

**STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE
OG VERDSETTELSE AV**



Utført av

Asbjørn Lægreid – Hovedprofil i Finansiell økonomi

Daniel Eide – Hovedprofil i Økonomisk styring

Veiledet av Professor Kjell Henry Knivsflå

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 innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen har vi gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Itslearning AS. Formålet med oppgaven er å gi en verdivurdering av selskapets egenkapital, og deretter vurdere estimatet mot oppgitt verdi av dagens egenkapital.

Vi har foretatt en strategisk analyse av Itslearning og LMS-bransjen ved å benytte VRIO-rammeverket, Porters fem krefter og en PESTEL-analyse. Deretter foretok vi en omgruppering og justering av de historiske regnskapstallene for å optimalisere dem for analyseformål. Vi beregnet kapitalkrav til Itslearning og analyserte lønnsomheten deres ved å sammenligne rentabiliteter med det aktuelle kapitalkravet. I tillegg foretok vi en syntetisk rating av Itslearning ved å analysere deres likviditet og soliditet.

Videre gjennomførte vi en framskriving av regnskapet og kapitalkrav basert på funn i den strategiske analysen samt regnskapsanalysen. Av dette regnskapet og de aktuelle kapitalkravene beregnet vi et prisestimat på egenkapitalen basert på både fri kontantstrøm til egenkapital og total kapital, og superprofitt til egenkapital og total kapital. Dette prisestimatet brukte vi deretter til å vekte kapitalkravet i en iterativ prosess som gjør at prisestimatet fra EK-metoden og TK-metoden konvergerer mot én verdi. I tillegg benyttet vi en supplerende metode for verdivurdering, der vi vurderte prisestimatet mot verdier vi beregner ved hjelp av multipler fra komparative selskap i LMS-bransjen.

Av den strategiske analysen fant vi at Itslearning er i besittelse av en strategisk fordel i form av en ressursfordel. Ressursfordelen stammer fra at Itslearning har et sterkt merkevarenavn i Norge, produktet deres er bedre enn konkurrentenes og deres humankapital som bidrar til bedre produkt, høyere salg og mindre tidssvinn. Disse konklusjonene ble bekreftet av funn i regnskapsanalysen.

I fremtiden forventer vi at ressursfordelen de har i produktet sitt vil forsvinne ettersom konkurrentene vil kunne imitere dette. Ressursfordelen i deres humankapital vil derimot fortsette å eksistere i fremtiden. Effekten av fordelene i merkevarenavnet vil bli mindre etter hvert som mer av deres omsetning kommer fra utlandet ettersom denne fordelene antas å kun eksistere i Norge.

Vi får et verdiestimat etter konvergering på NOK 374 420 212. For å evaluere usikkerheten rundt estimatet foretok vi en sensitivitetsanalysen som tok for seg de fire kritiske faktorene driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin og risikofri rente. Denne analysen viste at verdiestimatet er sensitivt for små endringer i disse.

Prisestimatet fra multippelanalysen ga i verdier som lå i gjennomsnitt rundt det vi fant i fundamentalanalysen. Vi vurderer derfor ikke å justere vårt estimat etter å ha sammenlignet med komparative bedrifter i bransjen.

Vi mener at en fornuftig pris på egenkapitalen til Itslearning er NOK 374 420 212. Med et antall utestående aksjer på 158 390 tilsvarer det en aksjepris på NOK 2 364.

Forord

Denne masterutredningen er et resultat av vårt selvstendige arbeid ved Norges Handelshøyskolen. Vi valgte å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse ettersom dette er et tema der man får praktisert et bredt spekter av den teoretiske kunnskapene man har ervervet seg fra studiene. I tillegg får man benyttet ens analytiske evner i interessante problemstillinger.

Da vi skulle bestemme oss for et verdsettelsesobjekt ville vi forsøke å verdsette et selskap som ikke var verdsatt i tidligere oppgaver. Vi har begge en del erfaring med Itslearning fra studier og var oppriktig nysgjerrig på deres underliggende økonomiske forhold. At Itslearning i tillegg er en Bergensbedrift synes vi også var spennende. Ettersom Itslearning ikke er børsnotert og opererer i en bransje mange ikke har noe særlig forhold til, har det til tider vært krevende å innhente informasjon.

Itslearning og deres ledelse bistod oss med informasjonsinnhenting og svarte på diverse spørsmål. Særlig takk til Arne Bergby og Espen Ottem.

I tillegg vil vi takke vår veileder Kjell Henry Knivsfå for nyttige faglige innspill under prosessen.

Bergen, 18. juni 2013.

Asbjørn Lægreid

Daniel Eide

Innholdsfortegnelse og forord

1	INNLEDNING	1
1.1	Formål	1
1.2	Avgrensninger	1
1.3	Oppgavestruktur	2
2	MAKROFORHOLD OG BRANSJE	3
2.1	Makroforhold	3
2.1.1	Økonomiske forhold	3
2.1.2	Politikk	4
2.1.3	Sosiokulturelle forhold	5
2.1.4	Teknologiske forhold	5
2.1.5	Legale forhold	6
2.2	Bransjen	7
2.2.1	Etterspørere av LMS	7
2.2.1.1	Utdanning	7
2.2.1.2	Næringslivet	8
2.2.1.3	Offentlige	8
2.2.2	Tilbydere av LMS	8
2.2.2.1	Itslearning AS	9
2.2.2.2	Fronter AS	11
2.2.2.3	Blackboard Inc.	12
2.2.2.4	Andre LMS-tilbydere	13
2.2.3	Bransjestruktur	14
2.3	Itslearning sine avvik fra bransjen	17
3	VALG AV VERDSETTELSESMETODE	20
3.1	Oversikt over verdsettelsesmetoder	20
3.1.1	Fundamental metode	20
3.1.2	Komparativ metode	21
3.1.3	Opsjonsbasert metode	21
3.2	Valg av hovedmetode	22
3.3	Rammeverk for fundamental verdsettelse	23
3.3.1	Strategisk analyse	23
3.3.2	Regnskapsanalyse	24
3.3.3	Fremtidsregnskap	24
3.3.4	Fundamentalt verdiestimat	25
4	STRATEGISK ANALYSE	26
4.1	Rammeverk for strategisk analyse	26
4.2	Ekstern bransjeorientert analyse	27
4.2.1	PESTEL – analyse	27
4.2.2	Porters fem krefter	29
4.2.2.1	Rivalisering mellom eksisterende aktører	30
4.2.2.2	Kunders forhandlingsmakt	31
4.2.2.3	Leverandørers forhandlingsmakt	31
4.2.2.4	Trussel om nyetableringer	32
4.2.2.5	Trussel fra substitutter	33
4.3	Intern ressursorientert analyse	33
4.3.1	SVIMA – analyse	33
4.3.2	Materielle ressurser	34
4.3.2.1	Finansielle ressurser	34
4.3.2.2	LMS produktet og funksjoner	35

4.3.3	Immaterielle ressurser.....	35
4.3.3.1	Merkevarenavn.....	35
4.3.4	Menneskelige og organisatoriske ressurser	36
4.3.4.1	Kompetanse og menneskelig kapital	36
4.3.4.2	Innovasjon	37
4.3	Bransjefordeler.....	37
4.4	Ressursfordeler	38
4.5	SWOT-analyse.....	39
5	REGNSKAPSANALYSE.....	41
5.1	Rammeverk for regnskapsanalyse	41
5.2	Presentasjon av rapporterte tall	42
5.3	Omgruppering for analyseformål.....	46
5.3.1	Omgruppering av avsatt utbytte.....	46
5.3.2	Kartlegging av ”dirty surplus”.....	46
5.3.3	Separering av normale og unormale poster	47
5.3.3.1	Normal og unormal skattekostnad	47
5.3.3.2	Omstruktureringkostnader	48
5.3.3.3	Lønnskostnader	49
5.3.4	Separering av drift og finans.....	49
5.4	Analyse og justering av målefeil.....	52
5.4.1	Avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi – type 1 målefeil.....	52
5.4.2	Avvik mellom god regnskapsføring og korrekt historisk kost – type 2 målefeil.....	52
5.4.3	Avvik mellom god regnskapsføring og rapportering – type 3 målefeil.....	53
5.4.4	Justering av goodwill.....	53
5.4.5	Justering av kundefordringer	54
5.4.6	Justering av forskning og utvikling	54
5.4.7	Oppsummering justeringer	56
5.5	Rammeverk for forholdstallanalyse.....	58
6	ANALYSE AV RISIKO	59
6.1	Likviditetsanalyse	59
6.1.1	Likviditetsgrad 1	59
6.1.3	Finansiell rentedekningsgrad	60
6.1.4	Kontantstrømanalyse	62
6.2	Soliditetsanalyse	63
6.2.1	Egenkapitalprosent	63
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	64
6.2.3	Finansieringsmatrise.....	64
6.3	Oppsummering og syntetisk rating	65
7	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	68
7.1	Teori om avkastningskrav	68
7.2	Risikofri rente, risikopremie og beta	69
7.2.1	Risikofri rente	69
7.2.2	Markedets risikopremie	70
7.2.3	Itslearning sin Beta	71
7.3	Krav til egenkapital.....	72
7.3.1	Krav til minoritetsinteresser	73
7.4	Krav til netto finansiell gjeld	74
7.4.1	Krav til avkasting på finansiell gjeld.....	74
7.4.2	Krav til avkasting på finansielle eiendeler.....	75
7.4.3	Krav til avkasting på netto finansiell gjeld	76

7.5	Krav til netto driftskapital	77
8	ANALYSE AV LØNSSOMHET	78
8.1	Strategisk fordel	78
8.2	Dekomponering i bransjefordel og ressursfordel	80
8.2.1	Bransjefordel	80
8.2.2	Ressursfordel	81
8.3	Dekomponering i driftsfordel og finansieringsfordel	82
8.3.1	Driftsfordel	83
8.3.2	Finansieringsfordel	84
8.3.2.1	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	85
8.3.2.2	Finansieringsfordel minoritetsinteresser	86
8.4	Dekomponering av driftsfordel	87
8.4.1	Bransjefordel fra drift	87
8.4.2	Ressursfordel fra drift	88
8.4.3	Gearingfordel fra drift	88
8.5	Dekomponering av ressursfordel fra drift	89
8.5.1	Omløpsfordel	90
8.5.2	Marginfordel	90
8.5.3	Common size-analyse	91
8.6	Oppsummering av historisk superrentabilitet	92
9	BUDSJETTERT FREMTIDSREGNSKAP	94
9.1	Rammeverk for fremtidsregnskap	94
9.2	Vekstanalyse og utvikling i budsjett drivere	95
9.2.1	Langsiktig vekst	95
9.2.2	Utvikling i budsjett drivere	95
9.3	Fremtidsregnskap/budsjett	97
9.3.1	Budsjettering av driftsinntektene	97
9.3.2	Budsjettering av netto driftseiendeler	98
9.3.3	Budsjettering av netto driftsresultat	98
9.3.4	Budsjettering av netto finansiell gjeld	98
9.3.5	Budsjettering av netto finanskostnad	100
9.3.6	Budsjettering av minoritetsinteresser	100
9.3.7	Budsjettering av minoritetsresultat	101
9.3.8	Fremtidsresultat	101
9.3.9	Fremtidsbalanse	102
10	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	103
10.1	Krav til egenkapital	103
10.1.1	Risikofri rente	103
10.1.2	Risikopremie	103
10.1.3	Betaverdi	103
10.2	Krav til netto finansiell gjeld	105
10.3	Krav til netto driftsdriftskapital	106
10.4	Strategisk fordel	107
10.4.1	Driftsfordel	107
10.4.1.1	Bransjefordel fra drift	107
10.4.1.2	Ressursfordel fra drift	108
10.4.1.3	Gearingfordel fra drift	108
10.4.2	Finansieringsfordel	109
10.4.3	Oppsummering av fremtidig strategisk fordel	109

11	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	111
11.1	Verdsettelse etter egenkapitalmetoden.....	111
11.1.1	Fri kontantstrøm til egenkapital	112
11.1.2	Superprofitt til egenkapital	112
11.2	Verdsettelse etter totalkapitalmetoden.....	113
11.2.1	Fri kontantstrøm fra drift	113
11.2.2	Superprofitt fra drift	114
11.3	Første estimat + konvergens mot endelig	115
11.4	Sensitivitetsanalyse og simulering	116
11.4.1	Sensitivitetsanalyse	116
	I nullpunktet vises gjennomsnittstallet for den aktuelle faktoren.....	116
11.4.1.1	Sensitivitetsanalyse med samme langsiktige forutsetninger	117
11.4.1.2	Sensitivitetsanalyse med variabel langsiktig vekst	118
11.4.2	Monte Carlo simulering.....	119
11.5	Oppsummering - verdiestimatet og usikkerheten	122
12	SUPPLERENDE VERDIVURDERING	124
12.1	Komparative bedrifter	124
12.1.1	Fronter AS	124
12.1.2	Blackboard Inc.	125
12.2	Pris / Fortjeneste	125
12.3	Pris / Bok	126
12.4	EV / EBIT	128
12.5	EV / EBITDA	129
12.6	Oppsummering komparativ verdsettelse.....	130
13	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	131
	REFERANSELISTE	133

1 INNLEDNING

Itslearning tilbyr et Learning Management System (LMS) som også omtales som E-læring, digital læringsplattform eller Virtual Learning Environment (VLE). I denne oppgaven vil vi holde oss til begrepet LMS som brukes om systemer som organiserer digitalt læringsmateriale og administrerer brukerne¹. Itslearning ble etablert i 1999 og var et resultat av en hovedoppgave utarbeidet av studenter ved Høgskolen i Bergen. De har fortsatt sitt hovedkontor i Bergen, men har de siste årene ekspandert driften sin til flere andre land.

