjemarkedet som mål for risiko. Videre vil fremtidige endring i kapitalstrukturen påvirke WACC, høyere andel gjeld bør føre til en reduksjon i WACC opp til et visst punkt for deretter å øke WACC når konkurrisiko øker, som betales ved høyere lånerente på nye lån (Damodaran 2012, s 404).

### 8.1.1 Totalkapitalkostnad – WACC

Et selskap kan i utgangspunktet innhente kapital fra tre kilder, egenkapital, gjeld og preferanseaksjer. Visma har ingen preferanseaksjer dermed faller siste ledd av følgende formel bort. Denne utredningen baserer seg på EV, hvor man både må ta hensyn til Egen- og fremmedkapital i WACC.

$$WACC = \frac{E}{E+G+PS} * K_e + \frac{G}{E+G+PS} * K_g(1 - s) + \frac{PS}{E+G+PS} * K_{ps}$$

Hvorav

E = Egenkapital

G = Gjeld

$K_e$  = Egenkapitalkostnad (CAPM)

$K_g$  = Gjeldskostnad

S = Skattekostnad

$K_{ps}$  = Preferanseaksjer

Modellen produserer et vektet snitt av egenkapital- og gjeldskostnaden, kalt totalkapitalkostnad. Det benyttes markedspriser for egenkapital og gjeld. Terminalverdien (TV) til et selskap vil ofte være rundt 60-80% av totale verdi. TV diskonteres med WACC, dermed er det helt avgjørende for verdsettelsen at WACC er av beste estimat. Videre drøfter vi ulike aspekter rundt input til modellen.

### 8.1.2 Egenkapitalkostnad – CAPM

Kapitalverdimodellen (CAPM) er utviklet over lang tid av en rekke ulike professorer med selvstendige arbeid, deriblant daværende professor Jan Mossin (1966) ved Norges Handelshøyskole. Derimot var det William Sharpe (1964) og John Litner (1965) som fikk anerkjennelsen for å danne grunnlaget for modellen ved å motta Nobels pris i 1990 for deres arbeid med CAPM modellen. CAPM modellen har en robust forklaringskraft for hvordan man måler risiko og sammenhengen mellom risiko og avkastning. Som Fama og French (2004) sier det, robustheten til CAPM-modellen bevises ved å fortsatt være i utstrakt bruk i finansverdenen, 50 år etter dens opprinnelse.

$$K_e = r_f + \beta[E(R_m - r_f)] \leftrightarrow K_e = r_f + \beta[E(R_p)]$$

$K_e$  = Egenkapitalkravet

$r_f$  = Risikofri rente

$\beta$  = Egenkapitalbeta

$R_m$  = Markedsavkastningen

E = Forventet

$R_p$  = Risikopremie

CAPM har eksistert i flere tiår og fått mye oppmerksomhet gjennom sin levetid, og derfor tiltrukket seg ulik forskning. Forskningen har dreiet seg om både å motbevise og bevise og CAPM- modellens modelleringskraft. Hovedtrekkene av forskningens diskusjonsområder blir presenter i tabell 8.1 og effekten av disse på Visma sin EV i tabell 8.2.

Tabell 8:1 CAPM forskning

Ulik Forskning CAPM input	
$r_f$	Tidshorizont
Beta	Utregningsmetode
$R_p$	Tidshorizont (historisk eller fremtid)

Tabell 8.1: viser hovedtrekkene for forskningen på CAPM input (se vedlegg 8.1 for diskusjon). For risikofri rente er tidshorizont et uløst problem, for Beta er det utregningsmetoder som diskuteres og for risikopremie er det igjen tidshorizont, historisk eller fremtid (egen tilvirkning).

Tabell 8:2 CAPM effekt på Visma

Verdsettelse Visma m/ulik forskning			
	min	mid	maks
$r_f$	1.69%	2.12%	2.91%
Beta	1.00	1.20	1.40
$R_p$	4.00%	5.00%	6.00%
Vekst	1.50%	2.50%	3.50%
Ek krav	5.69%	8.12%	11.31%
WACC	4.66%	6.65%	9.26%
EV	40,615	28,003	17,957

Tabell 8.2: oppsummerer forskningens hovedeffekter på proforma modellens base case (buy and build), fra minste til største verdier, og effekten EV (egen tilvirkning).

Et godt estimat er spesielt viktig for terminalverdien (TV), som nevnt ovenfor står ofte TV for 60-80% av totale selskapsverdier i en DCF modell. For høy eller for lav WACC kan potensielt under- eller overvurdere den rettfærdige selskapsverdi. De ulike resultatene av forskning gir store utslag på EV. Fra utregningsmodellen endres EV med 126% fra maks- til min-verdier i input. Hovedtrekkene er jo høyere verdier i input (vekst har motsatt effekt), jo mer konservativ verdsettelse. Utrednings WACC estimat følger av tabell 8.3, WACC på 8.1% er noe lavere enn bransjesnittet på 8.9% (tabell 8.4), men tilnærmet det norske softwareselskapet Vizrt (8.3%).

Tabell 8:3 WACC

Utredningens WACC- estimat			
$r_f$	2.91%	$r_G$	4.63%
Beta	1.20	EK	18,000
$R_p$	5.00%	Gjeld	4,218
Vekst	3.50%		
$K_E$	8.91%		
WACC	8.10%		

Tabell 8.3: oppsummerer input til WACC og egenkapitalkravet ( $K_E$ ) (egen tilvirkning).

For videre diskusjon av WACC og CAPM input, se vedlegg 8.1.

## 8.2 Bransjeanalyse

Bransjeanalyse bør danne et generelt grunnlag for bransjens karakteristika<sup>20</sup>. Et generelt grunnlag for bransjen gir et kalibreringspunkt for det selskapet man ønsker å vite mer om, i forhold til resten av bransjen. Videre vil bransjetallene benyttes som grunnlag for diskusjon og kalibreringspunkt i de neste kapitelene. Tabell 8:4 på neste side presenterer konkrete bransjetall som benyttes i utredningen.

### 8.2.1 Modellvalg

Det finnes flere ulike fremgangsmåter for å danne et bilde av bransjekarakteristika. Først for å finne et sammenligningsgrunnlag, må en vurdere hvilke selskap som inneholder mye av tilsvarende karakteristika til selskapet som verdsettes. Ved innhenting av data kan man enten benytte tidsserie data, hvor man ser endringer over tid, eller man kan benytte et stillbilde ved cross-sectional data. Denne utredningen baserer seg på cross-sectional data med et uvektet gjennomsnitt (simple) av ulike computer software- selskap fra Europa. Tallene er vurdert opp mot computer software-sektoren i USA, som historisk sett har vært hjemstedet for selskapene som er "beste i klassen" innen computer software. Sammenlignet med Europa vil disse tallene være bedre i økonomisk forstand. Tallene er hentet fra den kontinuerlige forskningen ved Stern Business School v/ prof. Answath Damodaran (Damodaran Online 2014). Selskapene som går igjennom denne testen kan benyttes til å lage et gjennomsnittsbilde.

For å danne et gjennomsnitt finne det flere fremgangsmåter som vil gi ulike resultat. Man kan danne et gjennomsnitt av noen få selskap som man argumenterer for at er tilnærmet like, eller benytte en bred bransjesammensetting av alle selskap. En tredje metode er en bransjesammensetting med en bibetingelse, dette er metoden som benyttes i denne utredningen (baseres på drøftelse nedenfor). Det er fordeler og ulemper med alle fremgangsmåter.

For Visma og deres bransje er oppdelingen av software-inntektene unyansert, både internt i Visma og for konkurrerende selskaper. Dermed har vi lite grunnlag for å sette sammen noen få utvalgte selskap. Videre er en bred bransjesammensetting veldig bred i Europeisk computer software, hvor 244 svært ulike selskap er satt sammen (Damodaran Online 2014). Det som kan være uheldig med å benytte for mange ulike selskap, er at bransjekarakteristika gir feil sammenligningsgrunnlag opp mot Visma. Visma vil i fremtiden være et middels stort computer software- selskap, i en livssyklusfase hvor de er godt etablerte. Ved å innføre en bibetingelse til datagrunnlaget, benyttes kun selskap over en viss størrelse i selskapsverdi (EV), altså grovt sagt forbi etableringsfasen hvor karakteristika ofte inneholder ekstreme tall i forhold til gjennomsnittet.

---

<sup>20</sup> Eksempel på karakteristika er produkter, kapitalisering, marginer, multiplikatorer etc.



Ved å sette selskapsverdi (EK + Gjeld inkl. Cash) > €100m, utgjør da sammensettingen 70 selskap. Ved > €200m, fikk vi 41 selskap, men ingen signifikante endringer i marginene eller ratio. Ved > €1000m var det 14 selskap, gjennomsnittet og ratio var noe annerledes, men her var det indikasjoner på at selskapene feil bilde av bransjekarakteristika for Visma. Dermed velger vi å benytte bibetingelsen på selskapsverdi over €100m. Man bør være forsiktig å innføre ulike bibetingelser på andres data, men ved nøye gjennomgang av datagrunnlaget (Damodaran Online 2014) var det mulig å gjøre disse enkle endringene.

## 8.2.2. Presentasjon av karakteristika

Fra tabell 8.1 er WACC-snittet på 8.9% og varierer fra 7.9% til 23.9%. Forskjellen er relativt stor, og mye av skylden for den høye WACC på 23.9% er fra et gresk selskap, Globo plc, hvor risikopremien for greske selskap som legges til grunn i utregningen er på 20%. En risikopremie på 20% vil trolig gjenspeile den spesielle finansielle situasjonen i Hellas og dens ettervirkninger. Risikopremien i Helles bør i fremtiden reduseres som følge av bedre økonomiske utsikter. For det norske selskapet Vizrt Ltd. er risikopremien 5%, med estimert WACC på 8.3%. Her er risikopremien i tråd med litteraturen diskutert i vedlegg 8.1.

Multiplikatorene fra rad 2 i tabellen vil bli drøftet i underkapittel 7.3 Multippel.

Tabell 8:4 Bransjetall

Bransjetall Computer Software					
	EV	WACC	EBITDA	EBIT	PM
gj.snitt	\$ 2,493	8.9%	27.3%	23.0%	13.2%
størst	\$ 106,688	23.9%	33.8%	31.0%	17.4%
minst	\$ 82	7.9%	-133.2%	-233.5%	-742.4%
	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT		
gj.snitt	3.6	13.8	17.4		
størst	13.0	522.4			
minst	0.3	3.0			

Tabell 8.4: Tabellen viser utdrag fra bransjekarakteristika for Europeiske computer software selskap. Tall basert på årlig oppdatering fra Stern Business School v/ Answath Damodaran (Damodaran Online 2014).

Funnene fra tabell 8.4 vil være et kalibreringspunkt for regnskapsanalysen og input for multippelanalyse senere i utredningen.



## 9.0 Verdsettelse

I dette kapitelet blir først driftsrelatert superprofittmetode gjennomgått. Enterprise Value for de tre scenarioene presenteres etter modellforklaringen.

### 9.1 Forklaring av modell

Som beskrevet i kapittel 3.1.1 er driftsrelatert superprofitt en egen versjon av superprofittmodellen. Dette er en verdsettelsesmodell som tar utgangspunkt i netto driftsrelatert kapital for deretter å justere NDK-verdien opp eller ned basert på selskapets evne til å generere profitt over kapitalkravet (skape eller ødelegge verdier utover investert netto driftskapital), for talleksempel se vedlegg 9.1.

Driftsrelatert superprofitt har følgende følgende formel (Penman, 2013, s.439):

$$Enterprise\ Value\ i\ dag = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{Driftsrelatert\ superprofitt_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_T}{(1+WACC)^T}$$

Driftsrelatert superprofitt i formelen representerer neddiskontert normalisert superprofitt fra driftsaktiviteter og følger av formelen under:

$$Driftsrelatert\ superprofitt_t = (RNOA - WACC) \times NDK_{t-1} \quad (\text{Penman, 2013, s.442, 445})$$

Terminalverdien av fremtidig superprofitt finnes ved:

$$TV_T = \frac{Driftsrelatert\ superprofitt_{T+1}}{WACC - g}$$

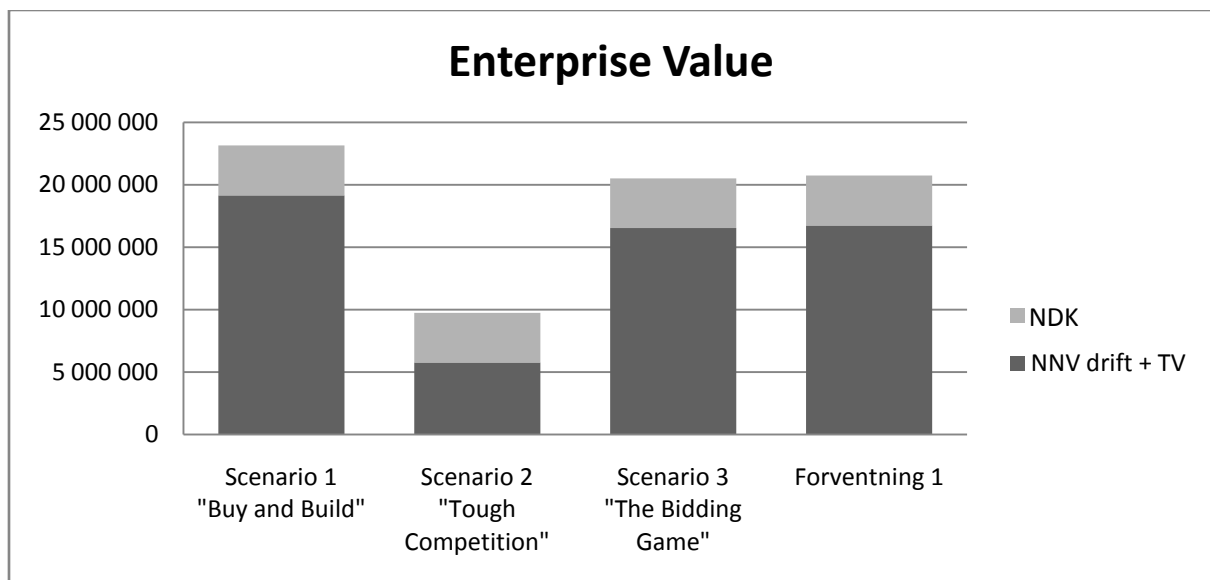
<b>Input:</b>	
NDK	Netto driftrelatert kapital (Net operating assets NOA)
RNOA	Avkastning på NDK (Return on net operating assets)
WACC	Kapitalkostnad for selskapet
g	Evig vekstfaktor i driftsrelatert superprofitt
TV	Terminal Value = Verdi utover eksplisitt periode, Gordons formel (kalles også for Continuation Value CV)
Driftsrelatert superprofitt	Superprofitt fra drift basert på normalisert NOPLAT (sustainable core NOPLAT). Gjennomsnittlig NDK er benyttet ved beregning av driftsrelatert superprofitt, i tråd med Penman sin anvendelse av metoden for NIKE INC (Penman, 2013, Kap 16).

## 9.2 Resultat fra verdsettelse

Hovedscenario Buy and Build innebærer meget høy vekst, som resulterer i en verdsettelse hvor svært mye av verdien skyldes fremtidig verdiskapning. Fremtidig verdiskapning er spekulativt, som øker betydningen av å analysere potensielle nedsider. Dette er grunnen til at scenario 2 "Tough Competition" og 3 "The Bidding game" er nedside- scenario hvor ERP markedet utvikler seg dårligere enn forventet fra Visma.

Alle scenario benytter WACC på 8.1 % og vekst i superprofitt (terminalverdi) på 3.5% (tabell 8.3) og superprofitt neddiskonteres halvårlig (se vedlegg 9.2).

Figur 9:1 Enterprise Value



Figur 9.1: Enterprise Value for utredningens tre scenario og forventning 1 (beskrevet i tabell 9.1 på neste side), i 1000 NOK. EV er avbildet som stolpe og delt inn i NDK 2013 på ca 4 mrd og verdi utover NDK (egen tilvirkning).

Scenario 1 Buy and Build gir en samlet EV på 23.2 mrd, hvor 19.2 mrd forklares av driftsrelatert superprofitt utover NDK.

Scenario 2 Tough Competition gir en samlet EV på 9.8 mrd, hvor 5.8 mrd forklares av driftsrelatert superprofitt utover NDK. Scenarioet med tøffere konkurranse på pris innebærer over en halvering i verdi målt mot scenario 1.

Scenario 3 The Bidding Game gir en samlet EV på 20.5 mrd, hvor 16.5 forklares av driftsrelatert superprofitt utover NDK. Budkrig har resultert i en forverring på 2.7 mrd i EV målt mot scenario 1.

Den høye andelen driftsrelaterte superprofitt i samtlige scenario indikerer at en betydelig andel eiendeler ikke er verdsatt i Visma sin balanse (Penman 2013. s.164). Det er ikke uventet fordi

softwareselskaper har mye immaterielle eiendeler utenfor balansen, et resultat som ikke kan eksistere i samme grad for kapitalintensive bransjer som f. eks aluminiumproduksjon.

Utredningens scenario har ulik sannsynlighet for å inntreffe. For å estimere en forventningsverdi basert på scenarioene, multiplisere EV fra hvert scenario med en sannsynlighetsfaktor (Penman, 2013, s.658).

Tabell 9:1 Sannsynlighetsvekting

<b>Sannsynlighet til Forventning 1</b>			
	<b>Scenario 1</b>	<b>Scenario 2</b>	<b>Scenario 3</b>
	<b>Buy and Build</b>	<b>Tough Competition</b>	<b>The Bidding Game</b>
Sannsynlighet	70 %	15 %	15 %

Tabell 9.1: Sannsynlighet til forventning 1, forventet sannsynlighet for at modellert scenario skal materialisere seg (egen tilvirkning).

Buy and Build scenario vektes betydelig høyere enn de to andre med 70 % sannsynlighet. Buy and Build scenarioet er modellert basert på en videreføring av Visma sin nåværende strategi ved PE eierskap, og utviklingen ligger tett opp til historiske prestasjoner og uttalelser fra ledelsen om fremtiden. Scenario 2 og 3 fanger opp potensiell nedside og vektes til 15 % hver, og fungerer derfor som moderering av EV fra scenario 1. Samlet forventningsverdi for scenarioene er kalkulert som Forventning 1 til 20,7 mrd NOK (figur 9.1). Dette beløpet kunne vært det endelige estimat på selskapsverdien til Visma, men på grunn av usikkerhet i sannsynlighetsvekting vil det være bedre å teste forskjellige sannsynlighetsvektinger. Resultatet blir da et fornuftig verdiintervall for selskapsverdien, isteden for et enkelt absolutt tall.

Ytterligere usikkerhet som ikke fanges opp ved scenarioanalyse knyttes til ulik input i modellen f.eks WACC og g, som belyses i neste kapitel.