Dette kapittelet presenterer formål med oppgaven, eventuelle avgrensninger og oppgavens struktur.

1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å estimere en fornuftig pris på Itslearning sin egenkapital. Verdssettelsen vil bli basert på en strategisk regnskapsanalyse fra et investorperspektiv.

1.2 Avgrensninger

Ettersom Itslearning ikke er børsnotert vil vi ikke kunne sammenligne med prisen aksjene omsettes for og må sammenligne med bokført egenkapital eller relativ markedspris for komparative bedrifter. Det foreligger ikke like mye offentlig informasjon om selskapet som det hadde gjort ved et børsnotert selskap og vi har hatt kontakt med Itslearning for å få informasjon og innsikt i selskapet og bransjen.

Informasjonen vi har fått fra Itslearning og dets ledelse vil påpekes i oppgaven. Man bør ha en sunn skepsis til denne informasjonen ettersom det er i Itslearning sin interesse at selskapet virker mest mulig ressurssterkt og man kan risikere at de bevisst eller ubevisst fremstiller selskapet som bedre enn det er. De vil altså ha en positiv bias i forhold til en slik analyse av selskapet.

¹ Ellis (2009)

Alle absoluttverdier i tabeller vil være oppgitt i 1000.

1.3 Oppgavestruktur

Oppgaven er hensiktsmessig å dele opp i tre prosesser bestående av ulike aktiviteter. Først vil vi gjennomføre en strategisk analyse på bakgrunn av informasjon om bransje og Itslearning sin posisjon i markedet. Deretter vil vi utføre en regnskapsanalyse som tar for seg risiko og historisk lønnsomhet. Til slutt foretar vi en framskrivning av funn i regnskapet basert på den strategiske analysen slik at vi får et bilde av den fremtidige lønnsomheten og risikoen. Av disse framskrivningene presenteres et verdiestimat på egenkapitalen til Itslearning.

2 MAKROFORHOLD OG BRANSJE

I dette kapitlet av oppgaven presenterer vi makroforhold som har vært og vil være relevante for Itslearning. Deretter følger en presentasjon av de ulike aktørene i bransjen. Vi tar også for oss de forskjellige markedssegmentene der Itslearning selger sine løsninger. Til slutt presenterer vi eventuelle avvik Itslearning AS har i forhold til bransjen.

2.1 Makroforhold

Her vil vi gjennomgå makroforhold som utgjør omgivelsene Itslearning må forholde seg til. Dette vil fungere som et grunnlag for den eksterne analysen senere i utredningen.

2.1.1 Økonomiske forhold

I løpet av de siste 5-6 årene har finanskrisen spilt en stor rolle i makroøkonomien². De fleste norske bedrifter har derimot klart seg relativt bra i forhold til sine utenlandske motparter, med unntak av visse eksportforetak som fungerer syklisk med omgivelsene utenfor landegrensene³. Finanskrisen har dog lagt en demper på investeringer og økonomisk vekst verden over knyttet til usikkerheten som følger av en slik krise⁴. Det betyr at norske foretak som driver i utlandet kan bli påvirket av den lave veksten i andre land.

Prognoser viser at grunnet høy lånegrad i både privat og offentlig sektor og begrenset tilgang på kreditt vil bety svak vekst i Eurosonen i årene fremover.⁵ Dette vil kunne gjøre det vanskeligere for norske bedrifter å foreta en lønnsom ekspandering til utlandet der markedene opplever lav vekst. Særlig offentlige kutt vil kunne påvirke omsetningen til LMS-tilbydere ettersom mange av deres kunder er offentlige institusjoner.

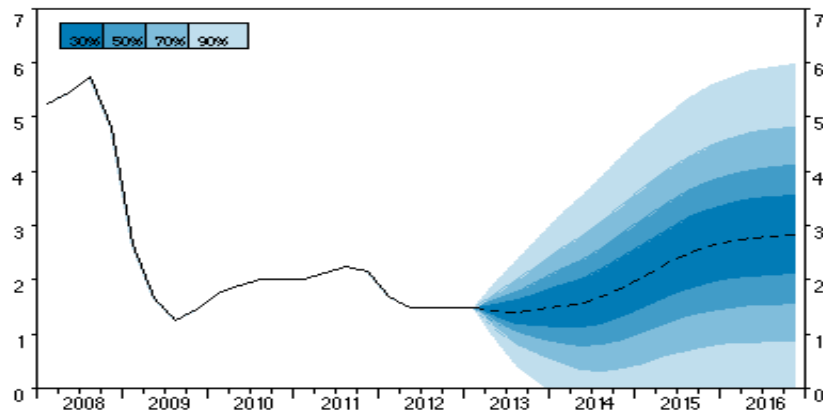
² Larsen og Mjølhus (2009)

³ OECD rapport om Norge, februar (2012)

⁴ Olsen (2012)

⁵ Norges Bank rapport om finansiell stabilitet (2012)

Som man ser av grafen nedenfor er det forventet at styringsrenten i Norge holder seg relativt lav i årene fremover. Dette kan signalisere lavkonjunktur med lav økonomisk aktivitet fremover, men det vil også bety en relativt billig kapital til låntakere.



Hentet fra Norges Bank⁶

En annen faktor som spiller inn på norske foretak som driver i utlandet er at det relative lønnsnivået er høyere i Norge enn andre land⁷. Ettersom lønnskostnadene i Norge er høyere vil man, ceteris paribus, få lavere marginer.

2.1.2 Politikk

Regjeringen i Norge har fokus på at IKT skal hjelpe elever med læring, og det ble i 2010 opprettet et IKT-senter for å hjelpe elever og lærere å bli enda flinkere til å bruke digitale verktøy for å nå målet om mer og bedre læring⁸.

Kunnskapsdepartementet sin tilbuds- og etterspørselsrapport etter høyere utdanning fra 2010 viser at det trolig vil være samfunnsøkonomisk lønnsomt å fase flere inn i høyere utdanning de neste ti årene⁹. Staten vil derfor sannsynligvis øke investeringskostnadene i høyere utdanning, slik at flere kan ta høyere utdanning.

⁶ Norges Bank – Styringsrenten

⁷ Eurostat (2013)

⁸ Kunnskapsdepartementet (2013)

⁹ Kunnskapsdepartementet (2010)

2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Høsten 2011 var det registrert om lag 250 500 studenter ved universiteter og høyskoler i Norge, og det er en økning på nær 9 200 studenter sett i forhold til 2010¹⁰. Det var i fjor 207 457 som søker videregående opplæring. Dette er nesten 3 000 flere enn i fjor¹¹. Det er i alt 614 894 elever i grunnskolen skoleåret 2012/2013, som er en økning på 481 personer.¹² Framskrivninger fra SSB indikerer tydelig at behovet for arbeidskraft med lav utdanning fortsatt vil synke mens behovet for høyere utdannet arbeidskraft vil fortsette å stige¹³.

Dagens unge har i dag mer erfaring med teknologi og med deling av filer og bilder¹⁴. Dette gjør at de har større forventninger og krav til digitale løsninger enn tidligere generasjoner har hatt. Selskaper i LMS-bransjen får mer press til å utarbeide gode løsninger som fungerer på tvers av enheter og digitale plattformer for å tilfredsstille de nye brukerne.

2.1.4 Teknologiske forhold

TechNavio sine analytikere mener det globale e-læringsmarkedet vil vokse med en sammensatt årlig vekstrate på 7,90 % i perioden 2012-2016¹⁵. En av de viktigste faktorene som bidrar til markedsveksten er økningen i tiltak for å fremme e-læring. De siste årene har økningen i enheter og e-bøker raskt blitt adoptert av forbrukere og trenden tilsier at dette vil fortsette. Konvertering av innholdet i lærebøker til nettbrett ser ut til å være fremtiden, noe som forlagene også har begynt å tilpasse seg til. Nylig annonserte Apple en allianse med Pearson, McGraw-Hill, og Houghton Mifflin Harcourt å rulle ut e-lærebøker til grunnskolen i USA. Med den økende adopsjonen av e-bøker forventes e-læring å opprettholde sin vekst i de kommende årene¹⁶.

¹⁰ SSB (2012)

¹¹ Utdanningsdirektoratet (2012)

¹² Utdanningsdirektoratet GSI-tall (2012)

¹³ Kunnskapsdepartementet (2010)

¹⁴ Shaw (2012)

¹⁵ TechNavio (2013)

¹⁶ TechNavio (2013)

2.1.5 Legale forhold

Det vil være viktig for en LMS-leverandør å følge nøye med på endringer og oppdateringer på personvernlovgivingen. Dette fordi LMS-leverandører oppbevarer sensitiv informasjon som gjerne består av to typer personopplysninger. Den første typen er informasjon om en person hentet fra et skoleadministrativt system som blant annet navn, klasse, adresse og e-postadresse. Den andre typen personopplysning er dokumentering av enkeltpersoners aktivitet ved bruk av LMS.

Personopplysningsloven §15 stiller krav om at det skal være en avtale mellom skolen og en leverandør som behandler personopplysninger¹⁷.

Det er ventet at myndighetene etter hvert vil stille enda strengere krav til tilgjengelighet og design for alle, også ved verktøy som skal brukes til læring¹⁸. Funka Nu AB gjennomførte på oppdrag fra Norges Blindforbund, med finansiering fra Utdanningsdirektoratet, en undersøkelse av Itslearning, Fronter og PedIT i 2011. De konkluderte med at ingen av systemene er i nærheten av å følge de internasjonale retningslinjene for universell utforming, Web Content Accessibility Guidelines 2.0¹⁹. “Nye IKT-løsninger som underbygger virksomhetens alminnelige funksjoner, og som er hovedløsninger rettet mot eller stillet til rådighet for allmennheten, skal være universelt utformet fra og med 1. juli 2011, men likevel tidligst tolv måneder etter at det foreligger standarder eller retningslinjer for innholdet i plikten. For eksisterende IKT-løsninger gjelder plikten fra 1. januar 2021”²⁰.

Det er også av betydning at offentlige anskaffelser er pålagt av loven å legges ut på anbud²¹. De norske lovene er en tilnærming til EØS-regelverket, så dette vil gjelde alle land i EU og dermed en stor del av markedet Itslearning opererer i. Også USA har lignende lover som sikrer en anbudsrunde der man mottar tilbud fra LMS-tilbyderne.

¹⁷ Odin (2012)

¹⁸ Utdanningsdirektoratet (2006)

¹⁹ Funka NU Ab (2011)

²⁰ Diskriminerings- og tilgjengelighetsloven §11 (2008)

²¹ Lov om offentlige anskaffelser

2.2 Bransjen

En bransje er gruppering av bedrifter som tilbyr produkter eller tjenester som tilfredsstillende samme behov²². De største leverandørene av LMS opererer over hele verden, og markedet er i stor grad globalisert. For å danne et bedre bilde av LMS-bransjen vil vi presentere tilbuds- og etterspørselssiden i markedet.

2.2.1 Etterspørere av LMS

Her presenterer vi de ulike segmentene som etterspør LMS. Vi har delt de opp i utdanning, næringslivet og det offentlige.

2.2.1.1 Utdanning

Gjennombruddet for LMS i utdannings-Norge kom i år 2000 med det første kommersielle systemet, ClassFrontier, som i dag er selskapet Frontier AS. Bruken av LMS økte kraftig på slutten av 1990-tallet, og er i dag svært utbredt blant utdanningsinstitusjoner²³. Vi deler opp utdanningen i tre segmenter: Barneskoler, Ungdoms- og Videregående skoler og Høyskoler og Universiteter. ITU Monitor 2007, som vurderer IKT-bruk i norske skoler, viser at LMS brukes ved nesten alle videregående skoler (97 %). I grunnskolen oppgir elever ved 6 av 10 grunnskoler at de bruker en digital læringsplattform. Skolelederne i Norge bruker mye ressurser for at lærerne skal benytte LMS i undervisningen²⁴.

Funksjonene for lagring av innlevering av oppgaver, dokumenter og tester blir brukt mest blant elevene. Lærerne nytter LMS i stor grad til administrative oppgaver. Egeberg et al.²⁵ finner også at det er svært vanlig at elevene leverer oppgavebesvarelser på en læringsplattform.

Lærere med en positiv oppfatning av nytteverdien ved å bruke e-læring er mer fornøyde med bruk av e-læring og de er mer villig til å fortsette med bruk av e-læring²⁶. Arnseth et al.²⁷ finner at det er en stor grad av fortrolighet med bruken av LMS blant både lærere og elever.

²² Roos, Van Krogh, Roos (2010)

²³ Utdanningsdirektoratet (2006)

²⁴ Egeberg et al. (2011)

²⁵ Egeberg et al. (2011)

2.2.1.2 Næringslivet

Det er ikke kun i utdanningsinstitusjoner LMS er et utbredt verktøy. LMS er utbredt i næringslivet og kan enten eksistere innad et ERP-system (Enterprise Resource Planning) eller integreres mot eksisterende ERP-system²⁸. Her brukes systemene, som i utdanningsinstitusjoner, for å administrere kunnskap og distribuere dokumenter.

2.2.1.3 Offentlige

Det er også utbredt bruk av LMS i andre offentlige institusjoner. Direktoratet for forvaltning og IKT (Difi), som er underlagt Fornyings-, administrasjons- og kirkedepartementet, arbeider stadig med å implementere og forbedre LMS i det offentlige²⁹. Også i militæret brukes LMS aktivt og blant annet har den amerikanske hæren sitt eget læringssystem³⁰.

2.2.2 Tilbydere av LMS

Her presenterer vi de ulike aktørene som tilbyr LMS. Vi skriver i hovedsak om vårt verdsettelsesobjekt Itslearning AS, Fronter AS og Blackboard Inc. I tillegg presenterer vi kort en del andre aktører for å skape et inntrykk av mangfoldet i bransjen.

²⁶ Sørebo et al. (2009)

²⁷ Arnseth et al. (2007)

²⁸ Oracle Human Capital Management

²⁹ Difi (2010)

³⁰ U.S. Army Distributed Learning System

2.2.2.1 Itslearning AS

Itslearning AS er en leverandør av en digital opplæringsplattform med samme navn. Det hele startet med en gruppe dataingeniørstudenter ved Høgskolen i Bergen på 1990-talet som syntes det var rart at digitale verktøy og web-verktøy ikke ble brukt i undervisningen. De utviklet det som ble den første versjonen av Itslearning. Læringsplattformen ble en suksess, og etterspørselen førte til etablering av Itslearning AS i 1999³¹. Itslearning har siden opplevd stor suksess og fikk Bergen kommunes etablererpris i 2007³², Rising star prisen i 2007³³, DnB NORs bedriftspris 2008³⁴ og TISIPs e-læringspris i 2009³⁵.

Itslearning reklamerer for at de har pedagogiske verktøy til å motivere studenter, et digitalt læringsmiljø og verktøy for samarbeid og ressursdeling som er tilgjengelig overalt. Grensesnittet er lett å bruke og åpner for rask brukertilpasning. Itslearning har og en enkel integrasjon med web 2.0, slik at de skal være enkelt å integrere med andre studentinformasjonssystem. De argumenterer også for at lisensieringen er transparent og at det er lav kostnad ved eierskap³⁶.

Selskapet er i følge nettsiden deres i dag et av verdens raskest voksende teknologiselskaper. Itslearning ekspanderte til Nord-Amerika i 2009, og har over to millioner aktive brukere i Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Storbritannia, Spania, Italia, Frankrike, Tyskland, USA og Brasil. Itslearning har hovedkontor i Bergen, og har åtte internasjonale kontorer³⁷. De siste årene har Itslearning opplevd stor vekst i inntektene fra Nederland, Frankrike og Storbritannia. Omtrent 85 % av inntektene er lisensinntekter mens resten fordeler seg på support, service og integrasjon³⁸.

Visjonen til Itslearning er å bli verdens ledende LMS. Dette vil de gjøre ved å ha kontinuerlig vekst i brukerbasen med nye skoler og utdanningsinstitusjoner, og øke brukeradopsjonen ved de eksisterende kundene³⁹.

³¹ Itslearning (2013)

³² Målsnes (2007)

³³ Rising Star Hordaland (2011)

³⁴ Eliassen (2008)

³⁵ Tisips e-læringspris (2013)

³⁶ Itslearning Solution (2013)

³⁷ Itslearning Solution (2013)

³⁸ Intervju med Arne Bergby (2013)

³⁹ Itslearning (2013)

Ledelsen i Itslearning har utalt at de ønsker å gjøre det ved å ha kontinuerlig utvikling og forbedring, og forskning og utviklingskostnaden til Itslearning var på hele 27 % prosent av salgsinntektene i 2012⁴⁰.

Itslearning har betydelig markedsandel i Norge og leverer løsningen til prestisjefylte skoler som Norges Handelshøyskole, NTNU og sjøkrigsskolen. De kom seg tidlig inn på store læreinstusjoner da de gjorde et strategisk lurt valg ved å tilby lav lisensieringskostnad og gode betingelser til blant annet NHH da de skulle anskaffe et LMS⁴¹. NHH vil i dag ha store byttekostnader dersom de ønsker å skifte løsning. Itslearning har et fortrinn i Norge med at de har lokal representasjon og systemet er på norsk. Nordiske institusjoner foretrekker nordisk utviklet systemer⁴².

Grundere til Itslearning var Helge Hannisdal, John-Arthur Berg, Erik Aadland og Arne Berby og de har fremdeles en aktiv rolle i bedriften i dag. Arne Bergby er i dag administrerende direktør, Jan Åge Skaathun er direktør for Global Sales, Helge Hannisdal er Chief Technology Officer (CTO) og John-Arthur Berg er direktør for Product and Marketing.

Det svenske private equity-fondet EQT eid av Wallenberg-gruppen kjøpte i 2013 40 % av aksjene. Ved dette aksjekjøpet ble Itslearning priset til nesten NOK 600 millioner i følge Bergens Tidende⁴³. Det ble også innskutt NOK 75 millioner i kapital til å bruke på produktutvikling og ekspansjon til nye markeder⁴⁴.

Itslearning har en prismodell som skiller mellom tilgang og faktisk bruk. Itslearning tar forskuddsbetalt for tilgang til programvaren (lisens) og etterskuddsvis betaling for antall brukere som er pålogget samtidig og for lagringsplass. Dette bidrar til en god likviditet og er positivt for arbeidskapitalen.

⁴⁰ Intervju med Arne Bergby (2013)

⁴¹ Intervju med Kurt Pedersen (2013)

⁴² Paulsen (2003)

⁴³ Fanghol (2013)

⁴⁴ Itslearning.eu (2013)

Nedenfor ser man rapporterte nøkkeltall for Itslearning AS i perioden 2009-2012.

	2009	2010	2011	2012
Omsetning	95 251	116 745	159 080	155 580
Netto driftsmargin	-3,1 %	2,2 %	3,7 %	-8,1 %
Årsresultat	-6 088	2 486	3 675	-16 466

Itslearning har hatt en stor vekst i omsetningen fra 2009 til 2011 og fra 2011 til 2012 gikk omsetningen litt ned. Årsrapporten for 2012 viser at hovedårsaken er et datterselskap i Nederland som har hatt et kraftig fall i salgsinntekter. Regnskapstallene vil bli grundig analysert senere i utredningen.

2.2.2.2 Fronter AS

Fronter, tidligere Classfront, er et norskutviklet selskap med stor markedsandel i Norge. Fronter har 10 års erfaring med implementasjoner både i Norge og internasjonalt. I 2009 ble Fronter kjøpt opp av Longman Group, som er eid av Pearson, et stort globalt informasjons-, utdannings- og mediekonsern. Fronter oppgir at de har 30 millioner brukere i over 30 land og er tilgjengelig på 24 språk⁴⁵. Fronter selges som Software-as-a-Service (SaaS), som betyr at man kjøper en lisens for å bruke Fronter uten å kjøpe selve programvaren. Programvaren blir distribuert over internett. Fokuset til den nettbaserte plattform til Fronter er samarbeid og læring.

Det foreligger ikke noe offentlig informasjon om hvor mye av kostnadene til Fronter som er forskning og utvikling, da Fronter direkte kostnadsfører FoU-utgiftene. Pearson, bruker 18 % av omsetningen på forskning og utvikling⁴⁶. Vi forutsetter at Fronter bruker en tilnærmet andel av omsetningen.

⁴⁵ Webfronter (2013)

⁴⁶ Pearson kvartalsrapport (2011)

Nedenfor ser man rapporterte nøkkeltall for Fronter i perioden 2009-2011⁴⁷.

	2009	2010	2011
Omsetning	142 271	162 780	154 779
Netto driftsmargin	11 %	2,1 %	17,3 %
Årsresultat	4 043	665	34 220

2.2.1.3 Blackboard Inc.

Blackboard er en amerikansk leverandør av forretningssystemer og løsninger til utdanningsindustrien med hovedfokus på digitale læringsplattformer. De ble opprettet i 1997 og har hovedkontor i Washington D.C. De eies i dag av Providence Equity Partners, et private equity selskap som fokuserer på media-, kommunikasjons-, utdannings- og informasjonsinvesteringer. I 2012 kjøpte Blackboard MoodleRooms, som betyr at selskapet støtter både kommersielt utviklet programvare samt åpen kildekode-løsninger⁴⁸. Blackboard er markedsledere på internasjonalt nivå, og blir brukt av 12 700 institusjoner plassert i over 70 land⁴⁹.

Etter å ha analysert offentlig tilgjengelig informasjon, henholdsvis årsregnskapene for 2008,2009 og 2010 ser vi at Blackboard bruker i gjennomsnitt 13 % av salgssinntektene til forskning og utvikling.

Nedenfor ser man rapporterte nøkkeltall for Blackboard i perioden 2009-2011. Blackboard ble tatt av børsen høsten 2011 og vi har derfor laget en trailing for årsregnskapet 2011 basert på regnskapsrapport fra 2. kvartal. Tallene for 2009 og 2010 er hentet fra Blackboard sine årsrapporter⁵⁰.

	2009	2010	2011
Omsetning	2 179 060	2 621 283	3 000 000
Netto driftsmargin	5 %	7,6 %	11,7 %
Årsresultat	45 731	97 534	288 481

⁴⁷ Fronter Årsrapport 2011 & Proff.no

⁴⁸ About bb (2013)

⁴⁹ Datamonitor 360 (2013)

⁵⁰ Blackboard 10-K (2010, 2009)

2.2.2.4 Andre LMS-tilbydere

PedIT er en norskutviklet læringsplattform med nettbasert løsning utviklet og driftet av Norsk Nettskole AS. PedIT er stort sett i bruk av grunnskoler og selges i Norge, Nederland, Canada, Sverige, Tyskland og Danmark⁵¹.

Desire2Learn er en leverandør av e-læringsløsninger og et LMS. De har kontorer i USA, Australia, Storbritannia og har hovedkontor i Ontario, Canada. Desire2Learn ble opprettet i 1999 og har leverer i dag løsninger til 700 institusjoner med omtrent 8 millioner brukere⁵².

Pearson eCollege ble grunnlagt i 1996 som Real Education, Inc. i Denver, Colorado. De ble kjøpt opp av Pearson i 2007. eCollege og Fronter er nå grunnlaget for det Pearson kaller Pearson LearningStudio, og er en Software as a Service (SaaS) læringsplattform som har 130 millioner brukere over hele verden⁵³.

Moodle er en gratis digital læringsplattform med åpen kildekode. Dermed er Moodle avhengig av donasjoner eller at en bruker Moodle-partnerne til konsultering eller drifting. Moodle ble opprinnelig utviklet for å hjelpe lærere å lage online kurs med fokus på samhandling og samarbeid ved bygging av innhold. Den første versjonen av Moodle ble lansert i 2002. 92 internettsider bruker Moodle i Norge og de oppgir at de har 66 millioner brukere i 229 land⁵⁴.

Sakai Project er en åpen kildekode-LMS, der første versjon ble sluppet i 2005. I dag er det er over 350 institusjoner som har tatt i bruk Sakai⁵⁵.

Canvas, utviklet av Instructure, er også en LMS med åpen kildekode. Canvas ble opprettet i 2008 i Utah, USA. Produktet blir brukt av over 300 utdanningsinstitusjoner⁵⁶.