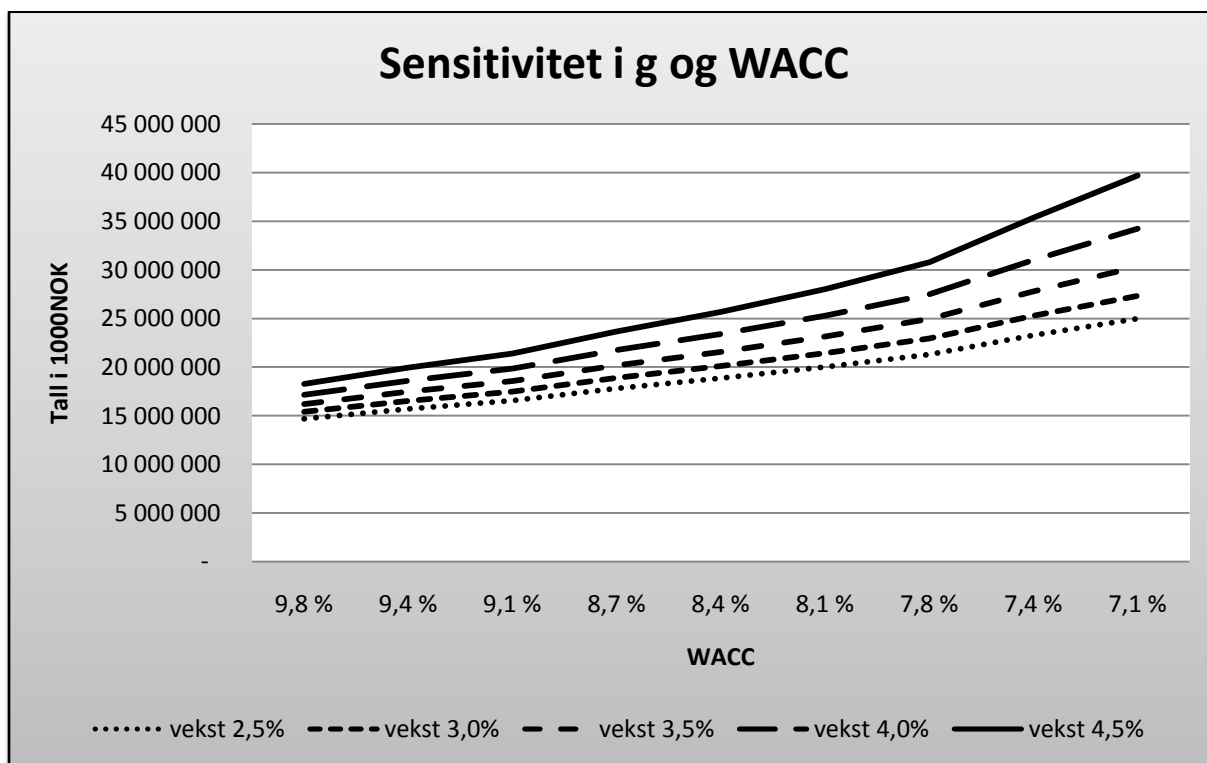
## 10.0 Evaluering av scenarioene

Utredningen består av tre scenario som kombinerer strategisk- og regnskapsanalyse. Dette kapittelet har til hensikt å synliggjøre risiko ved verdsettelsen av Visma, hvor ulik input til modellene inneholder en skygge av usikkerhet. Ved å trekke frem de mest åpenbare inputkandidatene for feilestimat synliggjøres risikoen. Fra den strategiske analysen vil sannsynlighetsvekting til hvert enkelt scenario bli testet, fra regnskap og prognose testes g, WACC, likviditetsrisiko og Superprofitt. Ikke bare kombineres strategisk-, og regnskapsanalysen ved scenario metoden, men i tillegg testes indirekte sensitiviteten for andre regnskapsmessige tall fra kapittel 6 regnskapsanalyse som eksempelvis inntekt, NDK, marginer osv. som da er bakt inn i scenarioene.

### 10.1 Sensitivitetsanalyse

I verdsettelse av selskap vil det alltid være rom for usikkerhet rundt input i verdsettelsesmodellen og utregningsmetoden til selve modellen (se tabell 8.1). En sensitivitetsanalyse bør teste input som har størst innflytelse på verdsettelsesmodellen, herunder WACC og g. Sensitivitetstester baseres på partiell endring, hvor man endrer en variabel cet. par.

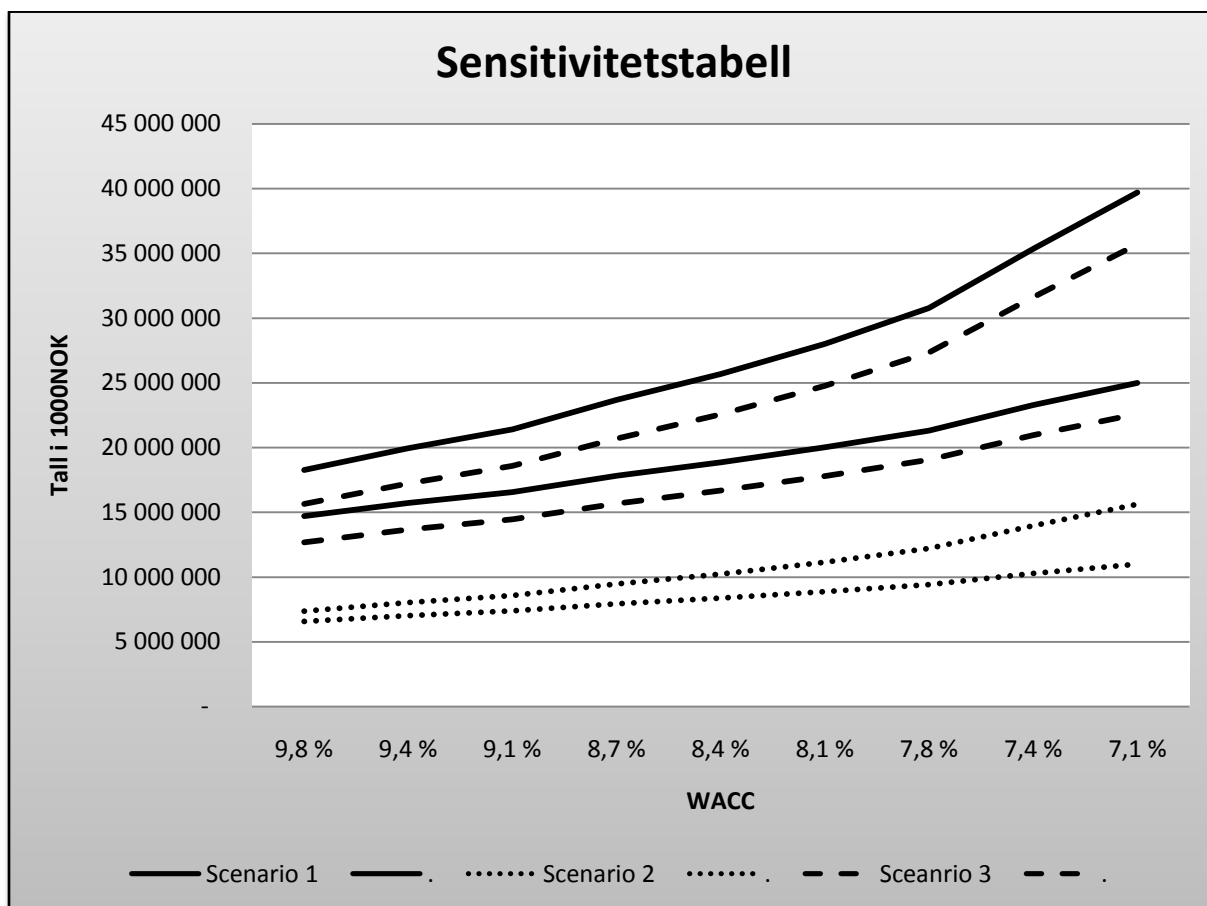
Figur 10:1 Sensitivitet i g og WACC



Figur 10.1: illustrerer sammenhengen mellom verdsettelse av Visma for ulik WACC og g (vekst). Verdien fremkommer av formel:  $Verdi\ Visma = \sum \frac{Driftsrelatert\ superprofitt_t}{WACC - g}$ , hvor WACC og g bør sees i sammenheng for forståelse. Hvis man benytter WACC på 7.1% kan man se på prisingen av Visma ved ulik vekstrate i g, f.eks 2.5% eller 4.5% gir henholdsvis 25 og 40mrd NOK i EV (egen tilvirkning).

Verdsettelse av Visma avhenger av sammenhengen mellom antatt WACC og antatt g. Det fremgår av figur 10.1 at høyere WACC reduserer verdiintervallet av Visma og er mindre avhengig av vekst i g, derimot vil lavere WACC gi større rom for innflytelse av vekst i g på prisingen av Visma. For å forstå sensitivitetssammenhengen mellom de ulike scenario presenteres de i følgende figur.

Figur 10:2 Sensitivitetstabell



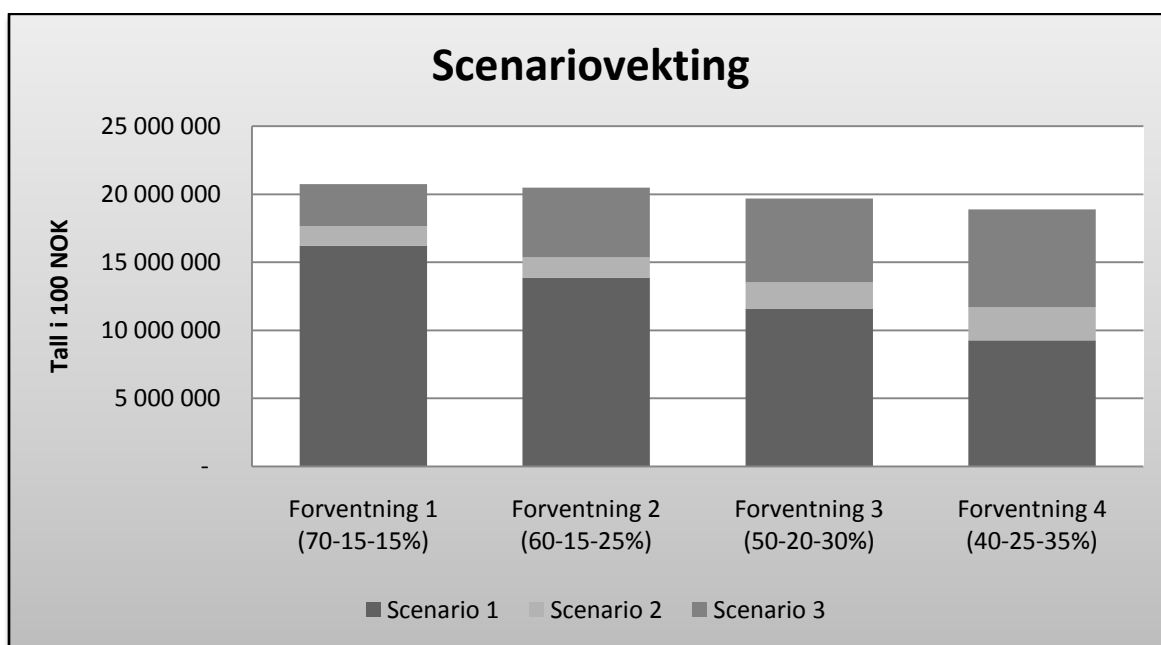
Figur 10.2: Sensitivitetstabell for utredningens tre scenario. Scenarioene er testet for vekst i g på 2.5-4.5%, høyeste scenariolinje for hvert respektive scenario tilhører høyeste vekst i g. Verdi av Visma (i 1000 NOK) på y-akse, x-akse WACC verdier (egen tilvirkning).

De tre scenario (vektet 100%, hver for seg) presenteres her i samme figur for å synliggjøre forskjellene i scenarioverdsettelsens sensitivitet. Det fremkommer av figuren at scenario 1 og 2 kongruerer i verdiestimatet, derimot er intervallet i scenario 3 langt lavere. Det figuren forteller er at for alle realistiske WACC og g, behøver ikke Visma frykte scenario 3 (budkrig) like mye som tøffere konkurranse på pris. Dette er noe ledelsen i Visma bør ta hensyn til og ikke selv starte en priskrig for forsøke å vokse organisk, men heller betale mer for oppkjøpskandidater.



Ingen kan med sikkerhet si hva sannsynligheten er for at de ulike scenario faktisk skjer, i så fall ville det ikke vært en sannsynlighet. Dermed vil en sensitivitetsanalyse av scenariovektingen (tabell 9.1) være på sin plass for å belyse endringer i forventet verdi til Visma.

Figur 10:3 Forskjellige sannsynlighetsvektninger



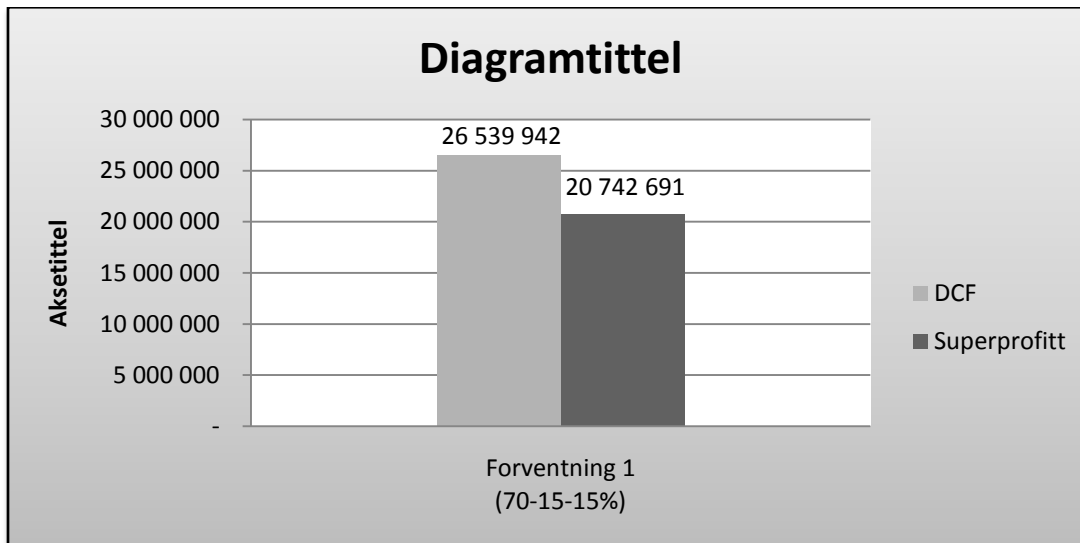
Figur 10.3: Illustrerer verdsettelse ved ulik sannsynlighetsvektning av scenario 1,2 og 3 (se figur 9.1 og tabell 9.1), verdi i 1000 NOK, scenariovekting i %, f. eks betyr 70-15-15%, 70% vekting av scenario 1, 15% vekting av scenario 2 og 15% vekting av scenario 3. Stolpefargen indikerer andel av verdi tilhørende hvert respektive scenario (egen tilvirkning).

Sensitiviteten til valgt scenariovekting i tabell 9.1 testes kun for økt eksponering nedscenarior (se diskusjon i 9.2). Utredningen definerer de ulike vektingene for Forventning 1-4. Ved vekting 70-15-15% til 40-25-35% utgjør verdiintervallet 20.7 mrdNOK til 18.9 mrdNOK, en negativ endring på – 9%). Ingen overraskende funn her, negative endringen oppstår ved å øke andel vekting av scenario som har lavere forventede verdier (se figur 10.2)

## 10.2 Superprofitt vs. FCF

Hvordan gjør superprofitt det i forhold til en tradisjonell DCF analyse? Ved å teste en tradisjonell DCF analyse (se del 3.1.2) viser det seg at i dette tilfellet gir DCF en høyere verdi på Visma enn superprofitt (figur 10.4). Ulikheten er interessant. Det synliggjør at Superprofittmetoden har en hensikt.

Figur 10:4 Superprofitt vs. DCF



Figur 10.4: Superprofitt vs. DCF, tall i 1000 NOK, forventning 1 (egen tilvirkning).

Jamfør diskusjon om superprofitt vs. DCF i kapitel 3.1.3 og 3.4 Valg av Metode for Visma, kan det være interessant å sammenligne DCF mot oppgavens verdierestimat fra superprofittmetoden. DCF-metoden anvendt på kontantstrømmene fra prognoseperioden 2014-18 gir en forventet Enterprise Value på ca 26.5 mrd NOK, noe som virker i overkant mye. Argumentene fra tidligere diskusjon gikk ut på at DCF modellering innebærer en avveining mellom kort prognosehorisont (mindre rom for spekulasjon), og behovet for en lengre horisont for potensielt å oppnå normal kontantstrøm som kan brukes til terminalleddet.

Den finansielle modellen som er benyttet til å beregne DCF i år 2018 resulterer i et urealistisk estimat<sup>21</sup>. Penman skriver i sin gjennomgang av DCF vs. driftsrelatert superprofitt (Chap017, 2013) at fordelene med driftsrelatert superprofitt er at modellen ofte er mindre utsatt for feil i langsiktige prognoser (vekst i terminalleddet). Penman påpeker at en DCF analyse "places much more weight on

<sup>21</sup> DCF kalkuleres ved NOPLAT- $\Delta$ NDK (Penman, 2013, s.244). Se også vedlegg X Omgruppering.

the terminal value. In the extreme, if free cash flows are forecasted to be negative in the initial years, over 100% of the valuation comes from forecasts for the long run." (Chap017, 2013, s.36)

Årene 2014-2018 inneholder store endringer i de tre modellerte scenario med blant annet kalkulerte justeringer i balansen ved oppkjøp av selskaper og nedskrivning av goodwill. Rent teknisk oppstår problemet av utakt mellom vekst i NDK og NOPLAT som fører til en ikke-konstant vekst i FCF for år 2018. Utakten innebærer at Visma tjener stadig mer NOPLAT for stadig mindre investert kapital NDK, altså den totale omløpshastigheten forsetter å stige hvis prognosehorisonten fremskrives. Denne fortsetningen er urealistisk i det lange løp.

En løsning på dette problemet er som tidligere nevnt å utvide prognoseperioden med tilhørende justeringer i regnskapet, slik at forhold mellom NOPLAT og NDK utvikler seg i takt. En annen løsning nevnt av Penman går ut på å kalkulere terminalleddet fra med formelen nedenfor, for å få en mer realistisk FCF verdsettelse (Chap017, s. 35), men denne justeringen gjør egentlig om DCF- modellen til en regnskapsbasert verdsettelse.

$$\text{Ny formel for terminalverdi i DCF} = \frac{NOPLAT_{T+1} - (g * NDK_T)}{WACC - g}$$

DCF metoden kan definitivt benyttes på Visma, men hvis prognoseperioden ikke skal forlenges, kreves det justeringer av input i modelleringen. Superprofittmetoden gir tilsynelatende en mer realistisk verdi med det sett pro forma regnskap som er utarbeidet i oppgaven.

### 10.3 Likviditetsrisiko

Krav på kapital. EV inneholder krav fra gjeld, egenkapital og andre eierformer. Som tidligere nevnt (se 6.4) kan ikke FCF ignoreres ved verdsettelse basert på regnskapstall og regnskapsprinsipper, fordi gjeld og løpende forpliktelser må betjenes. Ved analyse av likviditetsrisiko til Visma vurderes FCF generert fra de tre scenario opp mot gjeldsforpliktelser.

Fra Visma sin årsrapport 2013 opplyses følgende om langsiktig rentebærende gjeld:

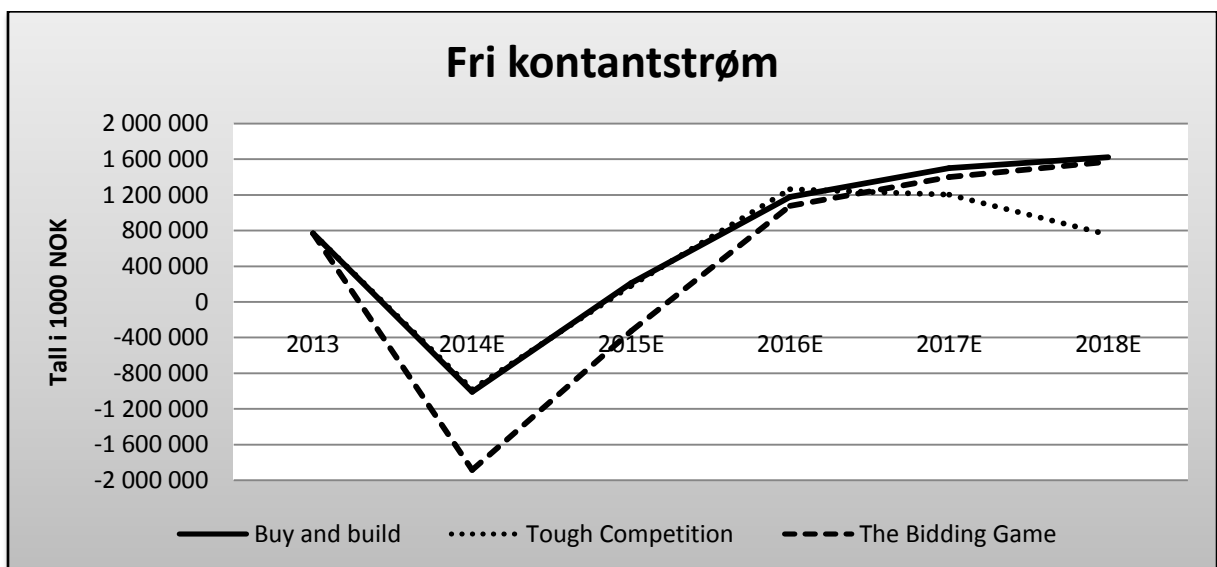
Tabell 10:1 Langsiktig rentebærende gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld					
Forfall	2014	2015	2016	2017	2018
Avdrag	100 000	0	0	4 217 757	0
Renter (forventet)	163 454	163 454	163 454	163 454	163 454
Totalt	263 454	163 454	163 454	4 381 211	163 454

Tabell 10.1: Langsiktig rentebærende gjeld, venstre kolonne beskriver beløpet som skal betales, beløp i NOK 1000, periode 2014-18 (Visma årsrapport 2013, Note 12 Bank Deposits and Loans, s.68).

På grunn av skattefordelen som oppstår ved gjeldsfinansiering er det lite trolig at Visma ønsker å være gjeldsfritt, men heller refinansiere og opprettholde en gunstig kapitalstruktur, som antydnet i strategisk analyse (se 5.3.2). Nåværende avtale for betjening av gjeld gir rom for større oppkjøp i 2014-16 ettersom all langsiktig gjeld forfaller først i 2017. Visma sin evne til å generere FCF ved forskjellige scenario kan gi indikasjoner om mulighet for refinansieringsbehov og potensielle problemer med dette.