⁵¹ Pedit (2013)

⁵² Desire2Learn (2013)

⁵³ eCollege (2013)

⁵⁴ About Moodle (2013)

⁵⁵ Sakaiproject (2013)

⁵⁶ Instructure (2013)

Det finnes verktøy som utfører de samme oppgavene som et LMS. Noen professorer og lærere bruker wikier, WordPress eller designer og koder sine egne sider som en erstatning for et LMS. Det er gratis og lett å bruke for både studentene og professoren. Det er også åpent, så en kan enkelt dele informasjon med andre forelesere. Martin Weller⁵⁷ hevder at LMS er dødt og vil bli erstattet av diverse 3.partstjenester. En utfordring er at en ikke kan publisere karakterene med for eksempel Wordpress, det må en bruke et studentsystem til grunnet både krav til personvern og kompatibilitet med skolesystemer⁵⁸.

2.2.3 Bransjestruktur

Et marked er ofte karakteriserbart etter hvor stor grad av tilbydere som finnes. Strukturen i markedet kan påvirke lønnsomheten og oppførselen for virksomhetene i bransjen. Når det er ett selskap i bransjen har vi en monopolsituasjon, mens man i andre enden har perfekt konkurranse med mange tilbydere⁵⁹.

Det finnes en del forskjellige tall på markedsandeler for LMS i Norge, antageligvis grunnet at man avgrenser bransjen forskjellig i de forskjellige undersøkelsene. Markedssituasjonen for digitale læringsplattformer i utdannings-Norge kunne i følge Arneberg⁶⁰ karakteriseres som et ”duopol” hvor Fronter har over 60 % av markedet i norsk høyere utdanning mot Itslearning sine 35 %. Itslearning har tatt markedsandeler siden da, og er ifølge dem selv størst i Norge og har ca. 1.800 skoler med 800.000 brukere. Bergens Tidende hevdet i en artikkel 23. mars 2013 at Itslearning leverer til 63–65 % av landets digitale læringsplattformer⁶¹. Fronter selv antyder de er implementert på halvparten av landets skoler⁶².

⁵⁷ Martin Weller (2007)

⁵⁸ Parry (2010)

⁵⁹ Hill og Jones (2008)

⁶⁰ Arneberg (2005)

⁶¹ Fanghol (2013)

⁶² Schreurs (2011)

I Norge kan strukturen i LMS-bransjen for utdanning i hovedsak sies å være konsolidert. Fragmentert industri er når ingen av bedriftene er store nok til å dominere og påvirke industrien sin retning, mens i en konsolidert industri er det et relativt lavt antall selskaper som kontrollerer en stor markedsandel. Konsoliderte industrier markeder har ofte relativt høye etableringsbarrierer, godt etablerte merkevarer og høye profittmarginer⁶³.

Norske LMS-aktører har hatt en fordel ettersom de store internasjonale aktører ikke har hatt løsninger på norsk. Selv om de amerikanske LMS-aktørene dominerer på det internasjonale markedet, så har de ikke like stor suksess i europeiske land der engelsk ikke er morsmål⁶⁴. Tilbydere som Blackboard ruller derimot ut løsningen sin på stadig nye språk for å gjøre seg konkurransedyktig på blant annet det europeiske markedet. De har per i dag løsninger både på svensk og dansk, men enda ikke norsk.

LMS-markedet i USA er et modent marked med umodne produkt, eller et marked med produkter under utvikling, og det er ofte et tegn på et volatilt marked⁶⁵. Blackboard har annonsert planer om å avslutte støtten for sine eldre LMS produkter og det har vært en katalysator for at mange institusjoner å bytte LMS leverandør. Det er nå et svært konkurranseutsatt marked og Blackboard sine største konkurrenter er Desire2Learn, Moodle og Sakai. Alle tre har sakte, men sikkert fått oppmerksomhet, troverdighet og markedsandeler i de siste tre årene⁶⁶. Som mange andre som leverer programvareløsninger møter LMS bransjen konkurranse fra gratisløsninger. Åpen kildekode-LMS som Moodle og Sakai er stadig mer utbredt⁶⁷.

Feldstein⁶⁸ mener en kan segmentere det amerikanske markedet i to. Det ene segmentet er skolene og institusjonene som er prisbevisste mens den andre delen har en god del mer ressurser å bruke. Sakai, Desire2Learn og Blackboard vil kjempe for markedsandeler i det segmentet med skoler med penger de kan bruke, mens Moodle er mer rettet mot det andre segmentet.

⁶³ Hill og Jones (2008)

⁶⁴ Paulsen (2003)

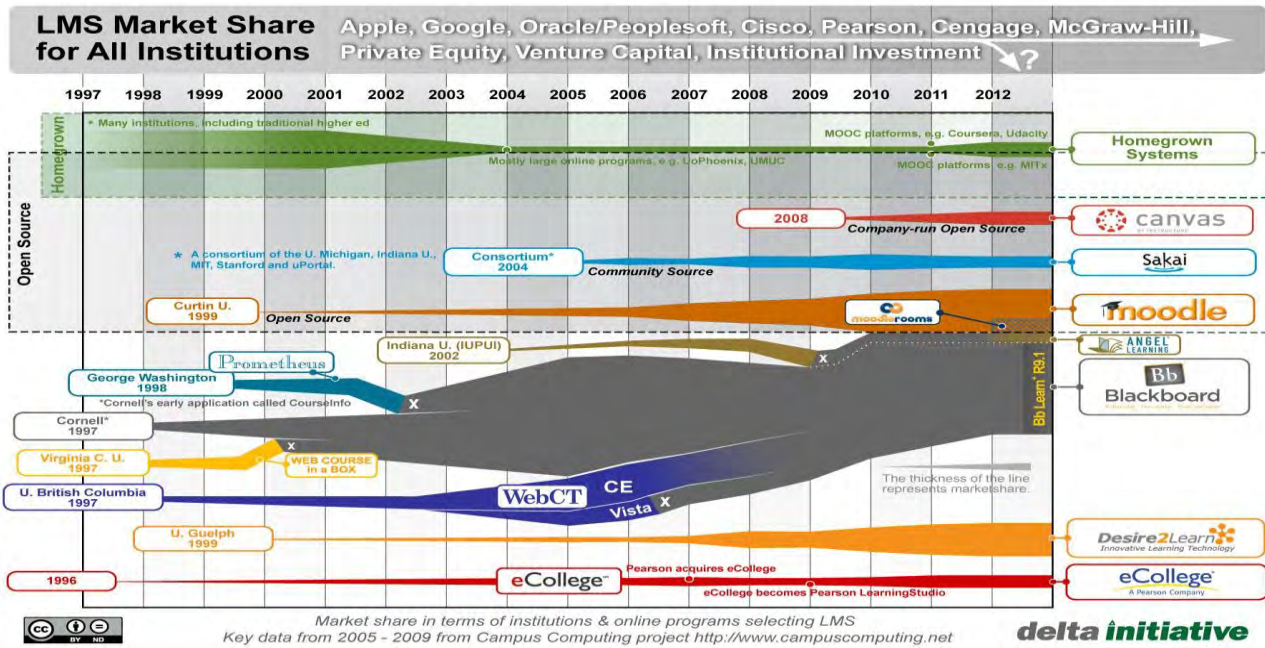
⁶⁵ Campus Computing Survey (2010)

⁶⁶ Campus Computing Survey (2010)

⁶⁷ Feldstein (2010)

⁶⁸ Feldstein (2010)

Figuren nedenfor viser markedsandelene i USA til de forskjellige LMS fra 1997 til 2012⁶⁹.



LMS-markedet er i vekst, fortjenestemarginene er gode og konkurransen er pågående. Bersin⁷⁰ anslår at globale utgifter til LMS markedet vil vokse 10,4 % til 10 milliarder kroner (\$1.8 milliarder) i 2012 til 2013. Det er en betydelig vekst, dog lavere enn i 2011-2012 da veksten var 14,7 %. Langsom vekst i den globale økonomien, metning av markedet for store og globale foretak, en økning av tilbydere med SaaS-baserte systemer som er enkle å implementere og fleksible prismodeller vil bidra til en demping av veksten. Det er nedgående prisutvikling på LMS-produkt. Disse faktorene, sammen med kommersialisering av LMS funksjoner, vil gi kjøperne et fortrinn i dette markedet⁷¹.

De siste årene har flere store forlag kjøpt opp eller inngått partnerskap med LMS-tilbydere. Pearson har kjøpt eCollege⁷², Fronter⁷³, SunGard, Epsilen og The New York Times Company har inngått partnerskap om e-læring og publisering av e-bøker og avisarkiver⁷⁴.

⁶⁹ Hill (2012)

⁷⁰ Elearning (2013)

⁷¹ Elearning (2013)

⁷² Reuters (2007)

⁷³ Dagens IT (2008)

⁷⁴ Business Wire (2009)

Hensikten med disse oppkjøpene og samarbeidende er å konsolidere markedet for e-lærebøker med LMS og få solgt dette inn til skoler sammen slik at forlagene ikke faller utenfor under overgangen til e-lærebøker⁷⁵.

2.3 Itslearning sine avvik fra bransjen

Det hadde vært optimalt å inkludere alle aktørene i bransjen i bransjeutvalget, men det viste seg vanskelig å innhente informasjon om utenlandske foretak som ikke er børsnotert. Vi velger derfor å kombinere Itslearning, Fronter og Blackboard for å få et bransjeutvalg å sammenligne med. Itslearning og Fronter er norske og det foreligger offentlige regnskapstall, mens Blackboard var børsnotert frem til 2011. De tre selskapene operer på global basis, og to av dem hadde oppstart i Norge. Produktet de leverer er relativt likt, og de har alle hovedfokus på utdanningssegmentet. Vi har grunnet størrelsesforholdet valgt å vekte Blackboard med 50 %, Itslearning med 30 % og Fronter med 20 %.

Tabellen nedenfor viser noen nøkkeltall for bransjeutvalget.

	2009	2010	2011	TVS
Omsetning vekst	2,2 %	16,7 %	11,6 %	11,2 %
Resultatmargin	-0,5 %	2,1 %	13,3 %	7,2 %
Netto driftsmargin	10,3 %	8,1 %	10,3 %	9,7 %
Egenkapitalandel	44,7 %	50,0 %	53,1 %	50,5 %

Det tidsvektede snittet vekter 2011 med 50 %, 2010 med 30 % og 2009 med 20 %.

Vi vil nå gjennomgå Itslearning sine avvik fra bransjeutvalget for å undersøke hvor de differensierer seg. Itslearning er mer brukervennlig i forhold til konkurrentene. En test gjennomført ved NTNU finner at brukervennlighet er en av de viktigste suksessfaktorene for et læringsstøttesystem⁷⁶.

⁷⁵ Wagner (2009)

⁷⁶ Ramberg (2002)

O'Neal⁷⁷ sammenligner funksjonene til Moodle og Itslearning, og påpeker at Itslearning er mye bedre for elever i de yngre klassetrinnene. I en annen sammenligning mellom Fronter, Itslearning og Moodle⁷⁸ får Itslearning skryt for brukervennligheten. Det blir påpekt at Itslearning er lett å bruke, ryddig og oversiktlig.

Det finnes også kritikk mot løsningen til Itslearning. Grønland⁷⁹ finner at lærerne ikke utnytter alle funksjonene som er Itslearning tilbyr. Itslearning er ment å være en interaktiv plattform for kommunikasjon og samarbeid mellom studentene og lærerne, men det er av mange lærere som bare bruker det som et sted å legge til informasjon og materiale for studentene. Samme undersøkelse finner også at det Itslearning trenger en oppgradering av brukergrensesnittet. Det viktigste er at bruk av frames (rammer). Frames, som er en måte å få vist flere sider i samme vindu, hevder Grønland er en utdatert teknikk når det gjelder å bygge nettsider.

Itslearning har også fått kritikk fra Blindeforbundet angående universell utforming⁸⁰ og Itslearning må tilpasse løsningen innen 1. januar 2021 for å ikke bryte Diskriminerings- og tilgjengelighetsloven.

En betydelig andel av Itslearning sine ansatte har tidligere vært lærere (20 % i følge Itslearning⁸¹) og dette anser de som en styrke ettersom de skal hjelpe lærere til å bedre formidle kunnskap. Det vil være en fordel å ha ansatte som har vært i målgruppen sin situasjon og vil ha evne til å kunne designe en pedagogisk løsning som tilfredstiller lærere og elevene sine behov. Arne Bergby hevder at Itslearning fokuserer sterkt på pedagogiske og en helhetlig løsning, mens konkurrentene fokuserer mer på enkelt verktøyer.