Figur 10:5 Fri kontantstrøm



Figur 10.5: Fri kontantstrøm i 1000 NOK, 2013 er rapportert FCF og årene 2014-2018 viser estimert FCF for utredningens tre scenario (egen tilvirkning).

**Scenario 1 Buy and Build** viser at FCF går fra positivt til negativ i 2014 på grunn av store oppkjøp, for deretter å forbedre seg noe i 2015 fordi oppkjøpet er noe mindre enn i 2014. Utviklingen fra og med 2015 er positiv med økende FCF hvert år, og estimert FCF 2018 er i overkant av 1.6 mrd NOK. Brutto rentebærende forpliktelser ved utgangen av 2013 var ca 4.2 mrd NOK, og med en kontantbeholdning på ca 2.2 mrd NOK og høy prognosert fri kontantstrøm vurderes gjeldsrisikoen som svært lav. Refinansiering etter behov og opptak av mer gjeld for å finansiere oppkjøpene synes å være uproblematisk i Buy and Build scenario.

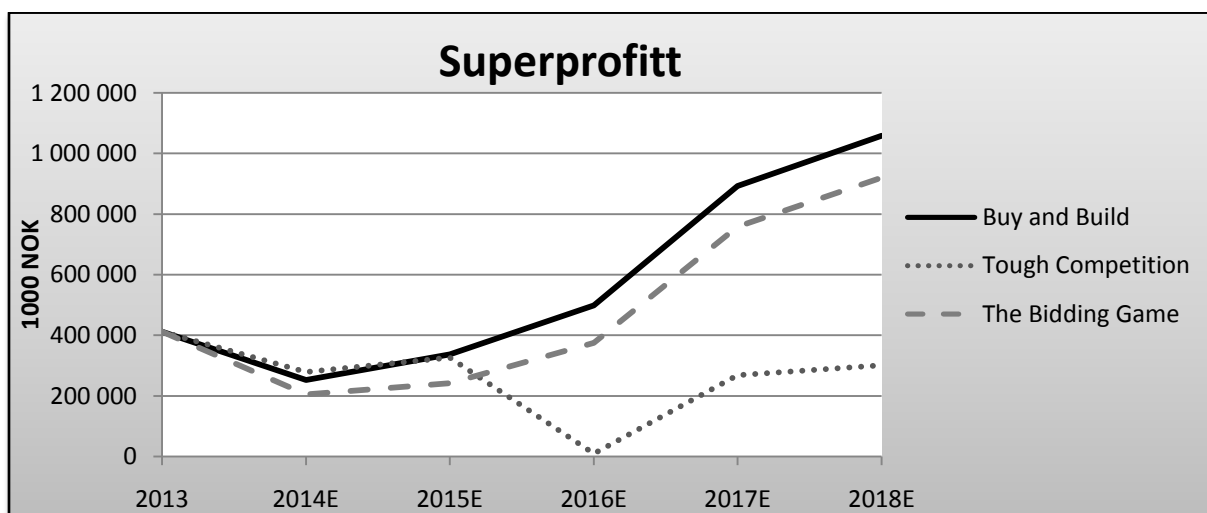
**Scenario 2 Tough Competition** viser en utvikling i FCF frem til 2016 som ligger tett opp mot Buy and Build. De første årene 2014-16 er markedsforholdene antatt å være gode, mens tøffere priskonkurransen tiltar etter 2016. Fra 2016 til 2018 reduseres FCF fra 1.6 mrd til 0.8 mrd NOK. De ekstraordinære nedskrivningene har ingen effekt på FCF som gjør at utviklingen er bedre enn det en superprofitt analyse skulle tilsi (figur 10.6). Sammenligner vi FCF 2018 på 0.8 mrd mot 1.6 mrd fra scenario 1, er reduksjonen mer enn en halvering. Risikoen for refinansiering er høyere enn for scenario 1, men likevel ikke avskrekkende. Bolt-on oppkjøpene er forventet å finne sted før eksisterende gjeld forfaller i 2017, men refinansiering under dårligere markedsutsikter vil kunne resultere i dårligere gjeld enn scenario 1.

**Scenario 3 The Bidding Game** har betydelig lavere FCF enn de to første scenarioene i årene 2014-15 på grunn av budkrig. Evnen til å generere FCF i årene som følger blir ikke svekket av høyere betalt premium, derfor tar FCF innpå scenario 1 ved årene 2016-18. Høyere budpremie fører til opptak av mer gjeld sammenlignet med scenario 1. FCF i 2018 forventes å være 1.5 mrd som anses betryggende fra et risikovurderingsperspektiv.

Oppsummert har alle scenario lite sannsynlighet for gjeldsoverheng, både scenario 1 og 3 mer enn nok FCF til at nåværende og ny gjeld skal kunne betjenes uten problemer. Scenario 2 under dårligere markedsforhold vurderes som mer risikabelt og økt sjans for dårligere gjeldsbetingelser som eksempelvis høyere rente.

## 10.3 Evaluering av fremtidig Superprofitt

Figur 10:6 Superprofitt



Figur 10.6: Driftsrelatert superprofitt, i 1000 NOK, 2013 historisk tall, 2014-18 prognoseperioden (egen tilvirkning).

Driftsrelatert superprofitt er benyttet som erstatning for FCF. Figuren ovenfor viser tilnærmet samme utvikling som figur 10.5 fri kontantstrøm, men det er to momenter å legge merke til: 1) de tøffe markedsforholdene fra 2016 i scenario 2 kommer enda tydeligere frem i superprofitt enn FCF, 2) effekten av oppkjøpene på driftsrelatert superprofitt i årene 2014-15 er mindre enn effekten på FCF. Grunnen til at oppkjøpene synes mindre tydelig i driftsrelatert superprofitt målt mot FCF er at superprofitten kalkuleres fra formel  $(RNOA-WACC) * NDK_{t-a}$  som gjennomgått i kap 9.1. Oppkjøpet får mindre effekt som del av total NDK.

## 10.4 Multippel

I lys av drøftelse i kapittel 3.2 Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer, hvor EV multiplikatorer anses som bedre til relativ verdsettelse enn egenkapitalmultiplikatorer, benyttes følgende tre multiplikatorer på Visma: EV/Sales, EV/EBITDA og EV/EBIT.

Grunnet oppgavens vekting av tre scenarier til en verdsettelse (forventningsverdi), benyttes multippelverdi på selskaps prognostiserte regnskapstall frem i tid (Damodaran, 2012). F.eks multippel EV/Sales fra bransjeanalysen (tabell 8.4) multipliseres med inntekter fra prognoseåret 2018 og diskonteres tilbake til dagens verdi. Dette gjøres for de tre scenarioene, og deretter vektes disse i tråd med valgt sannsynlighet for forventning 1 til 4.

$$\text{Forventet } EV_{2018} = \text{Inntekter}_{2018} * \text{multippel}$$

$$EV_{\text{justert}} = \frac{EV_{2018}}{1 + \text{avkastningskrav}^5}$$

Tabell 10:2 Multippel

Multippel	Verdi	Forventning 1	Forventning 2	Forventning 3	Forventning 4
EV/Sales	3.6	31,986	31,986	31,807	31,628
EV/EBITDA	13.8	25,412	25,412	24,977	24,543
EV/EBIT	17.4	22,665	22,665	21,998	21,331

Tabell 10.2: Multippelanalyse av Visma, multiplikator, multippelverdi og forventningstall basert på figur 10.3, tall i 1000 NOK (egen tilvirkning).

Det er normalt at en multippel enten over eller under vurderer aksjen i forhold til fundamentale verdsettelsesmetoder, som f.eks DCF. Men som et verktøy for å potensielt kalibrere superprofittanalysen har selv en unøyaktig multippel en funksjon, f.eks ved å belyse ulikheter i bransjetall og dens prising.

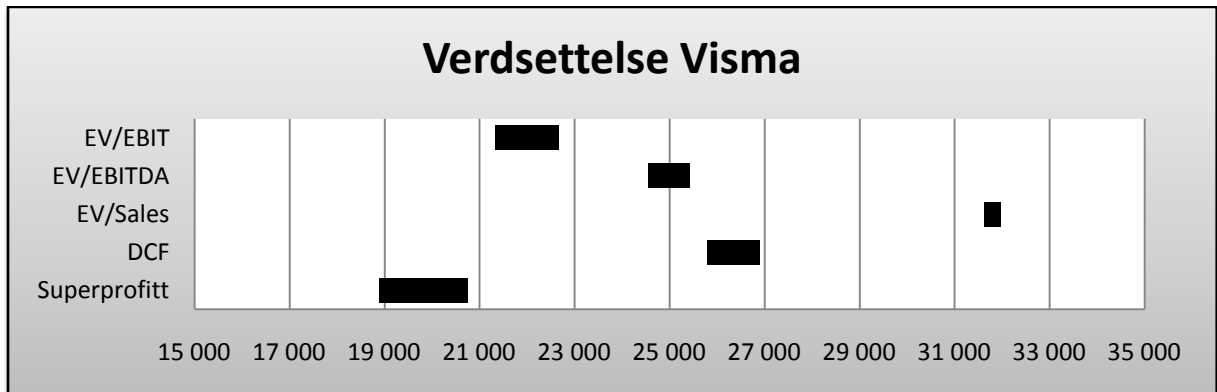
Markedet verdsetter europeiske software selskap ved EV/Sales 3.6 ganger, som i forventningsverdi 1 gir Visma en verdi på 32 mrdNOK. Ved å teste for ulike forventningsverdier synliggjøres verdien ved ulik vekting av scenarioene (se figur 10.3), f.eks ved forventning 4 reduseres EV/sales verdien med 1% i forhold til forventning 1. EV/sales er multiplenen med minst intervall, og EV/EBIT har høyest verdiintervall.

Et interessant funn for Visma er at verdien fra multippelanalysen går mot verdien fra superprofittverdsettelsen jo lenger ned man kommer i regnskapet (fra sales til EBIT), dette er i tråd med håndboken til UBS Warburg (2001, s.31) som påpeker at EV/EBIT er en god multippel å bruke til relativ verdsettelse.

## 10.5 Oppsummering Evaluering

De ulike verdsettelsesmetodene gir ulike intervall for prisingen av Visma. Presentasjon i samme figur synliggjør ulikheten og samtidig størrelsen på intervallet for hver enkel verdsettelsesmetode.

Figur 10:7 Ulike verdiintervall ved ulike verdsettelsesmodeller

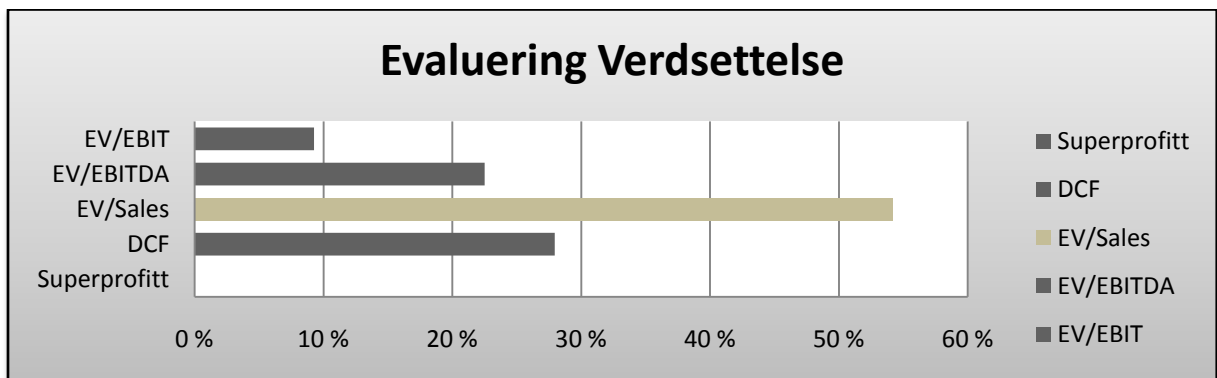


Figur 10.7: Ulike verdsettelsesmetoders verdiintervall for Visma (basert på figur 10.3 scenariovektning), y-akse beskriver verdsettelsesmetode, x-akse verdi i 1000 NOK. Tre multiplikatorer, DCF og driftsrelatert superprofitt (egen tilvirkning).

Tre observasjoner å ta med seg. 1) DCF (fra kapittel 10.2) gir høyere prising enn Superprofitt. 2) Multiplering kan gi store utslag, hvor svakheter i enkelte bransjetall gjør i dette tilfellet EV/sales avvikende, 3) alle prisinger testet for ligger høyere enn intervallet til Superprofitt.

Ved å teste differansen til superprofitt i estimatene (figur 10.8) viser det seg at EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Sales og DCF henholdsvis 9%, 23%, 54% og 28% høyere.

Figur 10:8 Evaluering Verdsettelse



Figur 10.8: Evaluering av ulike verdsettelsesmetoder i utredningen, prosentvis forskjell målt mot forventningsverdi 1 til superprofitt (egen tilvirkning).

Basert på utredningen er endelig verdi for Visma sin EV i intervallet 18.9mrdNOK til 20.7 mrdNOK.



# 11. Oppsummering og Konklusjon

I denne masteroppgaven har vi gått i dybden på et svært spennende, men noe komplisert IT selskap med avanserte produkter. Blant oppgavens innledende kapitler ble private equity eierskap debattert, hvor det ble påpekt at et slikt aktivt eierskap kan føre med seg både gode og dårlige konsekvenser. Følgende formål ble valgt for utredningen, 1) analysen av Visma skal undersøke om private equity eierskap har vært annerledes enn børsnotert eierskap og i så fall hvordan, 2) videre skal analysen danne grunnlag for å verdsette Visma i dag som trolig blir solgt innen kort tid.

Strategikapitlet evaluerte 7 forskjellige fremtidsscenarioer, hvor trolig de beste kandidatene ble tatt med videre i verdsettelsen; 1) Buy and Build, 2) Tough Competition og 3) The Bidding Game. Scenario 1 var en videreføring av tidligere strategi, Scenario 2 innbar ødeleggende priskonkurranse og scenario 3 innebar budkrig på oppkjøpskandidater.

Regnskapsanalysen hadde to formål i tråd med oppgavens problemstilling; 1) om PE-eierskapet hadde slaktet eller frelst Visma, og 2) danne grunnlag for prognostisering.

Analysen var treperiodisk; Børsnotert 2002-05, HgCapital 2006-09 og KKR & HgCapital 2010-13. Funnene fra analysen var at børsnotert periode var preget av høye driftskostnader og kontinuerlige oppkjøp som ikke ble integrert på en lønnsom måte. Derimot at begge Private Equity perioder sett mot børsperioden, formet Visma til å bli større i omsetning ved en rekke lønnsomme oppkjøp, og samtidig forbedret driftsmarginene. Basert på driftsrelatert superprofittmetode, har resultatet vært en ekstraordinær avkastning på drift, spesielt for den siste eierskapsperioden. Visma har blitt frelst under PE-periodene.

Verdsettelsen ble gjennomført som en scenariobasert driftsrelatert superprofittmodell. Tre scenario ble modellert i lys av funn fra både den strategiske og regnskapsbaserte analysen. Verdsettelse av de tre scenario med ulik sannsynlighetsvekting, indikerte en fornuftig selskapsverdi i intervallet 18.9-20.7 mrdNOK.

## 12. Etterord

I sluttperioden av oppgaven dukket det en uforutsett hendelse i forbindelse med Visma sitt eierskap. Mandag 28. April kom pressemeldingen: "Visma får flere eiere og verdsettes (EV) til 21 mrdNOK" (Visma, 2014b).

Tabell 12.1 Ny aksjonærliste

<b>Aksjonærliste 28/4/2014</b>		
	<b>Før</b>	<b>Nå</b>
KKR	77.0%	31.3%
HgCapital	17.7%	0.0%
HgCapital fond	0.0%	31.3%
Cinven	0.0%	31.3%
Visma ledelse	5.3%	6.1%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Tabell 12.1: Aksjonærliste Visma pr 28/4/2014, eiere, aksjebeholdning før og nå (egen tilvirkning).

Eierskapsendringen og verdsettelsen valgte vi å holde utenfor utredningens omfang, i henhold til delkapittel 1.2 avgrensninger og forutsetninger nevner i tidsbegrensningen. Det er det to grunner til. Eierskapsendringen er foreløpig i "spedbarnsfasen" og vil ikke påvirke analysen av de tre eierskapsperiodene. Verdsettelsen vår hadde til hensikt å være uavhengig (så langt det lar seg gjøre) av markedsverdier. Vi lot oss derfor ikke påvirke av denne informasjonen. I lys av den nye markedsverdien til Visma må vi likevel påpeke at superprofittmetoden sammen med utredningens spillteoretiske rammeverk, har gitt en god indikasjon på et fornuftig verdiintervall for Visma.

# Litteraturliste

## Bøker

- Berk, J., DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance*. 2<sup>nd</sup> edition.  
Essex: Pearson Education Limited.
- Benninga, Simon(2008). *Financial Modeling* 3<sup>rd</sup> edition  
London: the MIT press
- Brealy, Richard.M., Stewart C. Myers, Franklin Allen(2013). *Principles of Corporate Finance*.  
New York: McGraw-Hill/Irwin
- Bøhren, Øyvind, Dag Michalsen(2010). *Finansiell økonomi: teori og praksis* 3. utg.  
Oslo: Fagbokforlaget
- Dalland, Olav(2000). *Metode og Oppgaveskriving for studenter*, 3. utg.  
Oslo: Gyldendal akademiske.
- Damodaran, Answath(2012). *Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset* 3 utg.  
New Jersey: John Wiley & Sons
- Gripsrud, Geir, Ulf Henning Olsson og Ragnhild Silkoset(2004). *Metode og Dataanalyse: med fokus på beslutninger i bedrift*.  
Kristiansand: Høyskoleforlaget
- Jacobsen, Erik og Lasse Lien(2001). *Ekspansjon: Strategi for forretningsutvikling*.  
Oslo: Gyldendal akademiske
- Keasey, Kevin, Steve Thompson & Micheal Wright (2005): *Corporate governance. Accountability, enterprise and international comparisons*.  
West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Koller, Tim, Marc Goedhart, David Wessels (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5<sup>th</sup> ed.  
New Jersey: John Wiley & Sons
- Lerner, J., F. Hardymon, and A. Leamon(2004) *Venture capital and private equity: A casebook*, 3rd ed,  
New Jersey: John Wiley & Sons.
- Marcus, A.J., Kane, A., Bodie, Z. (2011) *Investments and Portfolio Management: Global Edition*. 9<sup>th</sup> edn.  
New York: McGraw-Hill
- Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5<sup>th</sup> edn.  
New York: McGraw-Hill
- Smit, Han T. J., Lenos Trigeorgis(2004). *Strategic Investment: Real Options and Games*.  
New Jersey: Princeton University Press
- Soffer, Leonard C. , Robin J. Soffer(2003). *Financial statement analysis: a valuation approach*.  
New Jersey: Prentice Hall

## Artikler, forelesninger, rapporter og publikasjoner

- Barney, Jay(1991). Firm Resources and Competitive Sustained Competitive Advantage. I: Journal of Management, Vol 17, nr 1, s 99-120
- Blume, Marshall E.(1971). On the Assessment of Risk. I: The Journal of Finance, Vol. 26, Nr 1, s 1-10
- Bruner, Robert F., Kenneth M. Eades, Robert S. Harris, and Robert C. Higgins(1998). Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis.
- Cornelli, Francesca og Öguzhan Karakas (2008). Private equity and corporate governance: do LBOs have more effective board?. I: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, s 65-84.) World Economic Forum, Geneve, Sveits.
- Davenport, Thomas H. (1998). Putting the enterprise into the enterprise system. I: Harward business review. Vol. nr ,s 121-133
- Dimson, Elroy, Marsh, Paul and Mike Staunton(2006). THE WORLDWIDE EQUITY PREMIUM: A SMALLER PUZZLE. London Business School, Regents Park, London NW1 4SA, United Kingdom.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French(1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. I: Journal of Financial Economics. Vol. 33, Nr 1, s. 3-56.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French(2004). The Capital Asst Pricing Model: Theory and Evidence. I: Journal of Economic Perspectives. Vol 18, Nr 3, s 25-46.
- Fernández, Pablo, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres(2011). Market Risk Premium used in 56 countries in 2011: A survey with 6 014 answers. Working paper
- Gjesdal, Frøystein. (2012b) Regnskapsanalyse og verdsettelse: Lønnsomhetsmåling [Forelesning BUS440 nr 6 Høst 2012].
- Grünfeld, Leo A. og Erik W. Jakobsen (2007): Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster? (I: Norsk Økonomisk Tidsskrift 121(1), s 39–54. Oslo)
- Harris, Jenkinson og Kaplan(2012). Private Equity Performance: What Do We Know? Nber working paper No. 17874, issued feb 2012. Forthcoming Finance of Journal
- Jan Mossin(1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. I: *Econometrica*. Vol. 34, Nr 4, s. 768–783
- Kaplan, Steven N., and Antoinette Schoar(2005). Private Equity Returns: Persistence and Capital flows. I: Journal of Finance 60, 1791-1823.
- Klaus, Helmut, Michael Rosemann og Guy G. Gable(2000). What is ERP? I: Information System Frontier. Vol 2, Nr 2, s 141-162.
- Lintner, John(1965). The Valuation of Risky Investments and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. I: Review of Economics and Statistics. Vol. 47, Nr. 1, s 13-37.
- McKinsey & Company (2014) "Winning in the SMB cloud: Charting a path to success". July 2011

- Melgarejo, Patrick IDC(2012), Market Analysis: Worldwide software 2012-2016. June 2012, IDC #235326, Volume: 1, URL:  
[http://www.idc.com/search/simple/perform .do?query=patrick+melgarejo&page=1&hitsPerPage=25&sortBy=RELEVANCY&lang=English&srchIn=ALLRESEARCH&src=&athrT=10&cmpT=10&pgT=10&\\_xpn=false](http://www.idc.com/search/simple/perform.do?query=patrick+melgarejo&page=1&hitsPerPage=25&sortBy=RELEVANCY&lang=English&srchIn=ALLRESEARCH&src=&athrT=10&cmpT=10&pgT=10&_xpn=false)
- Merton, R. C. (1980). On Estimating The Expected Return On The Market. I: Journal of Financial Economics, Vol. 8, Nr 4, s. 323-361.
- Modigliani, Franco, Merton H. Miller(1958) The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. I: The American Economic Review. Vol 48, nr 3, s 261-297.
- Norges Bank(2010).Norges Banks vurdering av grunnlaget for unoterte investeringer rettet mot miljø og bærekraftig vekst. Melding Stortinget. 1 (2010–2011)
- Porter, Michael E.(1979). How Competitive forces Shape Strategy. I: Harward Business review, March-April s21-38
- Phalippou, Ludovic and Oliver Gottschalg(2006). The performance of Private Equity Funds. I: Review of Financial Studies Vol 22, nr 4, s 1747-1776
- PwC (2013) The Norwegian Market Risk Premium 2013 and 2014. Bedriftsrapport. Oslo: PwC og Norske Finansanalytikere Forening.
- Smit, Han T.J. (2001). Acquisition Strategies as Option Games. I: Journal of corporate finance, Vol 14, nr 2
- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. I: The Journal of Finance. Vol. 19, Nr. 3, s. 425-442.
- Wylie, L. (1990) 'A Vision of the Next-Generation MRP II Computer Integrated Manufacturing', Scenario S-300-339, Gartner Group, 12 April.