Innovasjon er en viktig kilde til et varig konkurransefortrinn i LMS-bransjen. Nyskapning og kontinuerlig utvikling blir derfor avgjørende for at produktet til Itslearning skal foretrekkes fremfor andre LMS. Itslearning har en uformell og flat struktur, og er organisert i avdelinger med avdelingsledere og fagpersoner. De legger opp til samarbeid mellom avdelingene og at folk skal hjelpe hverandre på tvers av avdelingene.

⁷⁷ O'Neal (2012)

⁷⁸ Odin (2011)

⁷⁹ Grønland (2010)

⁸⁰ Funka NU Ab (2011)

⁸¹ Intervju med Arne Bergby (2013)

Ledelsen i Itslearning har hevdet at interne målinger viser at de har fornøyd og kreative medarbeidere og det er stort rom for innovasjon⁸². FoU-kostnaden til Itslearning var på hele 27 % prosent av salgsinntektene i 2012, til sammenligning har Blackboard brukt et snitt fra 2008 til 2011 på 13 %⁸³. Selv om Blackboard bruker en mindre andel så er FoU-utgiftene dobbelt så store som hele omsetningen til Itslearning ettersom det er et mye større selskap. Vi forutsetter at Fronter sine utgifter til FoU ligger et sted mellom Blackboard og Pearson (18 %), og Itslearning er derfor det selskapet som bruker størst andel av omsetning til FoU.

Fronter og Blackboard er eid av private equity selskap, men i Itslearning har ledelsen eierandeler. Ledelsen, som består av flere av gründerne, har en signifikant effekt på resultatene til et selskap og eierskap gir gode incentiver for å prestere.

Størrelsen til Itslearning kan tenkes å være en ulempe. De har for eksempel mye mindre kapital og utbredelse enn Blackboard. Men på den andre siden vil et stort selskap ha mer rigide prosesser, og et større og mer komplekst apparat for å igangsette nye prosjekter. Dermed vil Itslearning kunne opptre mer smidig og tilpasningsdyktig enn sine store konkurrenter.

⁸² Intervju med Arne Bergby (2013)

⁸³ Blackboard 10-K (2010, 2009, 2008)

3 VALG AV VERDSETTELSESMETODE

Det finnes i hovedsak tre forskjellige metoder for å verdsette et foretak⁸⁴. De forskjellige metodene er fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert metode. Dette er ulike tilnæringer til en verdsettelse med hver sine fordeler og ulemper. Som oftest er det slik at en kombinasjon av de forskjellige metodene kan gi det beste resultatet, og bruk av en metode utelukker ikke nødvendigvis en annen. Derimot er det ikke alltid fornuftig å bruke flere metoder. Hvis det ikke er gode forutsetninger for at det vil kunne gi et rett svar vil bruk av flere metoder kunne tilføre støy i analysen. Hvilke av metodene en bør bruke vil avhenge av faktorer som formål, bransje, tidsramme og krav til pålitelighet⁸⁵.

3.1 Oversikt over verdsettelsesmetoder

Vi skal nå presentere de forskjellige metodene for å verdsette et foretak, for så å argumentere for valg av vår hovedmetode under verdsettelsen av Itslearning. Deretter følger en mer grundig gjennomgang av hovedmetoden vår og dets rammeverk.

3.1.1 Fundamental metode

Fundamental verdsettelse består av en analyse av bedriftens strategiske posisjon og analyser av regnskapet med det formål å finne forventede fremtidige kontantstrømmer til en gitt kapital. Verdien av bedriften vil da være den neddiskonterte verdien av disse kontantstrømmene. En slik verdsettelse egner seg for selskap som har drevet en del år og som da har et regnskap som gjør det mulig å danne seg et bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Disse forholdene vil igjen gjenspeile verdien av foretaket⁸⁶.

⁸⁴ Damodaran (2012)

⁸⁵ Damodaran (2012)

⁸⁶ Palepu, Healy & Peek (2010)

Den fundamentale verdsettelsesmetoden vil i de fleste tilfeller være den mest omfattende og tidkrevende metoden, men vil i gjengjeld ofte gi en mer presis verdsettelse⁸⁷. I motsetning til komparativ metode vil fundamental metode kunne verdsette et selskap basert på selskapets unike egenskaper. Komparativ metode er derimot avhengig av at man tar forutsetninger om at selskapene er i besittelse av like egenskaper som gjør dem rimelige å sammenligne.

3.1.2 Komparativ metode

Det benyttes i hovedsak to typer komparativ metode. Man kan ved den ene metoden sammenligne selskaper basert på såkalte multipler, der man forsøker å avlede en verdi basert på en lignende bedrift som allerede har et verdianslag. Dette vil i praksis si at man finner et selskap som har forutsetninger for å sammenlignes med det aktuelle verdsettelsesobjektet og ved hjelp av gitte forholdstall estimerer en verdi.

Alternativt har man det som omtales som substansverdimodellen. Da bestemmer man verdien på selskapet avhengig av markedsverdien på dets bokførte eiendeler. Denne metoden egner seg bedre for bedrifter som har mye av verdien i materielle eiendeler som industribedrifter. Derimot vil denne metoden egne seg dårligere for bedrifter som har mye av verdiene sine i kunnskapskapital eller andre verdier som ikke står oppført i balansen.

Disse to komparative metodene vil som oftest være lettere å gjennomføre, men er avhengig av at man har aktører eller eiendeler med en gitt markedspris som kan sammenlignes med verdsettelsesobjektet⁸⁸.

3.1.3 Opsjonsbasert metode

Opsjonsbasert verdsettelse tar hensyn til eventuelle realopsjoner et selskap er i besittelse av som ikke gjenspeiles i det tradisjonelle regnskapet. Mun⁸⁹ argumenterer for at en fundamentalanalyse vil systematisk undervurdere selskaper fordi den ikke klarer å inkludere verdien av fleksibilitet.

⁸⁷ Koller, Goadhart og Wessels (2010)

⁸⁸ Damodaran (2012)

⁸⁹ Mun (2006)

Denne eventuelle fleksibiliteten vil en opsjonsbasert metode kunne verdsette. En realopsjon vil typisk bestå av rettigheter, patenter og lisenser man har en rett, men ikke en plikt til å benytte seg av. Denne metoden vil som oftest være et supplement til et eksisterende verdiesimat eller til en av de to metodene nevnt før.

3.2 Valg av hovedmetode

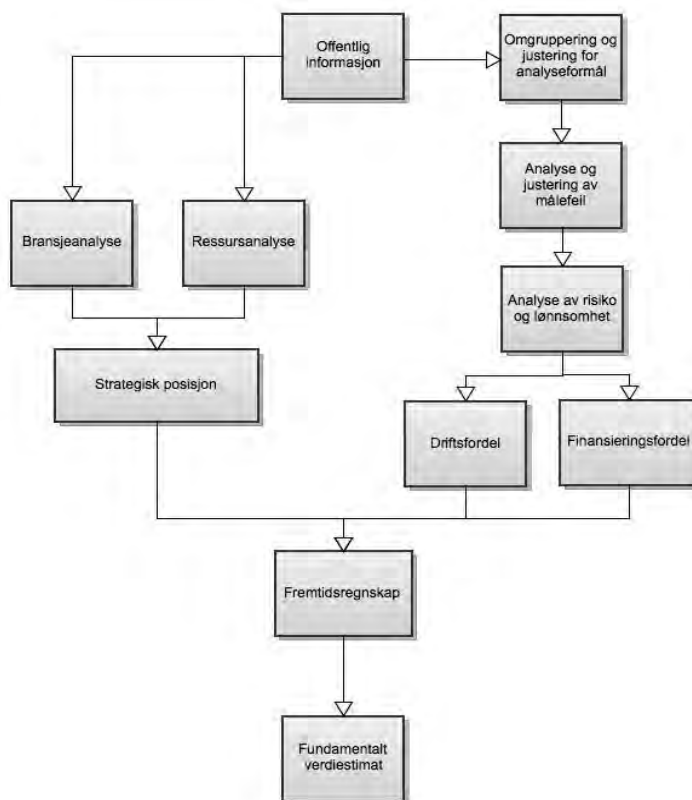
Itslearning har drevet med den samme virksomheten i over 10 år og mange års regnskap vil gi oss god innsikt i deres underliggende lønnsomhet. Dette gjør at det vil være mest hensiktsmessig å bruke en fundamental verdsettelse som hovedmetode. Med tanke på omfanget av denne oppgaven vil den fundamentale verdsettelsen gi oss best innsikt i selskapet og vil antageligvis produsere det beste estimatet på verdien. Vi vil foreta en fundamental verdsettelse som kombinerer egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden for å kunne produsere et best mulig estimat på verdien.

En komparativ verdsettelse med utgangspunkt i diverse multipler hos sammenlignbare selskaper vil tjene som en god pekepinn på hvorvidt vi har estimert verdien innen et fornuftig intervall. Derfor vil vi bruke en komparativ verdsettelse ved multippel analyse som et supplement til fundamentalanalysen for et best mulig resultat.

Itslearning besitter ikke per i dag realopsjoner av betydning for verdsettelsen vår og derfor vil denne metoden ikke bli brukt.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Her vil vi redegjøre for rammeverket for den fundamentale verdsettelsen vi skal utføre⁹⁰. Dette vil gi et overordnet bilde av strukturen på verdsettelsen.



3.3.1 Strategisk analyse

I den strategiske analysen vil vi vurdere Itslearning og dets omgivelser i en bransjeanalyse og en ressursanalyse. Bransjeanalysen tar for seg omgivelsene til Itslearning og LMS-bransjen samt konkurransearenaen i bransjen. Ressursanalysen vurderer Itslearning sine ressurser og hvorvidt de evner å generere høyere rentabilitet med disse. Disse analysene vil konkludere med å definere Itslearning sin strategiske posisjon.

⁹⁰ Palepu, Healy & Peek (2010)

3.3.2 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen vil vise om selskapet presterer utover kapitalkravet sitt og om de har en strategisk fordel som reflekteres i en såkalt superprofitt. Da vil vi omgruppere balansepostene slik at vi har driftsrelaterte eiendeler og gjeld adskilt fra driftsfremmede eiendeler og finansiell gjeld. I tillegg vil vi normalisere regnskapet slik at eventuelle uregelmessigheter som tilfører støy i regnskapet fjernes.

Deretter undersøker vi om det foreligger noen avvik mellom de rapporterte tallene fra regnskapet og de faktiske tallene, såkalte målefeil. Ved å justere disse vil det bidra til at man fremhever den underliggende lønnsomheten i regnskapet.

Etter vi har optimalisert regnskapet for analyseformål vil vi vurdere lønnsomheten til Itslearning fra drift og finans. Vi vil også vurdere risikoen til Itslearning i form av likviditets- og soliditetsanalyse.

Av regnskapsanalysen finner vi eventuell strategisk fordel som kan bestå av en driftsfordel og finansieringsfordel. Om det finnes en strategisk fordel for Itslearning må vi undersøke denne og dekomponere eventuelle fordeler ned til mest hensiktsmessige granularitetsgrad. Dette resultatet vil også benyttes under fremskriving av regnskapet.

3.3.3 Fremtidsregnskap

Vi vil deretter ta stilling til om det er fornuftig å anta at eventuelle strategiske fordeler vil fortsette fremover. Hvorvidt det er varige konkurransefortrinn eller om de vil elimineres og man vil oppleve en såkalt “mean reversion” mot en normalavkastning som er lik kravet.

For å kunne diskontere kontantstrømmene i fremtiden er vi avhengig av å ha et fornuftig krav å bruke som diskonteringsrente. Da må vi estimere et sannsynlig krav til egenkapital og total kapital for Itslearning i fremtiden.

3.3.4 Fundamentalt verdiestimat

Selve verdsettelsen vil bestå av to forskjellige fremgangsmåter innen fundamental verdsettelse. Den første vil være diskontering av kontantstrøm til EK ved bruk av egenkapitalkravet. Deretter vil vi diskontere kontantstrøm til totalkapitalen ved bruk av krav til netto driftskapital. Disse verdiene vil vi benytte til å vekte kapitalene på nytt slik at verdiene fra de to metodene konvergerer.

For å undersøke hvorvidt vårt estimat vil være følsomt for svingninger i diverse nøkkeltall vil vi foreta en sensitivitetsanalyse. Denne vil blant annet ta for seg de forskjellige avkastningskravene og faktorene som bestemmer disse. Vi vil også vurdere verdiestimatet vårt ved hjelp av multipler fra komparative bedrifter.