## Internett sider

- Audun Aagre (2010) - Visma er solgt igjen. "Business as usual" for Øystein Moan. URL:  
<http://www.idg.no/nokkelord/article183415.ece> (Lesedato 24/02/2014)
- Bloomberg.com (2010) Buffett Shuns Buyout Funds, Says 'They Don't know the Business'. URL:  
<http://www.bloomberg.com/news/2010-10-07/buffett-avoids-buyout-firm-purchases-says-they-dont-know-the-business.html> (Lesedato: 14/03/2014)
- Buffett, W. E. (1990) To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc: Year 1989. URL:  
<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1989.html> (Lesedato: 14/03/2014)
- Cunningham, L.A, Buffett, W. (1998) The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America. URL:  
[http://bib.convdocs.org/docs/26/25645/conv\\_1/file1.pdf](http://bib.convdocs.org/docs/26/25645/conv_1/file1.pdf) (Lesedato: 14/03/2014)
- Dagensit(2006) Byr fire milliarder for Visma. URL:  
<http://www.dagensit.no/arkiv/article1336267.ece> (Lesedato: 19/01/2014)
- Damodaran, A. (2006) Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence URL:  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> (Lesedato: 14/03/2014).
- Damodaran Online(2014) Betas by Sector. URL:  
[http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html) (Lesedato: 14/04/2014)
- Damodaran Online(2014) Bio and Mission. URL:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Lesedato: 2/5/2014)
- Damodaran Online(2014). Corporate Finance and Valuation. URL:  
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/> (Lesedato: 3/4/2014)
- Divestopedia(2014) Platform Company. URL:  
<http://www.divestopedia.com/definition/856/platform-company> (Lesedato: 2/2/2014)
- Economist(2004) Capitalism's new Kings. URL:  
<http://www.economist.com/node/3427270> (Lesedato: 22/3/2014)
- Ekeseeth, Fredrick Chr (2011). We Want to Buy Your Company. I: Dagens Næringsliv 08/06/2011. URL:  
<http://www.dn.no/nyheter/2011/06/08/-we-want-to-buy-your-company> (Lesedato: 20/02/2014)
- Ekeseeth, F.C. (2014) Det har vært en god investering. I: Dagens Næringsliv 04/28/2014. URL:  
<http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/04/28/Oppkjop/-det-har-vrt-en-god-investering> (Lesedato: 29/04/2014)
- Euroinvestor (2009) Vismas kunder mest fornøyde. URL:  
<http://www.euroinvestor.no/nyheter/2009/02/20/visma-vismas-kunder-mest-fornoeyde/10170679>  
(Lesedato: 20/1/2014)
- E24(2010). IT Topp Slakter Formuesskatten. URL:  
<http://e24.no/digital/it-topp-slakter-formuesskatten/3829228> (Lesedato: 19/01/2014)
- E24 (2010a) Slik timer jeg topp og bunn. URL:  
<http://e24.no/nyheter/slik-timer-jeg-topp-og-bunn/3566397> (Lesedato: 11/4/2014).

- E24 (2010b) Olav Chen: Ingen tro på Fredlys modell. URL:  
<http://e24.no/makro-og-politikk/olav-chen-ingen-tro-paa-fredlys-modell/3462942> (Lesedato: 11/4/2014).
- E24 (2014) Tjente 3 milliarder på private equity i 2013. URL:  
<http://e24.no/boers-og-finans/tjente-3-milliarder-paa-private-equity-i-2013/22794405> (Lesedato: 21/3/2014)
- Gartner Group(2011) Market Share Analysis: ERP Software, Worldwide, 2010. URL:  
<https://www.gartner.com/doc/1651314/market-share-analysis-erp-software> (Lesedato: 24/01/2014)
- Gartner Group(2013a) 2013 ERP Market Share Update: SAP Solidifies Market Leadership. URL:  
<http://www.forbes.com/sites/louiscolombus/2013/05/12/2013-erp-market-share-update-sap-solidifies-market-leadership/> (Lesedato: 23/01/2014)
- Gartner Group(2013b) Forecast: Enterprise Software Markets World Wide 2012-2017 2Q2013. URL:  
<http://www.forbes.com/sites/louiscolombus/2013/06/18/gartner-predicts-crm-will-be-a-36b-market-by-2017/>, (Lesedato: 6/3/2014)
- Gartner Inc.(2014). Selskapsinformasjon. URL:  
<http://www.gartner.com/technology/about.jsp> (Lesedato: 2/5/2014)
- Gjesdal, Frøystein (2012a) Valg av verdsettelsesmodell. URL:  
<http://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell> (Lesedato: 12/02/14).
- Hansen og Hayaat(2009) Price Index for Accounting, Bookkeeping and Auditing Activities. URL:  
[Jonas Hansen, Asif Hayat Price Index for Accounting ... - SSB](#) (Lesedato: 3/5/2014)
- HBR(2007). Private Equities long view. URL:  
<http://hbr.org/2007/07/private-equities-long-view/ar/1> (Lesedato: 1/3/2014)
- HgCapital plc (2010) *Visma\_casestudy* [Online]. URL:  
[http://www.hgcapital.com/sites/default/files/visma\\_casestudy.pdf](http://www.hgcapital.com/sites/default/files/visma_casestudy.pdf) (Lesedato: 13/02/2014)
- HgCapital plc(2011) Halvårsrapport 2011. URL:  
<http://www.reuters.com/article/2011/08/25/idUS59907+25-Aug-2011+PRN20110825> (Lesedato: 1/2/2014)
- IMF (2014) World Economic Outlook, Recovery Strengthens, Remains uneven. URL:  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/index.htm> (Lesedato: 5/5/2014)
- Investopedia (2014) Shock Therapy. URL:  
<http://www.investopedia.com/terms/s/shock-therapy.asp> (Lesedato: 1/6/2014)
- Investopedia (i.d) Fire Sale. URL:  
<http://www.investopedia.com/terms/f/firesale.asp> (Lesedato: 2/05/2014)
- KKR(2010) Detail info Visma. URL:  
[http://ir.kkr.com/kkr\\_ir/kkr\\_releasedetail.cfm?ReleaseID=511206](http://ir.kkr.com/kkr_ir/kkr_releasedetail.cfm?ReleaseID=511206) (Lesedato: 1/2/2014)
- KKR(2014) Business overview. URL:  
<http://www.kkr.com/businesses/overview> (Lesedato: 2/2/2014)

- Lederkilden.no (2004) Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. URL:  
<http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>  
 (Lesedato: 13/2/2014)
- Lundesgaard, Jon (2012) Penman: bruken av finansregnskapet og IFRS-kritikk. URL:  
<http://www.magma.no/penman-bruken-av-finansregnskapet-og-en-ifrs-kritikk> (Lesedato: 20/2/2014)
- Lederkilen (i.d) Verdjustert Egenkapital. URL:  
<https://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/verdjustert-egenkapital> (Lesedato: 13/2/2014)
- Magma nye-IFRS krav til nedskrivning av goodwill. URL:  
<http://www.magma.no/nye-ifrs-krav-til-nedskrivning-av-goodwill> (Lesedato: 25/04/2014)
- McKinsey(2005)Private Equity board a good governance model. URL:  
<http://www.ceoforum.com.au/article-detail.cfm?cid=8586&t=/Damien-OBrien-Egon-Zehnder-International/The-private-equity-board-a-good-governance-model> (Lesedato:1/3/2014)
- Nasdaq(2014) Bolt-on acquisition. URL:  
<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/b/bolton-acquisition> (Lesedato: 20/2/2014)
- Nvca.no - Norwegian Venture & Private Equity Association(2014). URL:  
<http://www.nvca.no> (Lesedato: 1/4/2014).
- Norges Bank(2014), Statsobligasjoner. URL:  
<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rentemanedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (Lesedato: 14.03.2014)
- Penman (2007) Accounting Clinic II: How accrual Accounting works. URL:  
[http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/spenman/vafs-7110/Accounting\\_Clinic\\_II.ppt](http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/spenman/vafs-7110/Accounting_Clinic_II.ppt) (Lesedato: 10.06.2014)
- Preqin(2014) Preqin Global Private Equity Report: Sample pages [Online]. URL:  
[https://www.preqin.com/docs/samples/The\\_2014\\_Preqin\\_Global\\_Private\\_Equity\\_Report\\_Sample\\_Pages.pdf](https://www.preqin.com/docs/samples/The_2014_Preqin_Global_Private_Equity_Report_Sample_Pages.pdf) (tilgang: 14.03.2014)
- Proff(2014), Aksjonærliste Visma. URL:  
<http://www.proff.no/roller/chamuel-topco-as/oslo/-/ZOIB1OR4/> (Lesedato: 20/01/2014)
- Regjeringen(1995). SMB – definisjoner og betydning. URL:  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/1995/nou-1995-16/5/2/1.html?id=336716>  
 (Lesedato 2/5/2014)
- SAP(2014) Enterprise Resource Planning. URL:  
<http://www.sap.com/pc/bp/erp.html> (Lesedato: 4/5/2014)
- Skagenfondene.no (2006) Ikke la deg lure av PE. URL:  
<https://www.skagenfondene.no/Nyheter-og-analyse/News-archive/2006/mai/ikke-la-deg-lure-av-PE/>  
 (Lesedato: 4/3/2014)
- Surowiecki, J.(2012) Private Inequity. I: The New Yorker 30/1/2012. URL:  
[http://www.newyorker.com/talk/financial/2012/01/30/120130ta\\_talk\\_surowiecki](http://www.newyorker.com/talk/financial/2012/01/30/120130ta_talk_surowiecki)  
 (Lesedato: 14/03/2014).
- The Swedish Wire(2010). US Fund Buys Norwegian Software Firm Visma. URL:  
<http://www.swedishwire.com/nordic/6412-us-fund-buys-norwegian-software-firm-visma>.  
 (Lesedato: 19/01/2014)



- UBS Warburg (2001) Valuations Multiples: A Primer. URL:  
<http://pages.stern.nyu.edu/~ekerschn/pdfs/readingsemk/EMK%20NYU%20S07%20Global%20Tech%20Strategy%20Valuation%20Multiples%20Primer.pdf> (Lesedato: 14/03/2014).
- Visma(2014) Hjemmeside. URL:  
<http://www.visma.com> (Lesedato: 1/1/2014)
- Visma(2014) Om Visma. URL:  
<http://www.visma.no/om-visma/visma-organisasjon/> (Lesedato: 19/01/2014)
- Visma(2014) Årsrapport. URL:  
<http://www.visma.com/Investors-Relations/results-figures/annual-report/> (Lesedato: 1/5/2014)
- Visma(2014b) Visma widens shareholder base. Valued at NOK 21 billion. URL:  
<http://www.visma.com/newsroom/Press-Releases/Archive/28042014---visma-widens-shareholder-base-valued-at-nok-21-billion/> (Lesedato: 16/6/2014)
- Wallstreetoasis(2014) Private Equity Overview. URL:  
<http://www.wallstreetoasis.com/finance-dictionary/private-equity-overview> (Lesedato: 14/03/2014).
- Westbye, A.B., Fjeldsgård, J. (2012) Verdsettelsesmodeller i praksis: En empirisk studie av norske selskap. URL:  
<http://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/135812/Anette%20B%F8e%20Westbye,%20J%20Fjeldsg%20E5rd%20Oppgave.pdf?sequence=1> (Lesedato: 12/03/2014)

# Vedlegg

## Vedlegg Kapittel 4

### 4.1

Annualisert vekst for ERP					
	2013	2014	2015	2016	2017
Markedsstørrelse kjerne ERP	26	27.7	29.6	31.8	34.4
Annualisert vekst kjerne ERP		<b>6.5%</b>	<b>6.9%</b>	<b>7.4%</b>	<b>8.2%</b>
Markedsstørrelse CRM	20.8	23.9	27.5	31.7	36.5
Annualisert vekst CRM		<b>14.9%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.1%</b>

Tabell viser annualisert vekst for ulike ERP marked, tall hentet fra figur 4.1 (egen tilvirkning).

### 4.2

## The MBO Case:

Management Buyouts (MBO) is an acquisition of the company by the existing management. The management often has little cash available and to low borrowing capacity but has instead large knowledge of the company so they may address a sponsor to raise the needed fund together. Therefore MBO often take form as a LBO.

In practice a LBO is method of acquiring a company by using a high level of borrowed money if the target company generates fixed cash flows or have a large pile of cash in its balance sheet, the acquirer can do the purchase with relative little money. Therefore the borrowed funding is considered the lever that multiplies the return to the LBO fund. In general, one could say that the LBO ability to have high debt ratios depends on the stability of the cash flows to the target company.

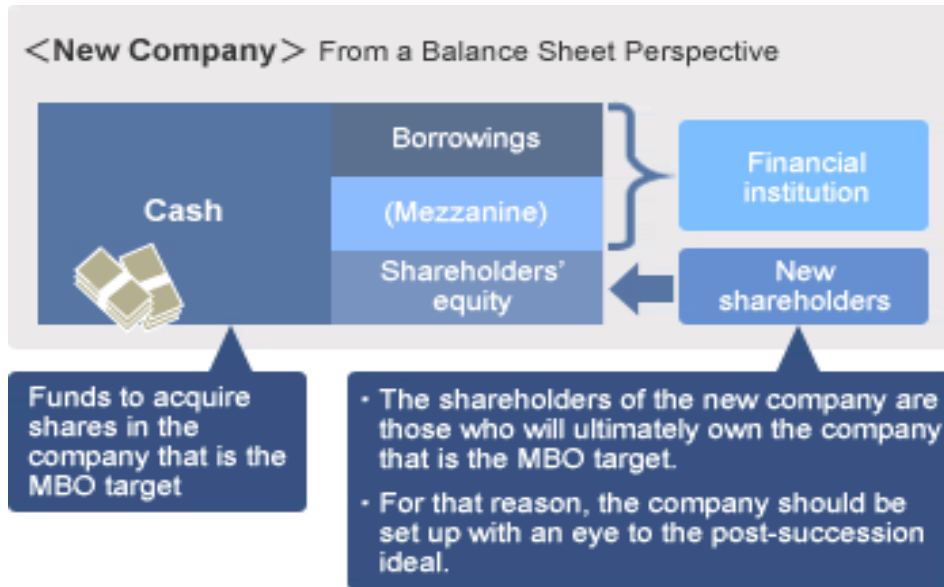
A MBO in three steps<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Development bank of Japan. "LBOs/MBOs" URL: [http://www.dbj.jp/en/service/invest/lbo\\_mbo/index.html](http://www.dbj.jp/en/service/invest/lbo_mbo/index.html) (Lesedato: 1/1/2014)

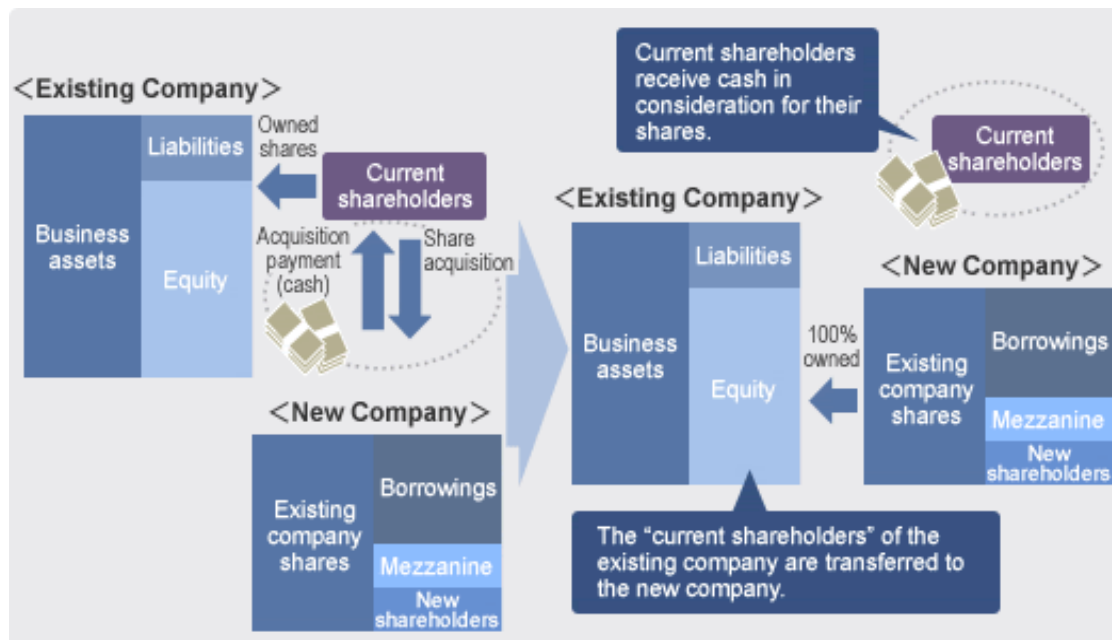
*First Step*

Establish new company to serve as the conduit for share acquisition.



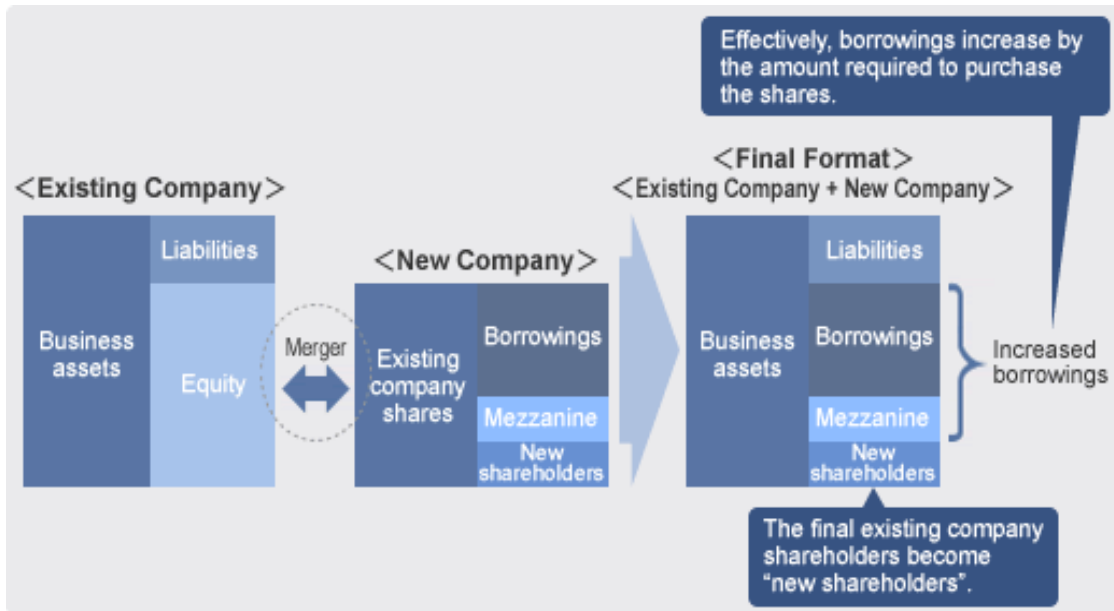
*Second Step*

The new company accumulates shares from existing shareholders.

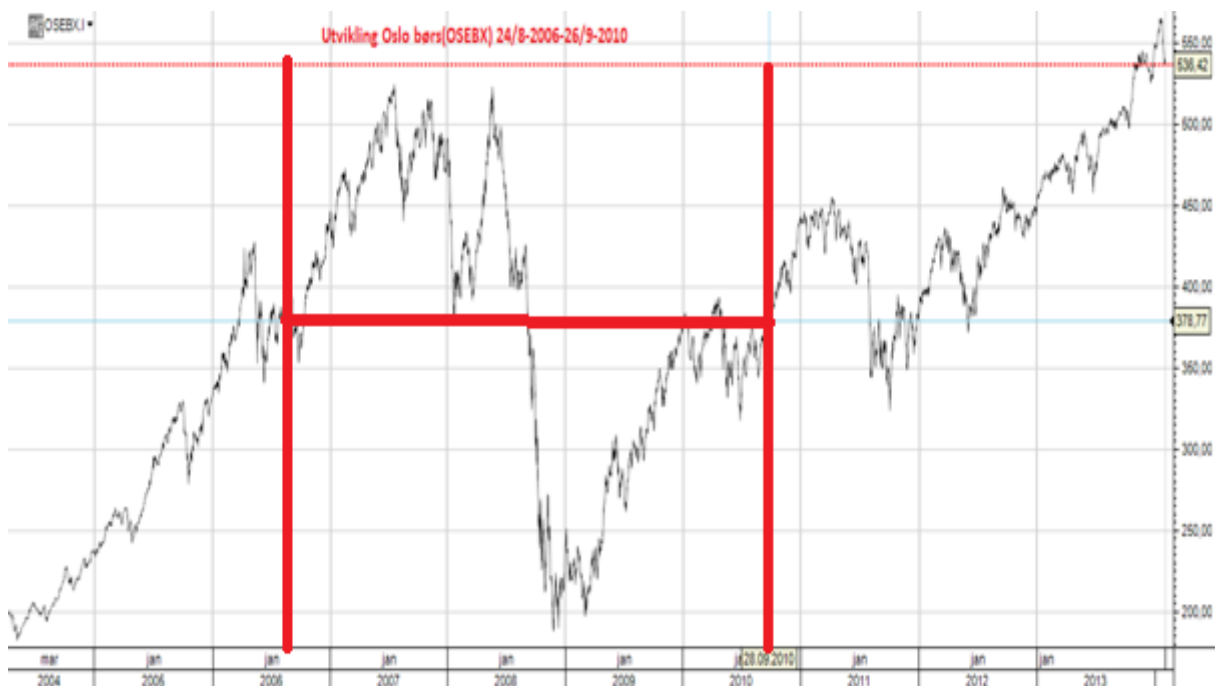


### Third Step

The new capital structure in the final format

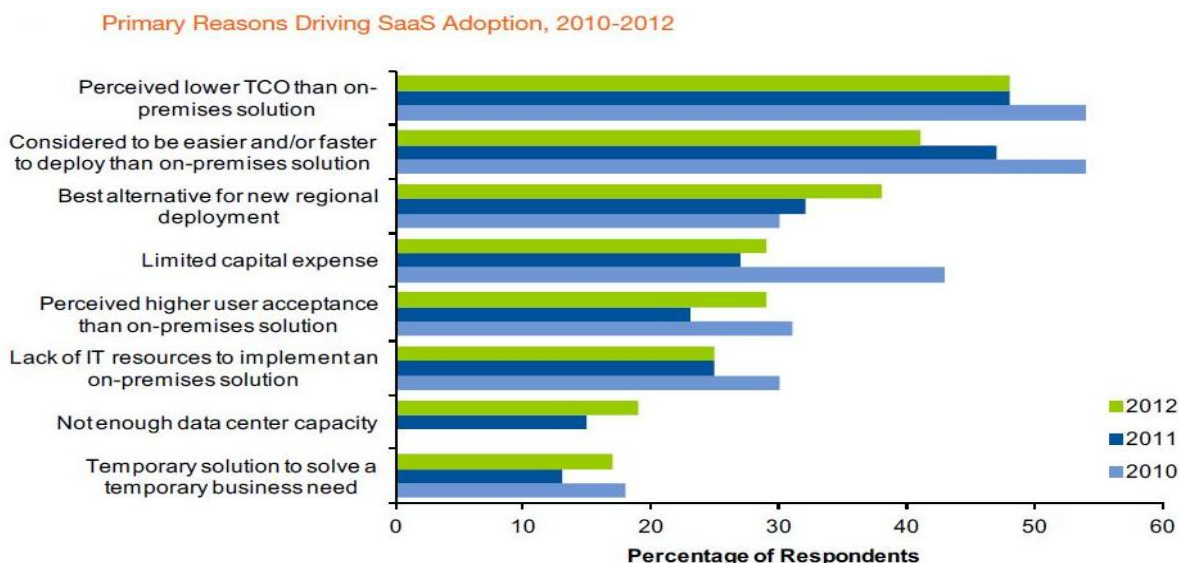


### 4.3



Graf viser hvilken avkastning Oslo børs OSEBX har hatt i samme perioden som HgCapitals oppkjøp av Visma 24/8/2006 til resalg til KKR 26/9/2010, kurs målt i poeng (Egen tilvirkning basert på Saxo bank WLC handelsplattform).

#### 4.4



Source: Gartner (October 2012)

Tabell viser Gartner group sine spørreundersøkelser i 2010,2011 og 2012 hvorfor bedrifter implementerer SaaS i sin bedrift. Undersøkelsen baseres på "flere svar mulig" hvor nesten 50% sier at total cost of ownership(TCO) er en drivende faktor (Gartner group 2013a).

#### 4.5

**Table 1. SaaS Revenue Within Enterprise Software Sizing, 2011-2016 (Percent)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Business Intelligence	5	6	7	8	10	11
Customer Relationship Management	35	39	42	44	46	48
Digital Content Creation	6	7	9	11	15	17
Enterprise Content Management	6	8	10	11	11	12
<b>Enterprise Resource Planning</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
Office Suites	2	3	3	4	5	6
Project and Portfolio Management	17	20	26	29	31	32
Supply Chain Management	16	18	21	23	26	28
Web Conferencing, Teaming Platforms and Social Software Suites	70	69	69	68	67	65
Other Application Software	7	8	9	10	11	13
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>20</b>

Note: Dark green equals high level of SaaS adoption, and dark red equals low level of SaaS adoption.

Source: Gartner (October 2012)

Tabell viser hvor mye av den globale omsetningen(%) som genereres via SaaS, i 2012 var 10% av ERP omsetning via SaaS. Den segmenterte fremvisningen av markedet har fargekode som indikerer

adopsjonsegenskaper, mørk grønn indikerer sterk adopsjon av SaaS, rød det motsatte (Gartner Group 2013 a).

## Vedlegg kapittel 6

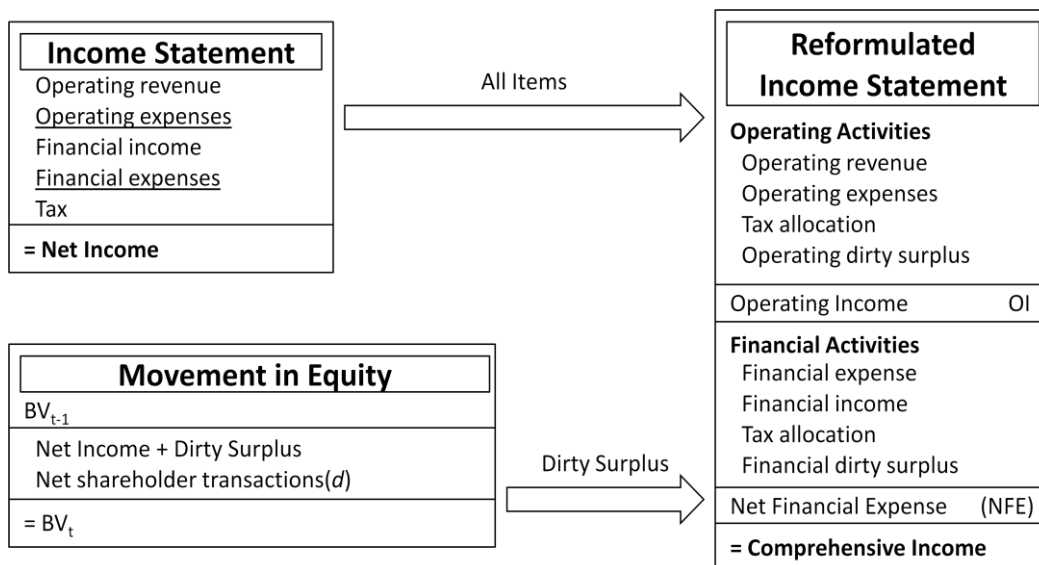
### 6.1 Omgruppering og klargjøring for regnskapsanalyse

Dette vellegget klargjør finansregnskapet for regnskapsanalyse, og er et relativt tungt regnskapsteknisk. En solid regnskapsanalyse er en forutsetning for å kunne prognostisere fremtiden og dermed verdsette selskapet. Finansregnskapet slik det kommuniseres gjennom års og kvartalsrapporter har ikke den formen som ønskes fra et aksjonærorientert perspektiv, derfor omgrupperes finansregnskapet for å etablere en bedre oversikt over selskapets forskjellige aktiviteter og de enkelte aktivitetenes resultater.

## Teori - hva som skal gjøres og hvorfor

### Omgruppering av Resultatregnskapet

Figur: Omgruppering av resultatregnskapet (Kilde: Egen tilvirkning)



1. Det omgrupperte resultatregnskapet deles inn i to hovedkomponenter, drift og finans. Dette er fordi vi ønsker å analysere driftsaktiviteten uten påvirkning fra finans. Det er driftsaktiviteter som typisk skaper verdier, ikke finansaktiviteter.
2. Resultatregnskapet omgrupperes til å gjenspeile fullstendig resultat ved å inkludere poster ført direkte mot egenkapitalen. Kostnader og inntekter som føres mot egenkapitalen kalles for "dirty surplus". Relevante kostnader og inntekter finnes i regnskapet under "oppstilling for endring i egenkapital", hvis selskapet ikke rapporterer fullstendig resultat under resultatregnskapet. Postene kan være enten finans eller drift. Det omgrupperte

resultatregnskapet vil gjenspeile den reelle endringen i bokverdiene<sup>23</sup>. Dette gjøres for å kunne analysere regnskapet presist, som er en forutsetning for å kunne prognostisere verdidrivere som del av verdsettelsen. Det omgrupperte resultatregnskapet omtales etter justeringen som "clean surplus" basert. Fokus i denne masteroppgaven er likevel på enterprise nivå, altså "Operating Income" i figuren over som tilsvarer driftsresultatet<sup>24</sup>.

3. Eventuell *Hidden dirty surplus* må analyseres. Dette er kostnader som utelates både fra resultatregnskapet og oppstilling for endring i egenkapital. Et eksempel er aksjeopsjoner (Penman 2013, s 268).
4. Deles inn i normale (core) og unormale resultater (unusual items). Dette gjøres fordi vi ønsker å vite hvordan det går med hovedaktiviteten i bedriften gjennom regnskapsanalysen, og kan kun predikere normale aktiviteter fremover da unormale resultater ikke forventes å gjenta seg i fremtiden. Inndelingen vises ikke på figuren over.
5. Skatt allokeres til de to komponentene drift og finans. Dirty surplus poster er allerede fra trukket skatt, derfor allokeres ingen skatt til dirty surplus poster.

## Omgruppering av Balansen

Figur: Omgruppering av balanse (Penman 2013, s. 241)

Balance Sheet			
Assets		Liabilities & Equity	
Operating assets	OA	Operating liabilities	OL
Financial assets	FA	Financial Liabilities	FO
		Equity	CSE
= Total assets		= Total claims	
OA + FA		OL + FO + CSE	

⇒

Reformulated Balance Sheet			
Operating Assets		Financial Obligations & Owner's Equity	
Operating assets	OA	Financial obligations	FO
- Operating liabilities	(OL)	- Financial Liabilities	(FA)
		Net financial	NFO
		Equity	CSE
= Net operating assets		= Total claims	
NOA		NFO + CSE	

1. Klassifiser hver eiendel og gjeldspost enten som driftsrelatert eller finans. Egenkapital er den tredje kategorien, og avsatt utbytte for året omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital fordi denne tilhører aksjonærene.
2. Omformuleringen bør være så nøyaktig som mulig, det vil si at resultatet fra drift genereres av driftseiendelene og hvis de finansielle postene kaster av seg føres dette som finansinntekt (og kostnad som finanskostnad). For å oppnå en mer nøyaktig inndeling mellom drift og finans benyttes informasjon oppgitt notene. Her kan konsoliderte poster i balansen være videre delt opp i både finans og drift. Gruppering basert på tilgjengelig informasjon vil være

<sup>23</sup> Fullstendig endring i bokverdiene fremkommer først ved også å justere for netto transaksjoner med aksjonærene. Dirty Surplus =  $BV_{t-1} - (\text{netto aksjonær transaksjoner}) - \text{årsresultat} - BV_t$

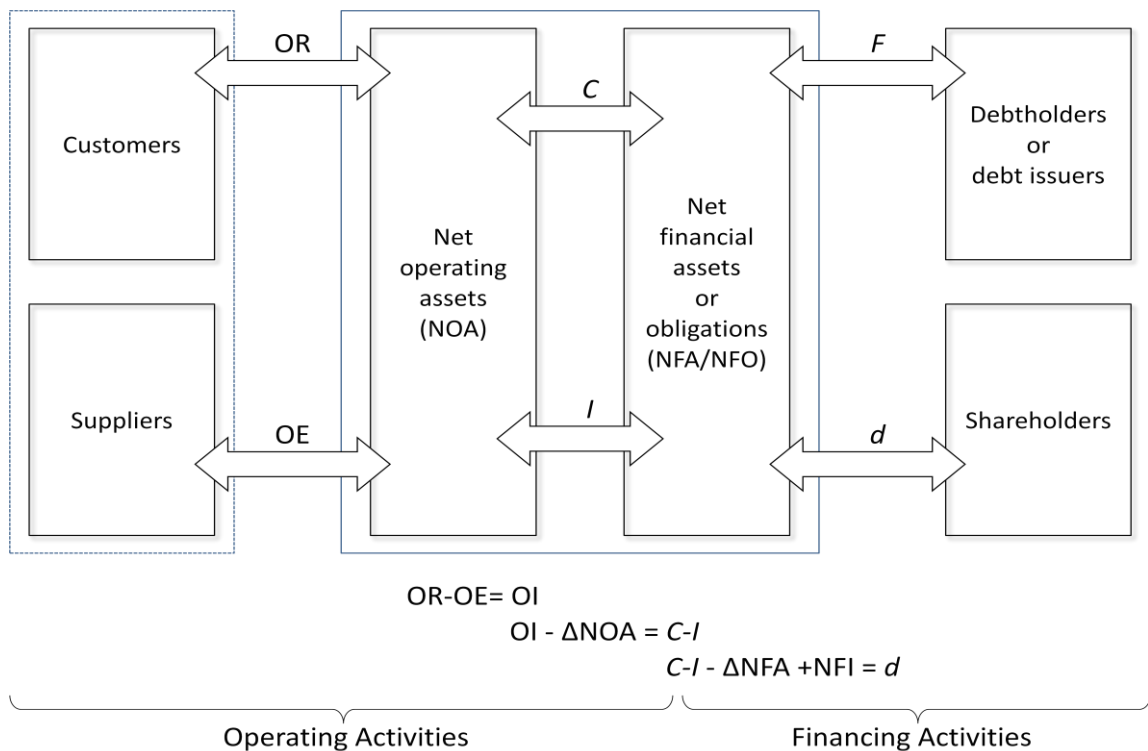
<sup>24</sup> Driftsresultat er i det omgrupperte resultatregnskapet *operating income/profit*, som er det samme som begrepet NOPAT eller NOPLAT (Penman, 2013, s.303)

skjønnsmessig, derfor kan det forekomme feilklassifisering mellom finans og drift. Hvis det er tale om betydelige beløper som feilklassifiseres vil regnskapsanalysen kunne gi et galt bilde av fortiden.

- Minoritetsinteresser (non-controlling interest) deler overskuddet fra datterselskapet hvor minoritetsinteressen tilhører, på lik linje med de øvrige aksjonærene i konsernet. Derfor skal de ikke ses på som en gjeldspost, men inkluderes som en separat del av egenkapitalen i selskapet.

### Oversikt over selskapets aktiviteter etter omgruppering

Oversiktsfigur over selskapets aktiviteter etter omgruppering (Penman 2013, s. 242):



$F$  = Net cash flow to debtholders and issuers  
 $d$  = Net cash flow to shareholders  
 $C$  = Cash flow from operations  
 $I$  = Cash investments  
 $NFA$  (NFO) = Net financial assets (obligations)

$NOA$  = Net operating assets  
 $OR$  = Operating revenue  
 $OE$  = Operating expenses  
 $OI$  = Operating income  
 $NFI$  (NFE) = Net financial income (expense)

Oversiktsfiguren representerer et oversiktsbilde av selskapets finans og driftsaktiviteter etter omgruppering av balanse og resultatregnskapet, og viser dynamikken mellom disse to.



## Forklaring av oversiktsfigur

### Driftaktiviteter:

**C** = Representerer kontantstrøm fra drift

**I** = Netto investeringer i driftsmidler, altså en økning eller reduksjon i NOA (nyanskaffelser redusert for salg/likvidering)

**OR-OE =OI** Selskapets omgrupperte driftsresultat, fremkommer som beskrevet i figur: Omgruppering av resultatregnskapet.

**NOA** = Netto driftskapital (som genererer kontantstrøm fra drift), utgjør drifteideler minus driftgjeld.

### Finansaktiviteter:

**F** = Netto kontantstrøm fra finansaktiviteter. For finansielle eiendeler vil dette være innbetalinger fra disse og utbetalinger ved kjøp av finansielle eiendeler. For finansielle forpliktelser vil dette være innbetalinger ved opptak av lån og utbetalinger i form av avdrag og renter (obligasjonseiere, banker og andre).

**d** = Netto kontantstrøm fra aksjonærene, f. eks innbetalinger fra emisjoner minus utbytte og tilbakekjøp av aksjer.

**d + F** = Utgjør selskapets finansieringsaktiviteter.

**NFI (NFE)** = Selskapets netto finansiell inntekt eller kostnad

**NFA (NFO)** = Selskapets netto finansiell posisjon (eiendel eller forpliktelse)

### Dynamikken mellom finans og driftsaktiviteter:

Fra et regnskapsår til et annet vil selskapet registrere og regnskapsføre all aktivitet i finansregnskapet. Mye forskjellig kan skje, periodens inntekter og kostnader bokføres, det oppstår endringer i kundefordringer og leverandørgjeld, pensjonskostnader bygges opp i balansen, FoU kostnader aktiveres, maskiner kjøpes og selges, nye lån tas opp, det utbetales utbytte, obligasjoner kjøpes, det betales og mottas renter osv. Alle kontantstrømmer og balansebeholdninger registreres. Oversiktsfiguren knytter de omgrupperte regnskapene sammen slik at selskapets totale finansielle utvikling kan forklares av figuren. Basert på regnskapssammenhenger forklarer figuren bedriftens verdiskapning, selskapets kontantstrøm og bruken av denne.

Fri kontantstrøm blir bestemt av  $(C - I)$ , altså kontantene som drift genererer minus kontantene til driftsrelaterte nyinvesteringer. Identisk fri kontantstrøm kan også finnes ved å ta utgangspunkt i OI og justere denne for endringen i NOA.