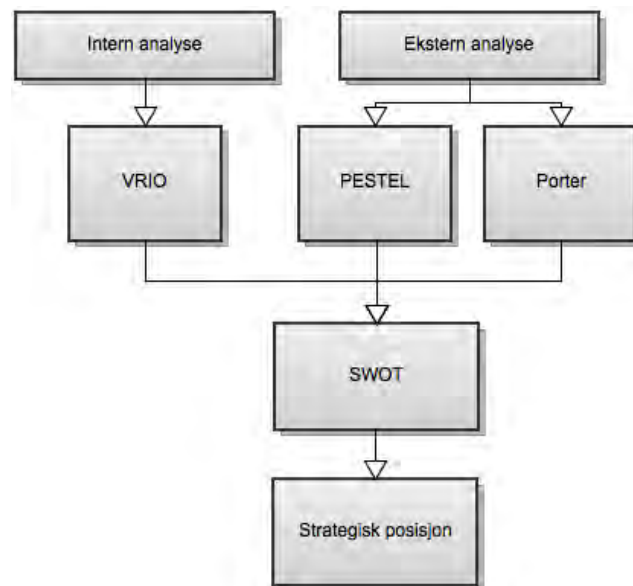
Til slutt vil vi diskutere om det er andre faktorer som burde spille inn og deretter presentere vårt endelige verdiestimat på egenkapitalen til Itslearning AS.

4 STRATEGISK ANALYSE

Strategisk analyse er det første steget i den fundamentale verdivurderingen av Itslearning. En bedrift sin strategi er deres metode for å prestere best mulig i det markedet de opererer i⁹¹. Formålet med denne analysen er å kartlegge de underliggende økonomiske forhold og finne eventuelle konkurransefortrinn. Konklusjonene fra den strategiske analysen vil danne grunnlaget for prognosene og framskrivningen senere i utredningen. Vi vil fokusere på å ha et bredt perspektiv for å oppdage trender og verdidrivere som vil påvirke bransjen på sikt.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Analysen er todelt i en ekstern bransjeorientert analyse og en analyse der vi vurderer interne ressurser. I første del vil vi ta i bruk PESTEL-analyse for deretter å analysere konkurransen ved å bruke Porters fem krefter. I den interne ressursorienterte analysen vil vi ta i bruk SVIMA-rammeverket for å finne ut hvilke ressurser som gir og kan i fremtiden gi Itslearning konkurransefortrinn. Til slutt vil funnene oppsummeres i en SWOT-analyse⁹².



⁹¹ Barney (2011)

⁹² Besanko et al. (2010)

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Med denne analysen vil vi vurdere omgivelsene Itslearning opererer i og kartlegge deres muligheter og trusler.

4.2.1 PESTEL – analyse

Med en PESTEL-analyse vil vi forsøke å få svar på spørsmål om hvordan omgivelsene påvirker bedriften, hvilke av faktorene i analysen som er viktigst og hvordan skal bedriften møte disse utfordringene⁹³.

Itslearning og andre LMS-aktører tjener hovedsakelig penger på salg av lisenser og mersalg til sine løsninger og flere brukere betyr mer omsetning. Regjeringen oppfordrer skolene til bedre å utnytte IT i læringen og det forventes økning i investeringer i høyere utdanning i fremtiden. Sammen med generell befolkningsvekst og høyere etterspørsel etter lengre utdanning betyr det vekst i LMS-markedet i Norge.

LMS-markedene der Itslearning opererer er inne i en lavkonjunktur og den ser ut til å fortsette de neste årene. Lavkonjunktur fører til at institusjoner ser etter områder de kan gjøre innsparinger, mens ved høykonjunktur har organisasjoner mer ressurser⁹⁴. Derfor vil lavkonjunktur være en faktor som fører til at åpen kildekode-LMS, som ikke har lisensieringskostnader, blir et mer alternativ for undervisere⁹⁵. I et intervju med administrerende direktør i Itslearning, sier han at de merket finanskrisen godt, særlig i Tyskland og England. Etter offentlige budsjettkutt ble det generelt mindre penger blant skolene og da prioriterte de heller den nødvendige IT-infrastrukturen enn LMS i skolen⁹⁶.

Dog er ikke lavkonjunktur utelukkende negativt for Itslearning da det er sammenheng mellom antall studenter og konjunkturer ettersom økonomiske konjunkturer bidrar til å forklare variasjoner i søkning til høyere utdanning.

⁹³ Roos, Van Kroght, Roos (2010)

⁹⁴ Burda og Wyplosz (2009)

⁹⁵ Feldstein (2010)

⁹⁶ Intervju med Arne Bergby (2013)

Beslutningen om å søke seg til høyere utdanning kan ses på som en investering med både kostnader og inntekter. Gevinsten ved å ta høyere utdanning er høyere lønn som følge av økt produktivitet og yrkesdeltakelse. Kostnadene ved å gå inn i høyere utdanning er tapt arbeidsinntekt mens man studerer. I en nedgangskonjunktur vil kostnadene ved å ta høyere utdanning reduseres. Med et dårlig arbeidsmarked vil færre ungdommer finne jobb etter avsluttet videregående opplæring. For voksne som står i fare for å miste jobben vil også høyere utdanning være mer attraktivt. Lavkonjunkturen etter den internasjonale finanskrisen i 2008-2009 bidro antagelig til en økt søkning til høyere utdanning⁹⁷. Dette er en faktor som bidrar til økning i brukere av LMS-løsninger i Norge.

En ulempe for norske aktører er det høye lønnsnivået i forhold til utlandet. Dette fører gjerne til at man relativt sett har mer lønnskostnader som kan legge press på marginen. Det kan da være en mulighet for Itslearning å spare lønnskostnader ved å flytte flere nøkkelfunksjoner ut av landet.

Dagens unge har i dag mer erfaring med teknologi og med deling av filer og bilder⁹⁸.

Brukervennlighet og integrasjon blir tatt for gitt, og LMS-aktørene må ta dette i betraktning når de utvikler sine løsninger. Dette gir større krav til LMS og høyere kostnader for leverandørene av LMS. For eksisterende LMS-aktører vil dette kunne være en utfordring da det kan innebære store kostnader å integrere en eksisterende løsning med flere plattformer og enheter. Det kan jobbe både for og imot inntrengere i bransjen som lanserer konkurrerende løsninger. Nye aktører har en fordel ved at de kan velge den teknologien som egner seg best til enklest mulig integrasjon og er mest kompatibel på tvers av plattformer. De har derimot den utfordringen ved at de må investere mye i en relativt kompleks løsning for å konkurrere med eksisterende aktører.

LMS-aktørene ligger litt bak 3. partsløsninger som tilbyr funksjoner som anses som tilleggsfunksjoner i et LMS. Itslearning har for eksempel et bloggverktøy som ikke er like bra som Wordpress eller Blogspot⁹⁹. Lærere bruker læringsportalene mer som en organisatorisk enhet. De legger ut oppgaver, gir elektroniske prøver og vurderinger, og benytter LMS mest som et dokumentasjonsgrunnlag.

⁹⁷ Kunnskapsdepartementet (2010)

⁹⁸ Shaw (2012)

⁹⁹ Schreurs (2011)

Utover dette benyttes andre tjenester som for eksempel Facebook til den daglige kommunikasjonen mellom lærere og elever¹⁰⁰. Dette gjør at Itslearning må tilpasse sitt produkt til kundenes stadige endrede behov som igjen medfører investeringer i utvikling.

LMS leverandører må altså bruke ressurser for å henge med på den teknologiske utviklingen, men denne trenden gir også vekstmuligheter. Trenden er at stadig mer av læringsmaterialet blir digitalt. Dette gjelder lærebøker, kommunikasjon, prøver og tilbakemeldingssystemer. Etter hvert som man flytter flere funksjoner til digitale løsninger og inn i LMS vil behovet for løsninger øke. Institusjoner som allerede har et LMS vil være villig til å investere mer i løsningen ettersom den blir viktigere for at de skal gjennomføre sin undervisning.

En fordel for de kommersielle LMS-aktørene er lovverket som sørger for at offentlige anskaffelser skal legges ut på anbud. En stor andel av skolene er offentlige, og vil dermed anvende anbud ved anskaffelser. Åpen kildekode-løsningene vil ikke bli vurdert ved anbud ettersom disse ikke leverer anbud, men distribueres over nettet til hver bruker. Dermed forsvinner mye av konkurransen fra åpen kildekode-løsningene når det gjelder større anskaffelser. Det reduserer risikoen for at en offentlig læringsinstitusjon som skal investere i et LMS vil anskaffe en portefølje av 3. parts programvare som gjør samme jobben, den vil ikke bli vurdert ved anbud.

4.2.2 Porters fem krefter

For å analysere konkurransen i bransjen tar vi i bruk modellen Porters fem krefter¹⁰¹. Modellen tar for seg fem dimensjoner, 1) rivalisering mellom eksisterende aktører i bransjen, 2) kunders forhandlingsmakt, 3) leverandørers forhandlingsmakt, 4) trussel om nyetablering og 5) trussel fra substitutter. Disse kan benyttes for å forstå dynamikken i bransjen, og er viktig for hvordan bedriften posisjonerer seg i forhold til sine konkurrenter. Jo sterkere kreftene er, desto vanskeligere er det å oppnå profitt¹⁰².

¹⁰⁰ Schreurs (2011)

¹⁰¹ Porter (1980)

¹⁰² Besanko et al. (2010)

4.2.2.1 Rivalisering mellom eksisterende aktører

Før vi kan omtale rivaliseringen mellom eksisterende aktører må vi avgrense markedet vi skal analysere. Siden Itslearning ikke har fokus på LMS til næringslivet vil vi ikke analysere det segmentet. Itslearning har fokus på utdanning, helt fra barnehage og til høyere utdanning, og opererer i store deler av Europa og er i etableringsfasen i USA. Mesteparten av omsetningen til Itslearning kommer fra Norge.

Oppkjøpet av Fronter, som har vært Itslearning sin største konkurrent i Norge, kan ha positive og negative konsekvenser for Itslearning. På den ene siden får Fronter en veldig finansielt solid eier som har et sterkt merkevarenavn i store deler av verden. Derimot kan det føre til at de mister fokus på LMS-løsningen og fokuserer mer på integrasjon mot e-lærebøker og Pearson sin eksisterende løsning. Ledelsen i Itslearning hevder det er et klart skille før og etter Fronter ble kjøpt opp. Etter oppkjøpet har de mistet fokus på kundene i Norge og det har blitt lettere for Itslearning å kapre markedsandeler fra Fronter¹⁰³.

Itslearning får konkurranse fra gratisløsninger. Åpen kildekode-LMS som Moodle og Sakai er stadig mer utbredt. Derimot vil ikke åpen kildekode-løsninger være et betydelig problem for Itslearning i de fleste tilfeller grunnet at de ikke leverer tilbud ved offentlige utlysninger. Det finnes derimot en del private skoler i markeder utenfor Norge det er fare for at åpen kildekode-løsninger vil være en reell konkurrent.

Rivaliseringen vurderer vi til å være lav i Norge. I fremtiden kan aktører fra utlandet føre til en økning i rivaliseringen, men kostnadene ved å lage et LMS på norsk og faktumet at markedet i Norge er lite, reduserer sannsynligheten for dette. Vi tror derfor at rivaliseringen i Norge i de neste årene vil være lav før de store LMS-aktørene penetrerer markedet og konkurransen intensifieres.

I Europa, spesielt der morsmålet er engelsk, og i USA finnes det mange LMS-tilbydere. De største aktørene har gjennomført oppkjøp av mindre tilbydere for å anskaffe seg teknologi og markedsandeler. Selv med en del konsolidering er rivaliseringen høy, og kommer til å være det i fremtiden.

¹⁰³ Intervju med Arne Bergby (2013)

4.2.2.2 Kunders forhandlingsmakt

Eksisterende kunder vil i dag risikere store byttekostnader involvert i å forandre sin LMS-løsning. Det er en stor og vanligvis smertefull prosess å flytte mye innhold, integrere med eksisterende systemer og trene opp studentene, lærere og andre ansatte. Eksisterende kunder vil i dag risikere store byttekostnader involvert i å forandre sin LMS-løsning¹⁰⁴. Disse kundene vil gjerne ikke ha like stor makt som potensielle kunder ettersom de til en viss grad vil være mer tilbøyelig overfor Itslearning. Det er store byttekostnader involvert i å bytte LMS. Det ville vært problematisk for brukere av systemet å måtte sette seg inn i et nytt system. I tillegg ville det kunne bli et kostbart prosjekt ettersom det ved IT-prosjekter foreligger en særlig risiko for overskridelser av tids- og finansielt budsjett¹⁰⁵. En skepsis mot at IT-prosjekter klarer å fullføres innenfor de planlagte rammene vil motivere kundene til å beholde sin eksisterende løsning. Det er en fordel for Itslearning med sine eksisterende kunder, men vil jobbe mot dem ved eventuell kapring av nye kunder som allerede har et LMS.

Potensielle kunder som fra før av ikke har et LMS har mindre kostnader involvert i å endre eller anskaffe løsning. De vil også kunne velge mellom mange forskjellige tilbydere som gir dem makt. Dette gjør at de kan stille høyere krav til Itslearning i en brukeravtale.