Fri kontantstrøm (FCF):  $C - I = OI - \Delta NOA$  (formel fra Penman 2013, s 244)

De fire kontantstrømmene i oversiktsfiguren ( $C$ ,  $I$ ,  $F$  og  $d$ ) henger sammen ved hjelp av det som kalles for *cash conservation equation*. Kontanter vil alltid brukes til noe, hvis driften genererer fri kontantstrøm vil denne investeres i finansielle eiendeler (bankkonto med renter er f. eks en finansiell eiendel), og når bedriften trenger penger til å betale renter, lån eller ubytte, vil de finansielle eiendelene likvideres.

*Cash conservation equation*:  $C - I = d + F$  (formel fra Penman 2013, s 238)

En negativ FCF betyr at driftsaktivitetene har generert mindre kontantstrøm enn det som kreves for å investere i driftsmidler, slik at selskapet må finansiere underskuddet ved opptak av ny gjeld (negativ  $F$  i figuren) eller ved innbetaling fra aksjonærene (negativ  $d$  i figuren).

Kontantstrømmene er koblet sammen med balansen. Visma har de siste årene hatt netto finansielle forpliktelser, og Visma sin utgående balanse av NFO vil bestemmes av formelen under:

$NFO_t = NFO_{t-1} + NFE_t - (C_t - I_t) + d$  (formel fra Penman 2013, s 246)

Visma sin utgående balanse av NFO finnes ved å justere inngående balanse av NFO for kostnader knyttet til gjelden i løpet av året (kostnader knyttet til å betjene gjelden legger beslag på kontanter som kunne vært brukt til å redusere gjelden), minus driftaktivitetenes FCF + netto ubytte (som vil være negativ hvis aksjonærene har betalt inn mer penger til Visma enn de har fått i utbytte). Denne formelen avslører også at ubytte kan betales ut til aksjonærene ved å ta opp ny gjeld, et godt argument for å ikke fokusere på ubytte i en verdsettelsesmodell. Dynamikken i modellen gjør at Visma sin netto gjeldsposisjon kan endre seg fra NFO til NFA over tid. Det mest normale på grunn av skattemessig fradrag fra gjeldsrenter, er at selskapet befinner seg i en netto rentebærende gjeldsposisjon (NFO).

Det virker kanskje unødvendig å beskrive FCF og endringer i finansiell NFO når driftsrelatert superprofittmetode (med fokus på total kapital), ikke benytter seg av verken FCF eller tar hensyn til utviklingen i NFO for å gjennomføre verdsettelsen? En verdsettelse basert på total kapitalen vil ha en vesentlig mangel hvis ikke risiko knyttet til å betjene gjelden vurderes i en soliditetsanalyse, og selskapets evne til å generere FCF er et viktig verktøy i den sammenheng. Dessuten er det svært enkelt å beregne FCF på grunn av *cash conservation rule* etter at omgrupperingen er gjennomført.

FCF beregnet ved hjelp av regnskapets sammenhenger vil ikke nødvendigvis gi samme beløp som oppgis i kontantstrømsoppstillingen til selskapet. Den ordinære kontantstrømsoppstillingen har som hensikt å forklare endring i kontantbeholdning i løpet av året, og feilklassifiserer av og til

kontantstrømmer sett fra et aksjonærorientert syn, f. eks kan investeringer i finansielle eiendeler (som vurderes som andel NFO/NFA) inkluderes som investeringer i drift (Penman, 2013 s. 352). Den beregnede FCF som beregnes basert på omgrupperingen kan benyttes direkte i en DCF verdsettelse hvis beregnet FCF representerer verdiskapningen i bedriften (problematikken er diskutert i verdsettelseslitteratur del 3.1.3).

## **Omgruppering av Visma sitt regnskap:**

Visma publiserer årsrapporter som er godkjent av revisor selv om selskapet ikke er børsnotert. Analyseperioden er satt til 2001-2013, og Visma har brukt standarden IFRS for årene 2004-2013, mens NGAAP ble benyttet før 2004. Analyseperioden er blant annet valgt ut ifra ønsket om å analysere forskjellene ved både børsnotert og Private Equity eierskap.

## **Regnskapsføring av investeringer i andre selskaper**

Visma sine eierandeler i andre selskaper kompliserer og skaper problemer for omgrupperingen og regnskapsanalysen. Regnskapsføringen for en investering i et annet selskap er avhengig av hvor mye Visma eier av selskapet:

1. Datterselskap: Ved full kontroll, vanligvis 50 % av stemmerettene eller mulighet til å bytte ut stryket i et selskap, konsolideres datterselskapets regnskaper fullt ut i Visma sitt regnskap, med separat tilhørende minoritetsandel i resultatregnskapet og egenkapital i balansen. En viss andel av datterselskapets eiendeler og gjeld som er blitt konsolidert inn i Visma sine regnskaper, tilhører kun minoriteten.
2. Tilknyttet selskap (egenkapitalmetoden): Ved eierandel mellom 20 % - 50 % (potensiell innflytelse på selskapets utdeling av utbytte). Visma sin prosentvise eierandel av årsresultatet (etter skatt) for det tilknyttede selskapet, vil bli ført som "result from associated companies" i Visma sitt resultatregnskap. I balansen føres kostprisen på aksjene som "shares in associated company", og "result from associate" vil øke/reducere balanseposten. Mottatt utbytte vil redusere balanseposten tilsvarende utbyttet.
3. Investering: Eierandel under 20 %, ingen reell innflytelse. Aksjeporteføljer kan fungere som aksjespekulasjon eller midlertidig passering av kontanter for å oppnå finansgevinst. En slik portefølje ville blitt klassifisert som finans, og tilhørende avkastning som finansinntekt og tap som finanskostnad. Er derimot aksjeporteføljen av langsiktig karakter og vurdert som strategisk i forhold til drift, bør den klassifiseres som drift, med tilhørende resultater som driftsrelaterte.

## **Poster som inngår i omgrupper balanse**

- Skatt har sitt opphav i drift, derfor klassifiseres skatterelaterte poster som drift.
- Goodwill er en driftseiendel, den oppstår i forbindelse med oppkjøp av driftsmidler.
- Kundefordringer og leverandørgjeld er åpenbart knyttet til driftsaktivitetene. Det samme gjelder maskiner, eiendom og varelager.

### **Kontanter:**

Kontantbeholdningen i balansen bør ideelt sett deles opp i drift og finans. Driftsrelaterte kontanter er penger som selskapet trenger for å drive forretning, typisk kontanter i kasseapparater for detaljistbedrifter. Den andre delen av kontantbeholdningen står i banken og forrentes som en finansiell eiendel. For selskaper hvor det er vanskelig å anslå fordelingen mellom drift og finans, anbefaler Penman at hele beholdningen klassifiseres som finans (Penman 2013, s.295). Det virker fornuftig å forutsette at hele kontantbeholdningen til Visma er finansiell på grunn av at mange av produktene betales ved abonnement slik at pengene tikker direkte inn på Visma sin bankkonto, og ikke i et kasseapparat.

### **Aksjeportefølje (Available-for-sale financial assets/investments )**

Flere av aksjene som er "tilgjengelig for salg" har vært i Visma sitt eierskap i mange år og er eierandeler i selskaper fra samme bransje som Visma. Bakover i tid finnes flere eierandeler i selskaper som i dag er en del av Visma-konsernet, f. eks SuperOffice ASA som i dag er Visma sitt CRM program. Alle balanseposter som har med aksjeporteføljen å gjøre, klassifiseres derfor som drift.

### **Tilknyttet selskap (Associated company -note 24)**

Dette er en investering i operasjonene til et eiendomsselskap med navn SuperInvest AS. Eierandelen ble endret fra "shares available for sale" til "associated company" i August 2008. Det står i note 24 (årsrapporter fra og med 2008) at investeringen er av strategisk betydning for Visma og at de har en signifikant innflytelse på styret gjennom sin eierandel. Beholdningen klassifiseres derfor som drift.

Eierandelen har vært uendret på 22,2% i flere år, og siden andelen ligger mellom 20-50 % behandles den etter egenkapitalmetoden (equity method accounting). Dette innebærer at SuperInvest AS ble verdsatt til kostpris (som Visma vurderte var likt med fair-value) i 2008. Verdien på eierposten i balansen justeres opp eller ned med Visma sin andel (22,2 %) av årsresultatet til SuperInvest AS, slik at balanse og resultatregnskap stemmer overens. SuperInvest AS har ikke betalt utbytte etter selskapet etter endringen i 2008.

### **Minoritetsinteresser (non-controlling interest – note 1)**

Dette er hverken aksjer under 20 % eierskap, eller tilknyttet selskap (20-50 %), men et datterselskap som Visma fullt ut kontrollerer (minst 50 % av stemmene). Posten behandles som egenkapital (Penman 2013, s 298). Justering blir gjort som siste steg i verdsettelsen.

### **Pensjon (note 3)**

Pensjonskostnadene er ført under “payroll” som driftskostnad i resultatregnskapet, og disse er ikke videre spesifisert inn i typiske delkostnader med finanselementer (f.eks interest cost) slik at hele posten må klassifiseres som drift. Tilhørende balansepost, 'Pension liabilities' føres da som driftsrelatert for å oppnå konsistens.

### **Uopptjent inntekt (Deferred Revenue – note 22)**

Software selskaper har typisk en stor andel med uopptjent inntekt oppført som gjeld i balansen. Dette er fordi innbetalinger fra lisenser og årlige service og vedlikeholdsavtaler oppstår før tjenesten er utført/levert. Kun utførte tjenester kan resultatføres, men så lenge inntektene er forventet oppstå (på grunn av abonnement for et eller flere år), kan Visma bokføre inntekten som uopptjent i balansen (som en gjeldspost). Visma vil så flytte deler av den uopptjente inntekten over til resultatregnskapet i henhold til regnskapsprinsipper for når inntekten anses som opptjent. Uopptjent inntekt i balansen er driftsrelatert (Penman 2013, s 397).

### **Poster som inngår i omgruppert resultatregnskap**

#### **Dirty Surplus:**

- 'Net gain (loss) on shares classified as available for sale er driftsrelaterte og tas inn i resultatregnskapet (tilhørende balansepost er klassifisert som drift).
- 'Net gain (loss) on financial hedging instruments (note 20) oppstår i forbindelse med risikostrying/hedging av kontantstrømmer knyttet til driftsaktivitetene. Slike instrumenter kan enten tilbakeføres til balansen eller tas inn i resultatregnskapet. Vi velger å klassifisere denne som drift etter oppfordring fra Penman (20013, s.263-264), men er samtidig klar over at alternativ behandling er å balanseføre den (dette ble gjennomført i BUS 440, Gjesdal 2012b). Posten er dessuten kun et liten beløp.
- Siden Visma for tiden er unotert, finnes det ingen “hidden dirty surplus”-opsjoner fremmover i tid som påvirker verdsettelsen.

Alle dirty surplus poster er driftsrelaterte, men unormale (kan ikke prognostiseres).

## **Resultater knyttet til aksjeporteføljen**

Det ville vært svært lite tilfredsstillende å klassifisere Visma sin aksjeportefølje som finansiell, men å klassifisere den som driftsrelatert byr på utfordringer. Visma har endret rapporteringen av resultater knyttet til aksjeporteføljen flere ganger, for 2008-2013 er endringene rapportert som dirty surplus. Utbytte fra aksjene er inkludert som finansinntekt i det konsoliderte regnskapet gjennom hele analyseperioden, og for årene før 2008 er gevinst og salg av tilknyttet aksjene inkludert i resultatregnskapet som finansposter. Fritaksmetoden kompliserer det hele fordi gevinster fra realisasjon av aksjer som er hjemmehørende i høyskatteland innenfor EØS, ikke kommer til beskatning mellom selskapsaksjonærer. Tap kan ikke heller ikke trekkes fra på skatten, og utbytte er hovedsakelig unntatt beskatning. Derfor må disse postene trekkes ut av finans og introduseres som driftsrelatert (etter skatt/uavhengig av skatt), slik at skattefordelen til Visma som netto finanskostnad gir opphav til, blir riktig belastet driftsaktiviteten (slik at drift fremstår som uavhengig av finans).

For å oppnå konsistens mellom omgruppert balanse og resultatregnskap for hele analyseperioden, blir alle poster som relaterer seg til aksjeporteføljen klassifisert som drift. For årene 2001-2013 flyttes finansinntekter og finanskostnader over til drift.

Videre forutsetter vi at fritaksmetoden har eksistert gjennom hele analyseperioden for at årene skal være sammenlignbare, og at alle aksjene er eierandeler i selskaper som faller innenfor fritaksmetoden (høyskatteland i EØS). Vi velger å se bort i fra 3 % -regelen da denne bli en ubetydelig liten skattepost (3 % av utbyttet som da ville blitt ført som unormal inntekt, og 28% skatt av disse 3 % allokert, som igjen ville økt resultatet fra normal drift tilsvarende skatten). Samtlige resultater fra aksjeporteføljen klassifiseres altså som drift, men er vanskelig å spå i fremtiden slik at de må klassifiseres som unormal (Unusual operating income).

## **Finansposter (note 9):**

Finansinntektene og finanskostnadene har nå blitt justert for gevinst, tap og utbytte i forbindelse med aksjeporteføljen. Likevel mangler det en post i note 9 som ikke hører hjemme som finansiell aktivitet. Dette er finansinntekt og finanskostnad i forbindelse med interne transaksjoner i forskjellig valuta.

Allerede er dirty surplus posten "Exchange differences on translation of foreign operations, net of tax" ført som drift. Denne oppstår ved omregning av regnskapet til et utenlandsk datterselskap som skal konsolideres inn i Visma sitt regnskap (Penman 2013, s264). Valutapostene som dukker opp i finansregnskapet, er derimot knyttet til transaksjoner (ikke bare omregning/translation). Vi

konkluderer med at de er driftsrelatert og unormal mht. prognostisering. Postene flyttes ut fra finansinntekt og finanskostnad, og skatt allokeres.

**Skatt:**

Marginalskattesatsen har vært 28 % under hele analyseperioden<sup>25</sup>.

**Resultat fra tilknyttet selskap (Result from associated companies - note 24)**

Dette er 22,2 % av SuperInvest AS sitt årsresultat (etter skatt) tilhørende balanseposten som ble klassifisert som drift. Resultatandelen er allerede beskattet da den inkluderes i det konsoliderte resultatregnskapet. Denne resultatposten klassifiseres som normal (vil gjenta seg i fremtiden og kan prognostiseres).

Nå består NFO av kontanter, rentebærende lån, andre finansielle lån, revolver, capitalized borrowing cost, og accrued interests.

**Potensielle kilder til målefeil som bør nevnes før regnskapsanalysen presenteres:**

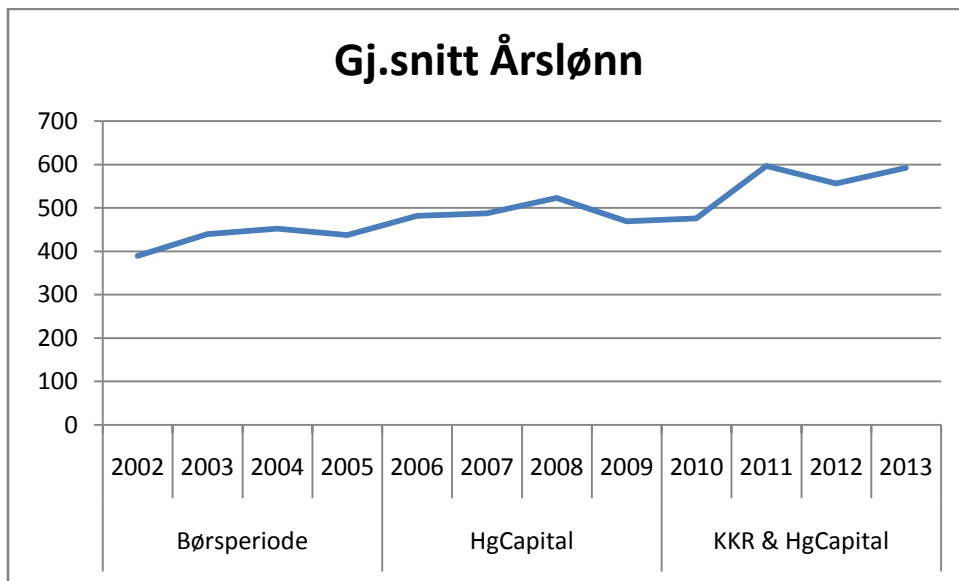
1. Aksjeporteføljen og fritaksmetoden er skyld i mindre målefeil for skatteberegningen (blant annet 3 % reglen).
2. CF-hedges kan tilbakeføres til balansen.
3. Konsoliderte poster (f. eks leverandørgjeld og *short term liabilities* kan inneholde rentebærende andeler uten at det gis opplysning om dette).

Oppsummering for Visma sitt omgrupperte regnskap finnes i Kapittel 6 Regnskapsanalyse.

---

<sup>25</sup> Marginalskattesatsen for 2014 er blitt endret til 27 %, dette tar vi hensyn til når fremtidsregnskapene skal prognostiseres.

## 6.2

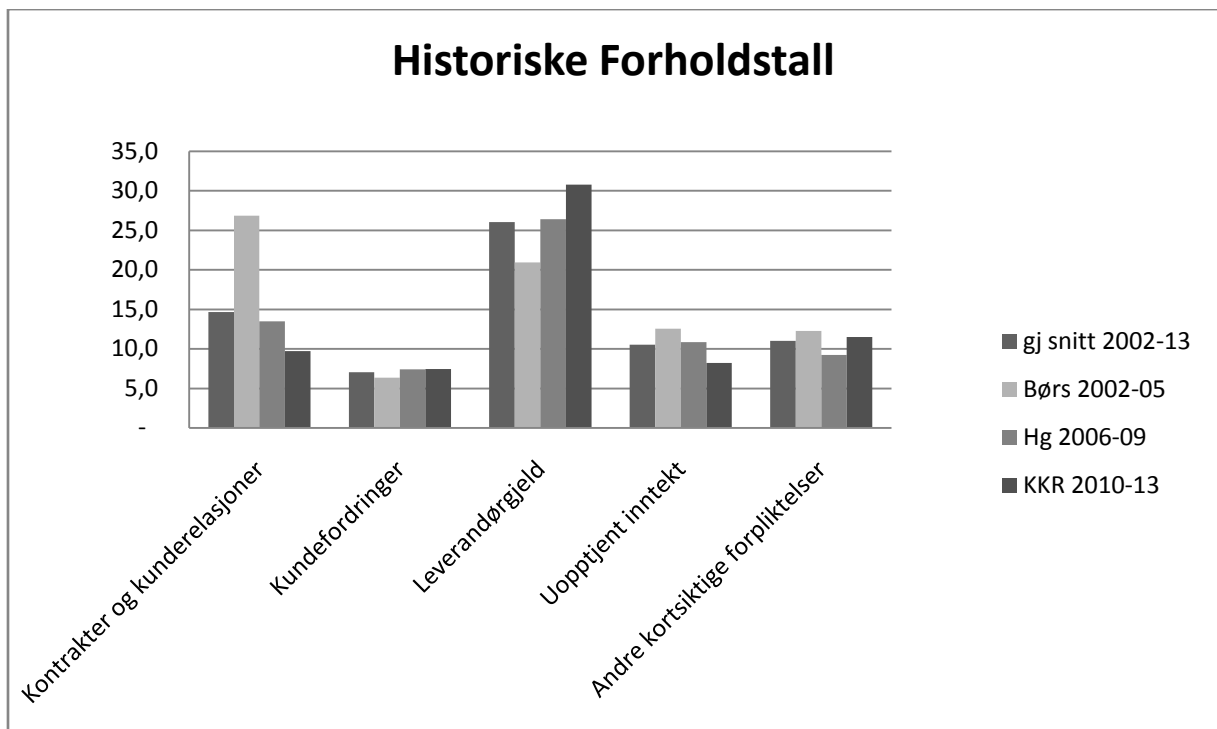


Figuren viser gjennomsnittlig årslønn i Visma for perioden 2002-13 (egen tilvirkning, basert på Visma årsrapporter)



## Vedlegg kapitel 7

### 7.1



Tabellen illustrer gjennomsnittlig utvikling av historiske forholdstall av salg (omløpshastighet) for hele perioden 2002-13 og tilknyttet hver enkelt eierskapsperiode (egen tilvirkning basert på omgruppering).

## 7.2 Scenario 2: Tough Competition

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salgsvekst organisk	8,4 %	8,0 %	6,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %
Salgsvekst oppkjøp	3,8 %	15,5 %	27,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %

Salgsveksten antas noe svakere enn for scenario Buy and Build grunnet økt konkurranse på pris, hvor konkurransen skjer gradvis med størst effekt fra 2016. Steady state estimatet er redusert fra 5 % til 3 % i forhold til Buy and Build.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salg og distribusjonskostnader	14,4 %	16,0 %	17,0 %	16,5 %	15,0 %	15,0 %
Lønn og personalkostnader	51,4 %	52,0 %	53,0 %	56,0 %	56,0 %	56,0 %
Avskrivning og amortisering	5,8 %	5,8 %	5,8 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Andre driftskostnader	13,7 %	13,7 %	13,5 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>85,2 %</b>	<b>87,50 %</b>	<b>89,30 %</b>	<b>94,00 %</b>	<b>92,00 %</b>	<b>92,00 %</b>

Fall i salgsinntekter gir kostnadsøkning i forhold til salg. Sett mot Buy and Build reduserer lønnsomhetsmarginene ned mot bransjesnittet (se kapittel 8 WACC og Bransjetall).

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>						
Goodwill	3 986 940	4 861 940	5 401 940	4 851 940	4 501 940	4 551 940
+ overført fra oppkjøp		875 000	540 000	100 000	100 000	50 000
- ekstraordinære nedskrivninger				-650 000	-450 000	-
Andre immatrielle eiendeler	591 285	1 431 285	1 771 285	1 821 285	1 871 285	1 896 285
+ overført fra oppkjøp		840000	340000	50000	50000	25000
Kontrakter og kunderelasjoner	9,8	9,8	9,8	12	14	15
Kundefordringer	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
<b>Driftsrelaterte forpliktelser</b>						
Leverandørgjeld	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2
Uopptjent inntekt	7,7	7,70	7,50	7,40	7,30	7,20
Andre kortsiktige forpliktelser	10,8	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
<b>Annen netto driftskapital</b>	<b>8,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>

Balansen er lik som for Buy and Build scenario, med unntak av goodwill som skrives ned i 2016-17 på grunn av dårligere enn forventet markedsutvikling som skaper nedskrivninger av tidligere kjøpte selskap. Goodwill testes for nedskrivning 31/12/201x. Nedskrivningen er hhv. 650 mill i 2016 og 450 mill i 2017.

### 7.3 Scenario 3: The Bidding Game

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salgsvekst organisk	8,4 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	6,0 %	4,0 %
Salgsvekst oppkjøp	3,8 %	15,5 %	27,0 %	2,0 %	2,0 %	1,0 %

Identisk utvikling av salgsinntekter som Buy and Build scenario.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Salg og distribusjonskostnader	14,4 %	16,0 %	17,0 %	16,5 %	15,0 %	14,3 %
Lønn og personalkostnader	51,4 %	52,5 %	53,0 %	53,0 %	51,8 %	51,6 %
Avskrivning og amortisering	5,8 %	5,9 %	5,9 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Andre driftskostnader	13,7 %	13,7 %	13,5 %	13,5 %	13,0 %	13,0 %
<b>Totale driftskostnader</b>	<b>85,2 %</b>	<b>88,10 %</b>	<b>89,40 %</b>	<b>88,60 %</b>	<b>85,40 %</b>	<b>84,50 %</b>

Identisk kostnadsutvikling som Buy and Build scenario.

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>						
Goodwill	3 986 940	5 736 940	6 816 940	7 016 940	7 216 940	7 316 940
+ overført fra oppkjøp		1 750 000	1 080 000	200 000	200 000	100 000
Andre immatrielle eiendeler	591 285,0	1 431 285	1 771 285	1 821 285	1 871 285	1 896 285
+ overført fra oppkjøp		840000	340000	50000	50000	25000
Kontrakter og kunderelasjoner	9,8	9,8	9,8	12	14	15
Kundefordringer	7,5	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
<b>Driftsrelaterte forpliktelser</b>						
Leverandørgjeld	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2	33,2
Uopptjent inntekt	7,7	7,70	7,50	7,40	7,30	7,20
Andre kortsiktige forpliktelser	10,8	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
<b>Annen netto driftskapital</b>	<b>8,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>	<b>6,4 %</b>

Balansen er identisk med Buy and Build scenario, men budkrig fører til dyrere oppkjøp, som igjen øker goodwill for årene 2014-18 (se vedlegg 7.4).

#### 7.4 Potensielle Oppkjøpskandidater

##### **År 2014:**

Følgende selskap egner seg som oppkjøpskandidater

1. ReadSoft AB (Svensk)
2. FormPipe Software AB (Svensk)

Total økning i goodwill 2014: 875 mill NOK

Total økning i immaterielle eiendeler 2014: 840 mill NOK

##### **Detaljer ReadSoft AB**

###### **Beregning av markedsverdi i NOK**

Aksjer (A + B)	33 144 440
Kurs (08.06.2014)	39,8
1 SEK/NOK kurs	0,89
Markedsverdi (SEK mill)	1 320
Markedsverdi (NOK mill)	1 175

###### **Informasjon fra regnskap 2013 (tall i NOK mill)**

Omsetning 2013	678
Bokførte verdier	313
Langsiktige eiendeler	390

###### **Oppkjøpspremie**

Markedsverdi (NOK mill)	1175
Bokførte verdier	313
Oppkjøpspremie	862

###### **Forenklet konsolidering (NOK mill)**

Økning immaterielle eiendeler	390
Økning goodwill (oppkjøpspremie)	862

Oppkjøpene medfører også noe økning i driftrelaterte forpliktelser. Disse forutsettes dekket av KOH som modellerer ekstraordinær økning i relevante balanseposter grunnet økt salg fra oppkjøpet.

##### **Kilder:**

Regnskap 2013: <http://mb.cision.com/Main/493/9536643/210628.pdf>

Markedsdata:

<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/bolagsfakta.html?identifiser=3967&marketplace=11>

## Detaljer FormPipe Software AB

### Beregning av markedsverdi i NOK

Børsverdi 08.06.2014 (SEK mill)	283,8
1 SEK/NOK kurs	0,89
Markedsverdi (NOK mill)	250

### Informasjon fra regnskap 2013 (tall i NOK mill)

Omsetning 2013	267
Bokførte verdier	237
Langsiktige eiendeler	450

### Oppkjøpspremie

Markedsverdi (NOK mill)	250
Bokførte verdier	237
Oppkjøpspremie	13

### Forenklet konsolidering (NOK mill)

Økning immaterielle eiendeler	450
Økning goodwill (oppkjøpspremie)	13

Oppkjøpene medfører også noe økning i driftrelaterte forpliktelser. Disse forutsettes dekket av KOH som modellerer ekstraordinær økning i relevante balanseposter grunnet økt salg fra oppkjøpet.

#### **Kilder:**

Regnskap 2013:

<http://www.formpipe.com/Investor-Relations/Financial-reports/2013/Annual-Report-2013/>

Markedsdata:

<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/bolagsfakta.html?identifiser=72565&marketplace=11>

## År 2015:

Følgende selskap egner seg som oppkjøpskandidater

1. Proact IT Group AB (Svensk)

Total økning i goodwill 2014: 540 mill NOK

Total økning i immaterielle eiendeler 2014: 340 mill NOK

### Beregning av markedsverdi i NOK

Børsverdi 08.06.2014 (SEK mill)	847,1
1 SEK/NOK kurs	0,89
Markedsverdi (NOK mill)	754

### Informasjon fra regnskap 2013 (tall i NOK mill)

Omsetning 2013	2051
Bokførte verdier	215
Langsiktige eiendeler	340

### Oppkjøpspremie

Markedsverdi (NOK mill)	754
Bokførte verdier	215
Oppkjøpspremie	540

### Forenklet konsolidering (NOK mill)

Økning immaterielle eiendeler	340
Økning goodwill (oppkjøpspremie)	540

### **Kilder:**

Regnskap 2013:

<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/25/3D/E6/wkr0006.pdf>

Markedsdata:

<https://www.nordnet.no/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/bolagsfakta.html?identifiser=72565&marketplace=11>

### **Årene 2016->**

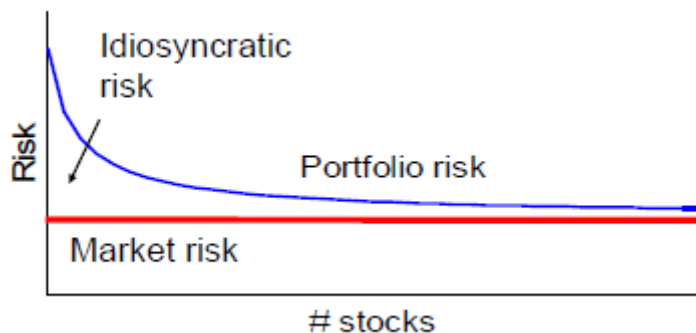
Det antas pause fra større oppkjøp, men basert på erfaring modelleres mindre oppkjøp i periodene som følger. Det finnes svært mange små selskaper som er passende oppkjøpsmål for Visma.

Risiko: Konsolidering av oppkjøpskandidater er forenkelt for å gjøre modelleringen praktisk, men likevel realistisk. Omregningskurs SEK/NOK og markedsdata er fra dato 08.06.2014, og regnskapstall 2013.

## Vedlegg Kapittel 8

### 8.1 CAPM og WACC

CAPM modellen har en robust forklaringskraft for hvordan man måler risiko og sammenhengen mellom risiko og avkastning. Videre følger fra CAPM at en risikoovers investor bør diversifisere porteføljeinvesteringer for å redusere den ikke-systematiske risikoen og dermed holde mest av den systematiske risikoen, som man ikke kan diversifisere seg bort fra i følge CAPM.



Figur 8.1 Viser sammenhengen ved å diversifisere (baseres på undervisningsmaterieill til FIE402 Corporate Finans v/ Prof. Thore Johnsen)

Videre følger det av modellen at investoren må være veldiversifisert, noe private investorer ofte ikke er. Når det kommer til PE-eierne i Visma, har de en bred portefølje av ulike selskap og er følgelig fult diversifisert. Da anbefaler Damodaran å benytte modellen som den er (Damodaran, 2012 s668)

Dessverre viser de empiriske funne til Fama & French (2004) at CAPM har lav empirisk forklaringskraft og dermed kritiserer de modellen enkle oppbygning. Fama & French (1993) utvider CAPM modellen til en trefaktor modell for å bedre estimatene. Likevel ønsker vi å benytte CAPM modellen på Visma, da vi anser det mest hensiktsmessig å benytte en enkel modell på et unotert selskap som Visma, for å redusere antall feilparametere i input.

### Egenkapitalbeta og bransjebeta

Følgende definisjon er gitt fra *Bøhren og Michalse (2006:)*

”Vi har sett at målet på relevant risiko må ta hensyn til samvariasjonen mellom enkeltaksjen og markedet. I stedet for å uttrykke dette gjennom kovarians, viser det seg lettere å forstå samvariasjonen som kovarians pr. enhet markedsvarians. Dette relative risikomålet, som

vanligvis kalles beta ( $\beta$ ), viser aksjens systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko" (Bøhren og Michalsen, 2006).

Hvor man benytter følgende formel:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Hvor

$\beta_i$  = Egenkapitalbeta

$R_i$  = Aksjeavkastningen

$R_m$  = Markedsavkastningen

BETA verdier gjelder for en veldiversifisert investor og måler samvariasjonen mellom markedet og en aksje ved historiske data. Har selskapet en beta på 1,5 betyr det at aksjekursen går opp 1,5% om markedet går opp med 1%, og likeledes om markedet går ned. Altså, desto høyere betaverdi desto høyere risiko enn markedet. Hovedfaktorene som driver en BETA verdi er inntekstrisiko, målt i svingninger i inntekter, kostnadsrisiko målt ved operasjonell gearing, og gjeldsrisiko målt ved finansiell gearing, eller gjeldsgrad (Damodaran 2012, s193).

Som Answath Damodaran (2012, s 188) drøfter er det tre avklarings spørsmål rundt en betautregning.

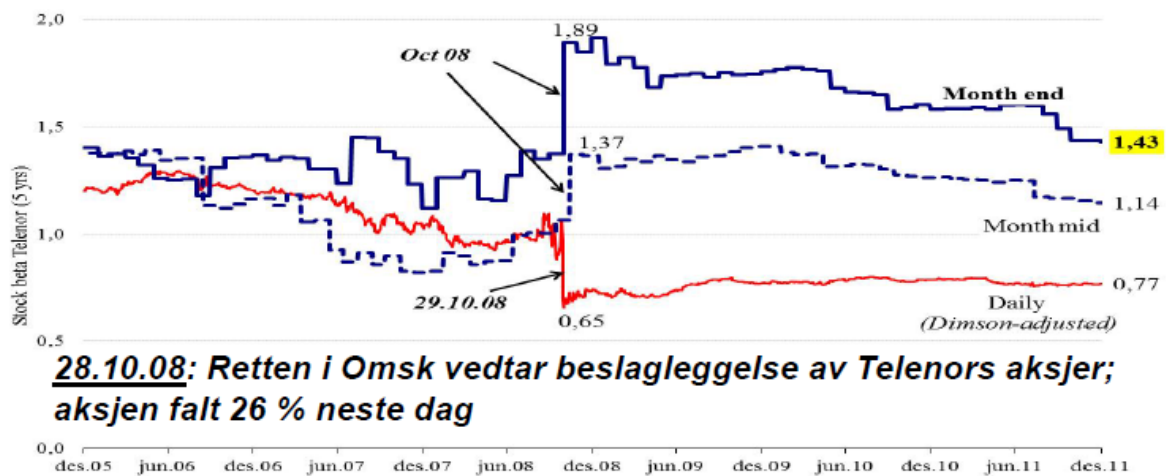
1) Estimeringslengde av data, 2) målpunkt intervall og 3) valg av markedsindeks.

Estimeringslengden benyttet av Standard & Poor's er fem år mens Bloomberg benytter 2 års data lengde. Hvor trade-off er, lenger estimeringslengde inneholder mer data, men kanskje ikke all data lenger er relevant da selskapets risikokarakteristika har endret seg (Damodaran 2012). I denne oppgaven benytter vi tall fra Damodaran Online (2014) som er en vektet fremgangsmåte hvor vi benytter både 2 og fem år.

Ved valg av målepunkt baseres det på FIE 402 Corporate Finance på NHH. Prof. Thore Johnsen viser i sine forelesningsfoiler om CAPM at man bør ta hensyn til estimeringsfeil rundt beta utregning, og større endringer i selskapsrisikoen som vil påvirke Beta. Estimeringsfeil vises ved utregning på børsnoterte Telenor, ved å benytte samme estimeringslengde men målepunktet er daglig data, månedlig data med datapunkt medio og datapunkt ultimo i måneden gir henholdsvis betaverdi 0.77, 1.14 og 1.43. Det vi ser er store forskjeller i hvordan risikoen blir presenter i selskapet. I denne utredningen benytte tall fra Damodaran online (2014) hvor dette er uklart.



- ◆ Telenor NOK:USD international stock beta 2007 – 11
  - ekstremt påvirket av en russisk juridisk konflikt i oktober 2008



Figur 8.2 Viser grafisk ulike betaverdi basert på valg av tidsintervall og datapunkt (undervisningsmaterieill til FIE402 Corporate Finans v/ Prof. Thore Johnsen)

Valg av markedsindeks argumenterer Answath Damodaran(2012, s 188) for standard praksis er å benytte indeksen man benytter bør være i det samme land som selskapet er børsnotert. For Visma sin del, er det få sammenlignbare selskap på Oslo børs vi kan benytte. Videre er Visma representert i flere europeiske land, noe som blir avgjørende at vi velger å benytte en bred markedsindeks for Europa, også knyttet opp med påfølgende analyse.

Da Visma ikke er børsnotert vil vi ikke kunne måle deres egenkapitalbeta i dag. Videre ved å ta utgangspunkt i deres egenkapitalbeta fra Visma var børsnotert byr på flere problemer som dataen er utdatert og selskapet har endret seg betydelig siden Visma ble tatt av børs i 2006. Answath Damodaran(2012 s197) argumenterer for å gå frem basert på de tre overnevnte faktorene, beta drivere, ved å bryte det ned til fem skritt i prosess som kalles "bottom-up betas" 1) Identifiser hvilke sektorer selskapet operer i, 2) Finn andre selskap eller bransjebeta som man kan benyttet på selskapet, 3) estimer beta uten gjeld og cash for bransjen, 4)Estimer beta uten gjeld og cash for selskapet basert på hvilke bransjer selskapet har sin virksomhet og 5)estimer markedsverdien av gjeld og egenkapital til selskapet og deretter benytt G/EK ratio for å estimerer levered beta.

1)Visma har hovedsakelig sine inntekter fra Software-produkter, eller intern utnyttelse av de samme software produktene. Dermed vil vi benytte Software sektoren som grunnlag for hele selskapet.

2) En god proxy vil være å benytte bransjebeta fra en sektor med tilsvarende karakteristika som Visma. Computer Software sektoren fra Answath Damodaran sine kontinuerlige forskning ved Stern business school (Answath Damodaran, 2014). Undersøkelsen er basert på 244 Europeiske selskap.

Betaverdiene til bransjen blir utregnet på følgende måte. Damodaran benytter hvor tilgjengelig 5 års data, for alle selskap i verden (utenfor USA). Både 2- og 5 års data beregninger på beta, ekskluderer selskap med mindre enn 2 års data og benytter betaverdien 1 hvis 5 års data er utilgjengelig, mot lokal index, som CAC I Frankrike, Sensex I India og Bovespai Brasil. Avslutningsvis kalibreres summen av alle sektorer for å se at globalt gjennomsnitt er tilnærmet 1 (Answath Damodaran, 2014). Videre utregnes en tidsvektet bransjebetaen på følgende formel:

$$\beta_{bransje} = \frac{2}{3} * \beta_{bransje, 2\text{år}} + \frac{1}{3} * \beta_{bransje, 5\text{år}}$$

Hvor

$\beta_{bransje}$  = Bransjebeta

$\beta_{bransje, 2\text{år}}$  = Bransjebeta for 2 år

$\beta_{bransje, 5\text{år}}$  = Bransjebeta for 5 år

3) Estimering av unlevered beta. En betaverdi som reflekterer selskapenes operasjonelle eiendeler gitt ved følgende utledning, i to skritt:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{bransje}}{[1 + (1 - \text{effektiv skatt}) * (\text{Gjeld} / \text{Egenkapital})]}$$

Hvor

$\beta_{unlevered}$  = Bransjebeta korrigert for gjeld

Gjeld = Akkumulert gjeld for sektoren

Egenkapital = Akkumulert markedsverdien til egenkapital

$$\text{Effektiv skatt} = \frac{\text{Betalt skatt}}{\text{Skattbar inntekt}}^{26}$$

Bransjebeta korrigert for gjeld reflekterer både operasjonelle eiendeler og kontantbeholdningen til selskapene. Kontantbeholdningen burde ha beta tilnærmet 0, dermed anbefaler Damodaran å trekke ut kontantbeholdningen til selskapene med følgende formel (Damodran, 2012 s200),:

$$\beta_{\text{unlevered, eks cash}} = \frac{\beta_{\text{unlevered}}}{(1 - \text{Kontantbeholdning/Selskaps verdi})}$$

Dermed vil et selskap med  $\beta_{\text{unlevered}} = 1.2$  og kontantbeholdning på 20% av balansen vil gi

$$\beta_{\text{unlevered, eks cash}} \rightarrow \frac{1.2}{(1-0.2)} = 1.5$$

Bransjebetaen er for Europa 1.01, korrigert for gjeld 0.95 og til slutt korrigert for cash og gjeld 0.98.

Beta	EU Beta	US Beta	Global Beta
Bransjebeta	1.01	1.05	1.09
Bransjebeta korrigert for gjeld	0.95	0.95	1.05
Bransjebeta korrigert for gjeld og kontantbeholdning	0.98	0.98	1.10

4) Estimering av Visma sin Beta, uten gjeld og cash, ved å benytte et vektet snitt av ulike sektorer de operer i. (Her kan vi legge inn andel som kommer fra regnskap som trolig vil ha en lavere beta.)

$$\beta_{\text{unlevered, eks cash, firm}} = \sum_{i=1}^{i=k} (\beta_{\text{unlevered, eks cash}} * V_i), \quad \text{hvor } 0 \leq V \leq 1$$

Hvor

V = Vekten til selskapet målt i andel av selskapet knyttet opp mot hver enkelt sektor

k=antall bedrifter

---

<sup>26</sup> selskapene ikke oppgir marginalskatt i økonomiske rapporter benytter Damodaran effektivskatt fra regnskapsrapporten.