Byttekostnadene reduserer kundenes forhandlingsmakt, mens antallet tilbydere og standardiserte grunnfunksjoner øker forhandlingsmakten. Vi vurderer kundenes forhandlingsmakt historisk til å ha vært middels, men at den vil øke i fremtiden.

4.2.2.3 Leverandørers forhandlingsmakt

Itslearning trenger i hovedsak servere og koding av sine leverandører. Dette er så standardiserte varer og tjenester at det finnes mange aktører som kan levere tilnærmet like løsninger. Dermed vil ikke leverandørene til Itslearning være i besittelse av noen reell makt de kan utøve.

¹⁰⁴ Feldstein (2010)

¹⁰⁵ Oxford University's Said Business School (2009)

4.2.2.4 Trussel om nyetableringer

Utgangsbarrierer reduserer trusselen fra nyetablerere. Når en kunde har anskaffet seg et LMS oppstår det ofte nedstengningskostnader. Kontrakter med kjøpere vil ha straffekostnader som påløper ved kutting av kontrakter. Hvis et selskap har et stort antall ansatte, ansatte med høy lønn, eller kontrakter med ansatte som angir høye sluttvederlag, så firmaet kan stå overfor betydelige kostnader hvis den ønsker å forlate markedet.

Programvareløsninger som et LMS har den fordelen at de er lett å distribuere og som oftest lett å skalere opp for flere brukere. Når man først har utviklet et godt produkt trenger man ikke investere betydelig med innsatsfaktorer for å produsere flere enheter til distribusjon slik man må gjøre med fysiske varer. Man må investere i en god løsning, men når man har laget et produkt distribueres dette digitalt uten store råvareinvesteringer. Dette gjør at ekspansjon ikke nødvendigvis medfører like store kostnader for et selskap som driver med denne typen programvare og det reduserer inngangsbarrierene. Skulle man vokse fort er det også rimelig enkelt å skalere opp løsningen ved å investere i flere servere som driver systemet. Det er i tillegg lett å nedskalere igjen slik at denne typen investeringer ikke fungerer avskrekkende for etablerende aktører. På den andre siden må en bruke en del ressurser på produktutvikling. Slike finansielle krav reduserer trusselen fra nyetableringer. Derimot kan større leverandører av informasjonssystem, som har betydelig finansiell kapital og erfaring med utvikling av IT-løsninger, bli en trussel i fremtiden. Hvis LMS-markedet vokser og vedlikeholder en høy rentabilitet vil det være attraktivt for disse å forsøke å etablere seg i dette markedet.

Høye byttekostnader for kunder med eksisterende løsninger vil også være med å redusere trusselen fra nyetablering. Dermed vil det kunne være vanskelig å kapre kunder som igjen vil fungere som en inngangsbarriere.

Høye inngangsbarrierer gjør at vi vurderer trusselen fra inntrengere til å være lav. God vekst i LMS-bransjen i fremtiden vil øke trusselen fra inntrengere og nyetableringer.

4.2.2.5 Trussel fra substitutter

Det finnes tilnærmet fullverdige substitutter til LMS, men spørsmålet er om store læringsinstitusjoner vil ta i bruk en portefølje av disse i stedet for et dedikert LMS. Vi mener det vil være usannsynlig at dette vil bli utbredt på de større offentlige læringsinstitusjonene av samme grunn som åpen kildekode-løsninger, de vil ikke bli vurdert i anbudsrunder.

Høye byttekostnader vil også være med å redusere trusselen fra substitutter ettersom det ikke bare vil være høye økonomiske kostnader involvert, men også stor risiko når et helt lærested skal skifte løsning. Man vil i tillegg ikke ha like god tilgang på support når man kombinerer forskjellige 3. partsløsninger og ingen garantier for integrasjon og kompatibilitet nå eller i fremtiden.

Vi vurderer trusselen fra substitutter til å være lav, og vi forventer ikke endring i fremtiden.

4.3 Intern ressursorientert analyse

Den interne analysen tar for seg styrker og svakheter innad i virksomheten og skal kartlegge interne ressurser. Hill og Jones¹⁰⁶ definerer en ressurs som innsatsfaktorer som påvirker bedriftens relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier. Hensikten med den interne analysen er å undersøke om Itslearning har ressurser som medfører varige konkurransefortrinn som igjen fører til høyere lønnsomhet enn resten av bransjen.

4.3.1 SVIMA – analyse

SVIMA-verktøyet, som er basert på Jay B. Barneys VRIO-modell¹⁰⁷, brukes for å vurdere om en ressurs kan generere varig lønnsomhet over gjennomsnitt, altså at ressursen er et konkurransefortrinn. Ressursen må da over tid tilfredsstille de fem betingelsene; 1) sjelden, 2) viktig, 3) ikke-imiterbar, 4) mobilisert og 5) appropriert¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Hill og Jones (2008)

¹⁰⁷ Barney (1991)

¹⁰⁸ Jakobsen og Lien (2001)

Et faremoment ved en ressursanalyse er at forfatterne kan oppleve en såkalt bekreftende bias der man aktivt leter etter å finne noe verdifullt ved en ressurs og er i mindre grad innstilt på å se svakhetene. Det kan også være en svakhet ved ressursanalysen at den i liten grad tar hensyn til komplementære ressurser. Ved at man ser på en og en ressurs individuelt kan man ignorere ressurser som samhandler for å generere strategiske fordeler. Vi skal etter beste evne ta hensyn til disse svakhetene ved analysen og gjennomføre den så korrekt som mulig.

Vi deler ressursene i tre hovedkategorier: materielle, immaterielle, og menneskelige og organisatoriske ressurser.

4.3.2 Materielle ressurser

4.3.2.1 Finansielle ressurser

Itslearning har med investeringen fra Wallenberg-gruppen fått gode finansielle ressurser. Prismodellen bidrar også til god likviditet ettersom en stor andel av inntektene forskuddsbetales. Ettersom flere av aktørene i LMS markedet har gode finansielle ressurser og samme prismodell blir ikke Itslearning sine finansielle ressurser vurdert til å være sjelden. Gode finansielle ressurser kan gi Itslearning lavere finansieringskostnader og kan derfor vurderes å være viktig. Konkurrentene kan anskaffe seg samme finansielle ressurser, derfor er ikke kriteriet om ikke-imiterbar oppfylt. Itslearning sitter igjen med økonomiske verdier av å ha gode finansielle ressurser, og oppnår da kriteriene mobiliserbar og approprierbar. Vi vil derfor klassifisere ressursen som en paritet i henhold til SVIMA-rammeverket. Nedenfor ser man Itslearning sin rentedekningsgrad og egenkapitalandel som er gode mål på soliditet. Dette er en meget god rentedekningsgrad og en egenkapitalandel som gjør Itslearning til en solid bedrift med tanke på tap over tid. Forholdstallene vil bli nærmere vurdert i regnskapsanalysen.

	2010	2011	2012
Rentedekningsgrad	20,0	23,8	1,9
Egenkapitalandel	60 %	58 %	56 %

4.3.2.2 LMS produktet og funksjoner

Itslearning har et fortrinn i Norge med at de har lokal representasjon og systemet er på norsk. Særlig på barnehage- og grunnskolenivå vil det være viktig med en god løsning på morsmålet. Dette gjør at store internasjonale aktører kan ha problemer med eller reservasjoner mot å trenge inn i dette segmentet i utlandet. Mens det ikke vil være like store barrierer for Itslearning i engelskspråklige land, som USA og Storbritannia, ettersom dette er et ganske utbredt språk. Itslearning har mange av brukerne på barnehage- og grunnskolenivå og det gjør disse brukerne bedre innstilt på å fortsette med en løsning de kjenner til.

Drøftingen av brukervennligheten i kapittel 2 viser at Itslearning har god brukervennlighet relativt til konkurrentene, og det gjør at produktet er en sjelden ressurs. Ressursen er også viktig med at den har effekt på kundens betalingsvilje, og den blir konvertert til økonomiske verdier. Kriteriet approprierbar er oppfylt med at ressursen er til fordel for selskapet. Konkurrentene kan anskaffe seg like høy brukervennlighet ved å kopiere Itslearning, derfor oppfyller ikke produktet kriteriet ikke-imiterbar. Ressursen blir derfor vurdert til å være et midlertidig fortrinn. Det kan derimot tenkes at Itslearning klarer å utvikle et produkt som fungerer bedre enn konkurrentenes grunnet deres at mange av deres ansatte har vært lærere og dermed tilhører målgruppen til Itslearning. Dette vil vi heller inkludere i ressursen humankapital.

4.3.3 Immaterielle ressurser

4.3.3.1 Merkevareravn

Itslearning har et sterkt merkevareravn og er markedsleder i Norge med mange av de største skolene som kunder. De har også relativt sterke posisjoner i Nederland, Sverige, England og Frankrike. De har over to millioner brukere i verden, men siden konkurrentene også har sterke merkevareravn vil vi ikke betrakte ressursen som sjelden. Et sterkt merkevareravn er en verdifull ressurs og den er ikke-imiterbar. Når en bedrift får økonomiske resultat som følge av en ressurs, gjør dette ressursen til mobiliserbar.

Bak et sterkt merkenavn ligger tillitt, og mange institusjoner har brukt Itslearning i mange år nå, relativt til hvor lenge LMS-bransjen har eksistert, og de har da hatt et sterkt merkenavn gjennom flere år. Dermed er kravet til approprierbar tilfredsstilt. Globalt sett vurderer vi merkevarenavnet som en konkurransemessig paritet for Itslearning.

Dersom vi kun ser på det norske markedet vil merkevarenavnet også oppfylle kriteriet sjelden, og som ressurs da være en strategisk fordel for Itslearning.

4.3.4 Menneskelige og organisatoriske ressurser

4.3.4.1 Kompetanse og menneskelig kapital

Kompetansen til Itslearning kan betraktes som sjelden da de har over 13 års erfaring med LMS, mange fagpersoner og et høyt antall tidligere lærere blant sine ansatte. Nøkkelen til suksess i LMS-bransjen vil være å utvikle brukervennlige og pedagogisk anlagte løsninger. Her mener vi Itslearning har en fordel ved at de har en stab som består av mange med lærerbakgrunn.

Ved at Itslearning er et relativt sett lite selskap vil de også kunne utnytte disse ressurspersonene bedre ved at de er mer fleksibel når det gjelder å mobilisere dem i prosjekter. Et stort selskap vil ha mer rigide prosesser, og et større og mer komplekst apparat for å igangsette nye prosjekter. Dermed vil Itslearning kunne opptre mer smidig og tilpasningsdyktig enn sine store konkurrenter. Dette er særlig viktig i spesielle tilfeller som finanskriser og utvikling innenfor informasjonsteknologi.

Ressursen oppfyller kravet ved å være verdifull, og det er vanskelig å kopiere kompetansen. Det bidrar til å gjøre produktet til Itslearning mer attraktivt og gjør at Itslearning kan kapre nye kunder. Den menneskelige kapitalen er med å forbedre produktet som igjen skaper økonomiske verdier, vi vil derfor vurdere den til å være en mobiliserbar ressurs. Det er selskapet som sitter igjen med verdiene og er da også en approprierbar ressurs. Kompetanse og menneskelig kapital vurderes til å være en ressursfordel for Itslearning. En fordel i humankapitalen deres vil gjenspeile seg i flere aspekter ved driften som for eksempel salg, design av løsninger samt mindre tidssvinn grunnet god kunnskap og erfaringer. Videre i denne oppgaven vil vi omtale kompetanse og menneskelig kapital som humankapital.

4.3.4.2 Innovasjon

Innovasjon betyr utvikling eller fornyelse av eksisterende produkter, prosesser eller funksjoner, og er en viktig kilde til et varig konkurransefortrinn i LMS-bransjen. Nyskapning og kontinuerlig utvikling blir derfor avgjørende for at produktet til Itslearning skal foretrekkes fremfor andre LMS.

Selv om Itslearning bruker en stor andel ressurser på forskning og utvikling kan ikke det betraktes som sjeldent, da alle LMS-selskapene driver med nyskaping for å vinne markedsandeler. Ressursen oppfyller kravet med å være viktig og verdifull, og det er vanskelig å kopiere innovasjonskulturen. Nyskaping er med å gjøre produktet til Itslearning attraktivt og gjør at Itslearning kan kapre nye kunder. Innovasjon er da i stand til å skape økonomiske verdier og vurderes til å være en mobiliserbar ressurs. Det er selskapet som sitter igjen med verdiene og innovasjon er da også en approprierbar ressurs. Innovasjon vurderes til å være en paritet.