## 5) Estimere betaverdi for Visma

$$\beta_{Visma} = \beta_{\text{unlevered, eks cash}} * \left[ 1 + (1 - s) * \left( \frac{G}{EK} \right) \right]$$

$$\beta_{Visma} = 0.98 * \left[ 1 + (1 - 0.27) * \left( \frac{4\,200}{18\,000} \right) \right] = 1.2$$

Vi har forutsatt at ny eier er en evig eier, og siden dette er en bransjebeta bør man ikke korrigerer for Marshall Blume(1971) sine funn. Analyse av 415 ulike selskaper i perioden 1926 til 1961, fant Blume ut at BETA verdiene tenderte til å bevege seg mot 1(mean reversion)  $\beta_t = \frac{2}{3} * \beta_{t-1} + \frac{1}{3} * 1$ . Da forskningen kun er rettet mot enkeltsselskap der ny eier er langsiktig og ikke bransje, justerer man ikke bransjebetaen mot 1.

### **korrelasjon med markedet**

Her vil vi finne korrelasjonen mellom Visma eiere og markeds BETA. Vi forutsatte å benytte PE-eierne som standard for hvor diversifisert investorene er, med begrunnelse at PE-eier har majoritetsandelen av aksjene i Visma. Dette vil medføre at PE-eierne har det siste ordet ved et eventuelt oppkjøp. Investorene KKR og HgCapital er som nevnt tidligere fullt diversifisert. Dermed gjøres ingen videre justeringer for betaverdien.

### **Risikofri rente**

Risikofri rente ( $r_f$ ) er ofte brukt som basis økonomiske analyser og modeller. Dette gir gjenklang til de utallige akademiske drøftelsene rundt "hva er egentlig en risikofri rente?" Den risikofrie renten kan defineres som følgende. Risikofri rente er et mål på den sikre avkastningen en investor kan få ved en alternativ risikofri plassering i et gitt tidsintervall. Answath Damodaran (2002) argumenterer for at den eneste risikofrie renter, hvor man med høy sannsynlighet kan si er risikofri, er verdipapir utstedt av stat også kalt statspapirer, statsveksler eller statsobligasjoner. Grunnargumentet baser på at en stat alltid kan trykke nye penger for å betale sine forpliktelser.

På den andre side viser Reinhart og Rogoff (2008) et historisk overblikk over statsgjeld, hvorav kun en håndfull land ikke har misligholdt- eller restrukturert egen statsgjeld fra første år med selvstendighet og frem til 2006. Oversikten viser at Belgia, Danmark, Finland, Norge, Sverige og UK er best i klassen

med ingen anmerkninger, altså vært tilnærmet frem til i dag risikofri. Derimot har f.eks. Hellas fra året landet ble selvstendig i 1829 og frem til 2006, misligholdt eller restrukturert gjelden hele 5 ganger, videre at 50.6% av den overnevnte tiden har Hellas vært i gjeldsforhandlinger. Tiden etter fagartikkelens tidsomfang har man også erfart i Europa at land i pengeunion også kan defaulte statsgjeld (Kinserdal 2013). Til tross for historiske svakheter benyttes statsgjeld som risikofri rente i modellene.

Grovt kan man skille mellom to fremgangsmåter for å finne risikofri rente. Den ene knyttes opp til hver enkelt investering, mens den andre knyttes opp til fondet/eller eierens kontinuerlige tidsperspektiv, hvor man reinvesterer kapitalen fra den solgte investeringen. På den ene side taler Soffer og Soffer (2003, s 146) for at bør man koble rentepapiret til tidspunktet nærmest terminalverdi eller salgstidspunktet, i dette tilfellet 2016. På den andre side har vi Koller, Goedhart & Wessels (2010) som argumenterer å benytte lenger rentepapirer, som i dette tilfellet hvor Visma er eid av to PE-fond, som vil kontinuerlig reinvestere kapitalen ved solgt investering, bør benytte det lengste papiret tilgjengelig her 10årig stat. Videre viser markedsundersøkelser basert på norsk risikopremie fra PwC (2013) at de norske respondentene i år 224 av 1150 Norwegian Society of Financial Analysts medlemmer at de benytter ulik lengde på risikofri rente, 3% benytter syntetisk 30-årig statsobligasjon, 44% 10-årig, 20% 5-årig og 13% 3mnd.

Videre kan det diskuteres om lengre obligasjoner inneholder inflasjonsrisiko. Professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole har i kurset FIE 426 Kapitalforvaltning sett på risikopremie mellom korte og lange obligasjoner i US stat. Funnene viser om man holder lange eller korte renter med kontinuerlig reinvestering (alltid holde obligasjonen med riktig tid igjen til forfall) gir liten differanse mellom korte og lange renter, og som han beskriver det forbløffende stabil risikopremie i den korte enden av yield kurven. Funnene basers på 15årig rullerende Geometrisk avkastning fra perioden 1926-2010

Videre diskuterer teoretikerne hvilket lands statspapirer man bør benytte, enten landet selskapet har inntektene sine, eller hvilket land eierne er representert i. Visma har inntekter fra flere land, hvor 96% kommer fra Skandinavia og 81% fra Norge og Sverige. Eierne er representert i Cayman Islands og England herunder City, hvor begge steder har spesielle regler for internasjonalt eierskap.

I lys av drøftelsen over benyttes Norges statsobligasjoner, denne anses som risikofri og er i samme pengeenhet som brorparten av inntektene til Visma. Norsk 3-årig statsobligasjonsrente er per 13.04.2014 på 1.73% effektiv rente og 10-årig stat 2.94% (Norges bank, 2014). Det benyttes 10 årig stat.

## Markedets risikopremie

Risikopremien  $RP = E(R_m - r_f)$  er her definert som den forventede differansen mellom markedets ( $R_m$ )- og den risikofrie ( $r_f$ ) avkastningen. Markedet er som regel spesifikk børsindeks som NASDAQ, FTSE100, Dow Jones30 og OSEBX, eller man kan benytte verdensindekser. Merton(1980) forklarer markedets risikopremie som marginalinvestorens oppfattelse av markeds risiko. Den teoretiske modellen Merton benytter avhenger av markedets totale risiko (her målt i varians) og gjennomsnittet til investorenes risikovilje.  $E(R_m - r_f) = \gamma * \bar{A} * \sigma_m^2$ , Hvor  $\gamma$  er gjennomsnitt investert kapital (% av total formue) i markedet,  $\bar{A}$  er gjennomsnittlige risikoaversjon, og  $\sigma_m^2$  er markedets varians. Modellen er godt innarbeidet i faget FIE 426 Kapitalforvaltning ved NHH, likevel belyses det at modellen beskriver fortiden bra, men lite nytteverdi for et fremtidsbilde.

For å danne et fremtidsbilde vil vi i denne utredningen benytte, som drøftet ovenfor CAPM-modellen, og i følge Bøhren og Michalsen (2010) er det et godt utgangspunkt å benytte historisk risikopremie i denne modellen. Det er flere fremgangsmåter hvor Answath Damodaran(2002) utdyper tre, for å finne estimat på risikopremien; 1) *estimat basert på historiske tall*, 2) *gjennomføre kvantitative og kvalitative undersøkelser blant markedsaktører* og 3) *ekstrahere et estimat basert på forventninger omkring fremtidig lønnsomhet og utbyttebetalinger*. Vi vil i denne utredningen se nærmere på 1 og 2.

## Risikopremie estimat basert på historiske tall

Den historiske meravkastningen fra aksjemarkedet utover risikofri rente (statspapir), ex-post tilnærming. Først må vi drøfte 1) hvilken tidsperiode og intervall som skal benyttes. Deretter 2) velge hvilket marked som skal definere risikopremien. I denne oppgaven er Visma representert i det Nordiske markedet som taler for en skandinavisk risikopremie. På den andre side er det eierne som priser selskapet og de investerer internasjonalt, som taler for en risikopremie basert på verden. Vi vil sammenlikne risikopremiene for se om forskjellene er store og evt. korrigere noe for dette. Deretter

Hvis tidsperioden man benytter er kort og nylig vil tallene være reelle men inneholde mye støy fra samtiden. Derimot ved å benytte lange tallserier vil tallene være mindre reelle men samtidig inneholde lite støy. I følge Damodaran (2012, s 161) er det store forskjeller i valg av tidsperiode, hvor mange benytter talldata fra 1926 eller tidligere og frem til i dag, mens nesten likemange benytter 50-, 20-, og 10års perspektiv. Ved kort intervall argumenteres det for at risikopremien endres over tid, og dermed gjenspeiler det korte bildet bedre av samtiden. Vi har valgt å se på et 100års perspektiv for å motvirke engangseffekter i økonomien generelt. Likevel skal det sies at tall som er beregnet på historiske tall ikke nødvendigvis reflektere effekter som påvirker dagens situasjon i Visma

konkurranse arena. Videre ser vi på geometrisk gjennomsnitt, da vi tar utgangspunkt i at ny eiere vil eie selskapet over tid og ikke som en kortsiktig investering, hvor et aritmetisk snitt ville vært mer anvendelig. Uten å videre utdype forskjellen mellom en geometrisk og aritmetisk utregning, vil geometriske gjennomsnitt alltid være lavere enn et aritmetisk gjennomsnitt.

For å danne et intervall på risikopremie belyses først de brede og store analysene som er blitt gjort. Dimson, Marsh & Staunton (2006) viser risikopremie fra 17 land, som skal indikerer verdensøkonomien, basert på 106års data (1900-2006). Basert på funnene i forskningen deres argumenteres det for en konservativ risikopremie på 3-3.5% for verden, noe lavere enn selve funnene, som er risikopremie over Bills på 4.74% og risikopremie over obligasjoner 4.04%. Det er gjort mange gode empiriske artikler på markedets risikopremie som Kocherlakota (1996), Cochrane (1997), Mehra & Prescott (2003), og mer nylig, Mehra & Prescott (2006), hvor alle artikler argumenter for en relativt lik risikopremie som funnene til Dimson, Marsh & Staunton (2006). Videre tar ikke de estimerte tallene høyde for konkurser (survivorship bias) eller oppkjøp, som taler for deres konservative anslag på risikopremien (Dimson, Marsh & Staunton 2006, s60). De Nordiske risikopremiene er for Norge, Sverige, Danmark og Finland på henholdsvis 3.07%, 5.73%, 2.87% og n/a. Ved å benytte historiske tall må en være klar over fallgruvene. Statistisk sett har undersøkelsene rundt 100 målpunkter, som er et lite grunnlag for å bevise noe.

### **Risikopremie estimat basert på kvantitative og kvalitative undersøkelser blant markedsaktører**

Den forventede meravkastningen til aksjemarkedet over risikofri rente (statspapir). En ex-ante tilnærming betyr å se inn i fremtiden. Damodaran (2012, s161) viser at ulike investeringsbanker, konsulenter og selskap benytter risikopremie fra 3-12% samtidig som de fleste benytter talldata fra samme kilde Ibbotson Associates.

PwC (2013) sine undersøkelser basers på fremtidsbildene til analytikerne i markedet ved å benytte to følgende fremgangsmåter. 1) Spørreundersøkelse til av markedsaktørene. 2) Analyser aksjene på børsen, ved å se på Enterprise Value, konsensus av cash-flow estimater, deretter får man implisitt avkastningskravet og risikopremien, slik at verdien av cashflow-estimatene kalibrerer med Enterprise Value i markedet.

Spørreundersøkelsen basert på norsk risikopremie fra PwC (2013) ble besvart av norske 188 av 1111 av Norwegian Society of Financial Analysts (NFF) medlemmer. Man må være kritisk til spørreundersøkelser, hvor man har mange feilkilder, her var antall respondenter få, altså trenger ikke svarene være representative for hele foreningen. Spørsmålformuleringen og respondentens

motivasjon til å besvare hva undersøkelse ønsker å oppnå er også uvisst. Med et lite antall besvarelser gir ingen statistisk signifikante svar, likevel gir det et overblikk over hvordan noen NFF-medlemmene praktiserer.

NFF-medlemmene svarte at de benytter en risikopremie i intervallet fra 4% til 8.5%, hvor gjennomsnittet benytter en risikopremie på 5% for 2014, risikopremien har vært lik siden 2011. Samtidig viser undersøkelsen at den observerte risikopremien basert på flere analyser indikerer en risikopremie på 5.6% på Oslobørs i perioden 2010-2013 (6.9% i perioden 2010-2012). Videre viser undersøkelsen at PE-investorer (11/244) gjennomsnittlig benytter en høyere risikopremie i Norge på 5.4%. Undersøkelsen viser også til smallcap premium, hvor investor krever høyere avkastning på selskap med mindre markedsverdi <5mrdNOK. Visma har verdi over 5mrdNOK og vi tar ikke hensyn til denne premiumen videre.

I Mai 2013 utførte Fernandez et al (2013) en årlig internasjonal undersøkelse hvorav funnene var økt risikopremie fra 2011-2013. For de Nordiske landene Visma er representert i var funnene per 2013 i Norge, Sverige, Danmark og Finland henholdsvis 6.0%, 6.0%, 6.4% og 6.8%.

Ved å justere opp risikopremien øker man CAPM kravet fra investor, som igjen reduserer verdien av fremtidig cash flow strømmer. Reduserer man risikopremien vil det motsatte inntreffe. Basert på drøftelsen ovenfor vurderes en konservativ risikopremie i intervallet det øvre intervallet  $R_p = 5-6.5\%$ .

### **Delkonklusjon**

Egenkapitalkravet er dermed:

$$K_e = r_f + \beta[E(R_m - r_f)] \leftrightarrow K_e = r_f + \beta[E(R_p)]$$

$$K_e = 2.89 + 1.2 * 5 = 8.89\%$$

### **Gjeldskostnad**

Gjeldskostnaden representerer hvilket rentenivå selskapet kan låne penger for. For selskap som er børsnotert er det vanlig å benytte utstedte obligasjoner, eller rating på obligasjonen for å finne default spreads. For Private selskap anbefaler Damodaran (2012, s 674-675) å benytte en av tre fremgangsmåter; 1)benytte nylig utstedt gjeld fra selskapet, 2) ved IPO kan man anta at gjeldskostnaden kan nærme seg bransjestandard for børsnoterte selskap, hvor selskapet vil endre sin gjeldstruktur mot bransjestandard, 3)benytte en tabell for gjeldsdekning og obligasjonsrating.



Andel gjeld defineres på følgende måte av Damodaran (2012, s.217). Benytt kun rentebærendegjeld istedenfor all gjeld, både kort- og langsiktig. Videre inkluderer operasjonell leasing og behandle dem som gjeld.

Gjeldsdekning	Rating	Spread
>12.50	AAA	0.50%
9.50-12.50	AA	0.65%
7.50-9.50	A+	0.85%
6.00-7.50	A	1.00%
4.50-6.00	A-	1.10%
3.50-4.50	BBB	1.60%
3.00-3.50	BBB	3.33%
2.50-3.00	B+	3.75%
2.00-2.50	B	5.00%
1.50-2.00	B-	5.25%
1.25-1.50	CCC	8.00%
0.80-1.25	CC	10.00%
0.50-0.80	C	12.00%
<0.50	D	15.00%

Tabell 8.5: illustrerer gjeldskostnad for selskap med markedsverdi < \$5mrd (Damodaran, 2012 s 212)

## Oppsummering WACC

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

$$WACC = \frac{18\,000}{(18\,000+4\,000)} + 8.89\% + \frac{4\,000}{(18\,000+4\,000)} * 6.35\% * (1 - 0,27) = 8.10\%$$

WACC	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
rf 3 år	6.39%	4.25%	2.96%	2.94%	3.84%	4.79%	4.52%	2.70%	2.46%	2.25%	1.44%	1.62%	1.69%
rf 5 år	6.36%	4.58%	3.62%	3.29%	4.00%	4.77%	4.42%	3.33%	2.83%	2.57%	1.60%	1.93%	2.12%
rf 10 år	6.38%	5.05%	4.37%	3.74%	4.16%	4.77%	4.46%	4.00%	3.53%	3.14%	2.10%	2.58%	2.91%
Gjeldskost	8.38%	7.05%	6.37%	5.74%	5.41%	2.08%	6.90%	7.48%	5.25%	4.82%	5.50%	5.82%	6.35%
Re 3 år	12.39%	10.25%	8.96%	8.94%	9.84%	10.79%	10.52%	8.70%	8.46%	8.25%	7.44%	7.62%	7.69%
Re 5 år	12.36%	10.58%	9.62%	9.29%	10.00%	10.77%	10.42%	9.33%	8.83%	8.57%	7.60%	7.93%	8.12%
Re 10 år	12.38%	11.05%	10.37%	9.74%	10.16%	10.77%	10.46%	10.00%	9.53%	9.14%	8.10%	8.58%	8.91%
WACC 3 år	12.37%	10.24%	8.95%	8.94%	9.84%	10.78%	10.51%	8.70%	8.45%	8.24%	7.44%	7.62%	7.69%
WACC 5 år	12.35%	10.57%	9.61%	9.29%	9.99%	10.76%	10.41%	9.32%	8.82%	8.56%	7.59%	7.92%	8.11%
WACC 10 år	12.37%	11.03%	10.32%	9.46%	9.81%	8.60%	9.24%	8.99%	8.43%	7.83%	7.06%	7.61%	8.08%
Gjeld (1000)	4,008	6,781	26,507	182,974	253,946	1,459,055	1,569,686	1,768,330	1,731,771	2,746,261	3,841,739	4,045,958	4,217,757
Kjøpsverdi Visma (basert på virkelige salg)					4,320,000				7,300,000				18,000,000
anslag verdi	2,000,000	2,424,619	2,939,388	3,563,447	4,320,000	4,752,000	5,483,088	6,326,654	7,300,000	9,147,665	11,462,984	14,364,321	18,000,000

Tabell 8.6: Historisk WACC, testet for ulike renter (3, 5 og 10 år), periode 2002-2013 (egen tilvirkning).

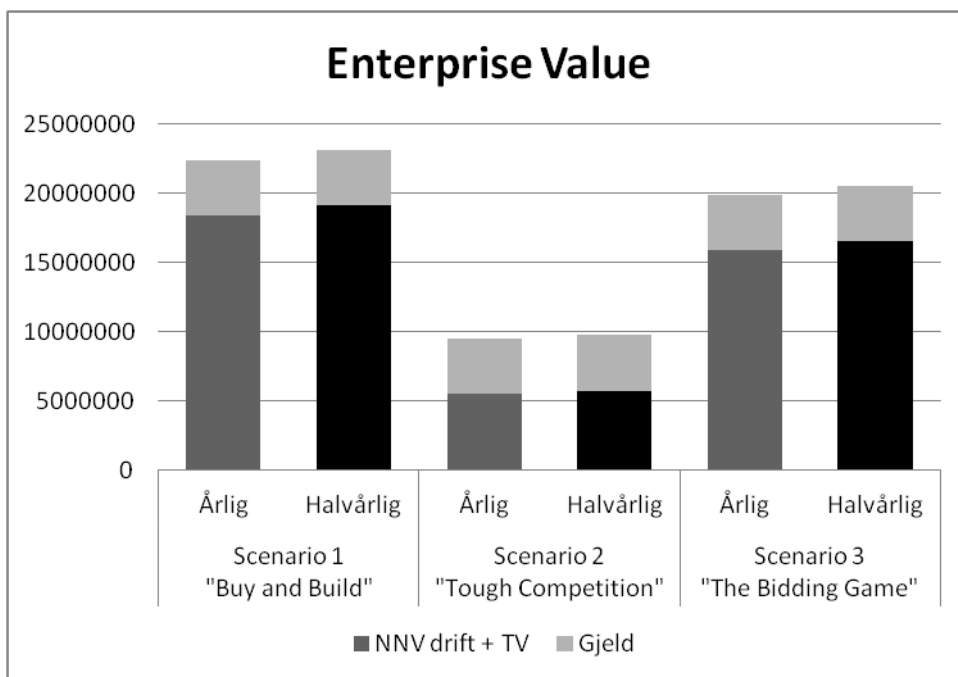
Vedlegg kapittel 9

9.1

<b>Enterprise Value Utregning</b>					
	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
Driftsrelatert superprofitt	253,150	337,777	498,964	893,030	24,869,995
WACC	8.10%				
				<b>Årlig</b>	<b>Halvårlig</b>
NNV av driftsrelatert superprofitt til 2013 verdi				18,420,165	19,151,657
Balanseverdi NDK 2013				3,993,566	3,993,566
EV				<b>22,413,731</b>	<b>23,145,223</b>

Tabell for utregning av EV for scenario 1 "Buy and Build", estimerte tall for 2014-2018, 2018 inneholder TV. Tilsvarende beregninger er gjennomført på scenario 2 og 3. (egen tilvirkning).

9.2



Figur for EV verdi basert på halvårlig og årlig NNV-utregning. Halvårlig diskontering impliserer at verdiskaping skapes likt gjennom hele året, noe som er tilfellet for Visma. EV blir høyere for alle scenario med halvårlig NNV (Benninga, 2008, p.116).

Vedlegg: Regnskapstall (Historisk), fullstendig omgruppering og fullstendig proforma for scenario 1  
Buy and Build