4.3 Bransjefordeler

Den eksterne analysen identifiserer forhold som kan bidra til å påvirke lønnsomheten i bransjen. Vi definerer en bransjefordel som at gjennomsnittlig rentabilitet i bransjen er større enn kapitalkravet.

I Europa og USA er det høy konkurranse og prispress og dermed forventer vi at det ikke eksisterer noen betydelig bransjefordelen nå eller at det vil det i fremtiden. I Norge forventes en beskjeden konkurranse de neste årene som vil medføre at en bransjefordel antageligvis vil kunne eksistere her. Dog er mesteparten av bransjen fra utlandet, da vi har hovedvekt på Blackboard Inc. i vårt generiske LMS-selskap, og vi forventer ikke å finne noen betydelig bransjefordel. Vi forventer heller ikke å finne noen bransjeulempe grunnet god vekst i bransjen. Vi antar derfor at rentabiliteten er omtrent lik kravet for bransjen.

4.4 Ressursfordeler

Ressursfordel oppstår når rentabilitet for bedriften er større enn gjennomsnittlig rentabilitet i bransjen. Her er det imidlertid viktig å påpeke at vi som eksterne analytikere har mangelfull informasjon. Konklusjonen kunne vært en annen dersom det hadde foreligget bedre informasjon om Itslearning sine interne ressurser.

Kildene til ressursfordelen er i henhold til SVIMA-analysen et varig konkurransefortrinn i humankapital, og at merkevarenavnet er et midlertidig fortrinn i Norge, men ikke i utlandet. Produktet deres klassifiseres som et midlertidig fortrinn grunnet god brukervennlighet. Dette gjenspeiles i tabellen nedenfor.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	
Finansielle ressurser	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Produktet	Ja	Ja	Nei	Delvis	Ja	Midlertidig fortrinn
Merkevare	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Humankapital	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Innovasjon	Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet

I fremtiden mener vi at deres ressursfordel i produktet vil elimineres ved at de ikke vil klare å skille seg ut fra de andre LMS-aktørene i brukervennlighet eller funksjonalitet ettersom produktet er mulig å imitere. Vi tror derimot at deres humankapital vil bidra til å gi dem høyere rentabilitet enn bransjen også i fremtiden. Merkevaren vil bidra til høyere rentabilitet i Norge i noen år fremover, men markedsteori tilsier at høy rentabilitet vil tiltrekke konkurranse og det øker sannsynligheten for at aktører med sterke merkevarenavn fra utlandet ekspanderer til Norge.

Itslearning sine utsikter i Norge ser lovende ut, det er dog større utfordringer på de internasjonale markedene der Itslearning ønsker å ekspandere. Vi konkluderer med at Itslearning har hatt og har i dag en strategisk fordel i form av en ressursfordel. Itslearning vil ha en betydelig ressursfordel de neste årene grunnet merkevarenavn, mer brukervennlig produkt og humankapital. Om noen år forventer vi at ressursfordelen synker da de stadig får mer inntekter fra utlandet der Itslearning ikke innehar en fordel i merkevarenavnet og at deres fordel i produktets brukervennlighet ikke vil vare. De vil dog fortsatt ha en ressursfordel grunnet sin menneskelige kapital.

4.5 SWOT-analyse

En samlet analyse av et selskap sine styrker, svakheter, muligheter og trusler kan samles i en SWOT-analyse¹⁰⁹. Nedenfor presenterer vi en tabell som fremstiller Itslearning sine SWOTs. Vi har omtalt Itslearning sine styrker i ressursanalysen vår i VRIO-rammeverket. Disse styrkene er verktøyene Itslearning har til disposisjon når de skal møte mulighetene og truslene omgivelsene innebærer. VRIO-analysen tar også for seg svakheter Itslearning innehar. De eksterne analysene våre, gjennomført ved PESTEL og Porters fem krefter, vurderer mulighetene og truslene Itslearning er utsatt for. Dette er faktorer som påvirker lønnsomheten og risikoen til Itslearning og dermed styrer deres strategiske fordel.

En tabell med oppsummering av SWOT-analysen følger på neste side.

¹⁰⁹ Kotler og Keller (2006)

	Styrker	Svakheter
Interne	<ul style="list-style-type: none"> • Brukervennlighet. • Innovasjon og fokus på utvikling. • Merkevare. • Finansielle ressurser. • Humankapital • Store kunder i Norge med betydelige byttekostnader. 	<ul style="list-style-type: none"> • Utdatert grensesnitt. • Ikke universell utforming.
	Muligheter	Trusler
Eksterne	<ul style="list-style-type: none"> • Fokus på LMS fra det offentlige og lavkonjunktur gir økende student-/elevmasse. • Har muligheter til å ta markedsandeler i utlandet. • Vekst grunnet migrasjon av læremateriell til digitale plattformer. • Rendyrking av LMS kan gi fordeler i forhold til forlagene. 	<ul style="list-style-type: none"> • Store globale konkurrenter. • Lavkonjunktur gir budsjettkutt i det offentlige skoleverket i EU og USA. • Høyere krav til LMS fra nye generasjoner. • Legale krav fra myndigheter. • Pengesterke forlag som kjøper seg inn i markedet. • Portefølje av 3. partsløsninger.

5 REGNSKAPSANALYSE

Formålet med regnskapsanalysen er å avdekke de underliggende økonomiske forholdene til Itslearning. Dette vil gi oss grunnlag til å lage et fremtidsbudsjett basert på utviklingstrekk i selskapet sett i lys av den strategiske analysen.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Først vil vi vurdere verdidriverne for å kartlegge trender og utviklingen. Vi vil foreta en normalisering for å justere ut støy og en omgruppering for bedre å skille mellom drift og finans. Regnskapet skal reflektere verdiskapingen i en bedrift, men det er ofte ulike faktorer som påvirker slik at det kan oppstå målefeil¹¹⁰. Derfor vil vi analysere regnskapet og justere for eventuelle målefeil. I regnskapsanalysen benytter vi de regnskapstallene som er oppgitt i årsrapportene til Itslearning som utgangspunkt.

En god regnskapsanalyse avhenger av valg av analyseperiode, analysenivå og valg av komparative bedrifter. Valg av analyseperiode avhenger av om selskapet har vært stabilt over tid, eller om det har endret karakter. Dersom selskapet har vært stabilt over tid taler det for at selskapet er et modent selskap med stabil drift og en lang analyseperiode er da naturlig. Dersom selskapet som har endret karakter de siste årene er det hensiktsmessig å ha en kort analyseperiode ettersom eldre tall vil være mindre relevante for selskapets tilstand i dag. Itslearning ble opprettet i 1999 og har siden hatt betydelig vekst og ekspansjon. Til tross for at de har hatt stor vekst har Itslearning hatt en stabil drift med samme produkt i et relativt stabilt marked og vi mener en middels lang analyseperiode på seks år er fornuftig.

Dersom virksomheten har mange forretningsområder er det hensiktsmessig å analysere forretningsområdene separat og ikke samlet. Itslearning driver innen ett forretningsområde og analyseres derfor samlet på konsernnivå.

¹¹⁰ Palepu, Healy & Peek (2010)

Ved valg av komparativ bransje ville det vært optimalt å vurdere alle aktørene i bransjen, men med det antall selskap som er i bransjen vil dette ikke være mulig å gjennomføre i praksis. Vi velger derfor å sammenligne med et bransjeutvalg som består av Fronter, Itslearning og Blackboard. Grunnet begrenset tilgang til regnskapstall vil vi benytte en analyseperiode på tre år for bransjen, 2009 til 2011. Vi vil dermed presentere hele analyseperioden på seks år (2007 – 2012) der vi kun er avhengige av regnskapstall fra Itslearning, mens vi benytter oss av sammenligningsperioden på tre år (2009 – 2011) der vi er avhengig av tall fra bransjen.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Først presenteres det rapporterte regnskapet til Itslearning i perioden 2006 til 2012 for å få en innsikt i selskapets økonomiske utvikling de siste årene. Tallene er hentet direkte fra Itslearning sine årsrapporter med unntak av 2012 der vi fikk tilsendt regnskapet fra Itslearning. En (K) etter årstallet indikerer at dette er konsernregnskapet. Itslearning rapporterte som konsern første gang i 2009. Itslearning AS rapporterer i henhold til NGRS. Alle tallene er i tusen NOK.

Resultatregnskap følger på neste side.

RESULTATREGNSKAP	2006	2007	2008	2009 (K)	2010 (K)	2011 (K)	2012 (K)
Inntekter							
Salgsinntekt	34 143	50 452	64 839	95 251	116 745	159 080	155 580
Annen driftsinntekt							
Sum inntekter	34 143	50 452	64 839	95 251	116 745	159 080	155 580
Kostnader							
Varekostnad	4 479	7 992	10 962	22 711	26 525	13 180	11 452
Lønnskostnad	12 945	18 421	25 631	46 181	53 202	84 895	99 820
Avskrivning på varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	122	226	273	3 621	3 133	4 807	4 617
Annen driftskostnad	10 490	15 050	19 537	26 381	30 698	48 951	55 152
Sum kostnader	28 036	41 689	56 403	98 894	113 558	151 833	171 041
Driftsresultat	6 107	8 763	8 436	-3 643	3 187	7 247	-15 461
Finansinntekter							
Annen renteinntekt	344	715	1 127	476	1 241	1 123	4 316
Annen finansinntekt	301	60	0	0	0	243	
Sum finansinntekter	645	775	1 127	476	1 241	1 366	4 316
Finanskostnader							
Annen rentekostnad	0	21	63	1 776	762	994	5 455
Annen finanskostnad		0	0	0	11	12	
Sum finanskostnader		21	63	1 776	773	1 006	5 455
Netto finans	645	754	1 064	-1 300	468	360	-1 139
Ordinært resultat før skattekostnad	6 752	9 518	9 501	-4 942	3 655	7 607	-16 600
Skattekostnad på ordinært resultat	1 883	2 500	2 674	1 145	1 027	3 242	-134
Ordinært resultat etter skattekostnad	4 869	7 018	6 827	-6 087	2 628	4 365	-16 466
Resultat av ekstraordinære poster							
Årsresultat før minoritetsinteresser	4 869	7 018	6 827	-6 088	2 628	4 365	-16 466
Minoritetsinteresser		0	0	0	142	690	0
Årsresultat	4 869	7 018	6 827	-6 088	2 486	3 675	-16 466
Overføringer og disponeringer							
Utbytte	1 266	1 955	0	0	2 408	2 408	0
Overføringer til/fra annen egenkapital	3 604	5 062	6 827	-6 088	79	1 268	0
Sum overføringer og disponeringer	4 870	7 017	6 827	-6 088	2 487	3 676	0

Itslearning hadde store omstrukturingskostnader i forbindelse med konserndannelsen i 2009, og en ser at resultatet reflekterer dette. Morselskapet, Itslearning Norge, hadde i 2009 et positivt årsresultat på NOK 4 377 081, mens konsernet hadde et negativt resultat på NOK 6 087 736. En ser at fra 2011 og 2012 har omsetningen gått ned. Informasjon vi har fått fra Itslearning viser at det i hovedsak er en nedgang i inntekter på 43 % av Teletop (et datterselskap i Nederland) som gjør at den samlet omsetningen har gått ned.

Nedenfor følger balansen til Itslearning i analyseperioden.

BALANSEREGNSKAP	2006	2007	2008	2009 (K)	2010 (K)	2011 (K)	2012 (K)
EIENDELER							
Immaterielle eiendeler							
Goodwill				30 330	37 664	53 934	50497
Sum immaterielle eiendeler				30 330	37 664	53 934	50 497
Varige driftsmidler							
Driftsløsøre, inventar, verktøy, kontormaskiner og lignende	447	1 005	949	1 526	1 905	2 234	1566
Sum varige driftsmidler	447	1 005	949	1 526	1 905	2 234	1 566
Finansielle anleggsmidler							
Investering i datterselskap			1010				
Investeringer i aksjer og andeler			300	300	300	300	300
Obligasjoner og andre fordringer						167	158
Sum finansielle anleggsmidler			1310	300	300	467	458
Sum anleggsmidler	447	1 005	2 259	32 156	39 869	56 635	52 521
Omløpsmidler							
Fordringer							
Kundefordringer	10 386	14 303	15 549	21 361	27 348	29 326	30983
Andre fordringer	437	859	2 037	2 671	6 227	5 234	5023
Sum fordringer	10 823	15 162	17 586	24 032	33 575	34 560	36 006
Bankinnskudd, kontanter og lignende							
Bankinnskudd, kontanter og lignende	11 590	16 093	20 791	49 326	50 348	44 139	16273
Sum omløpsmidler	22 413	31 255	38 377	73 358	83 923	78 699	52 279
SUM EIENDELER	22 860	32 260	40 636	105 514	123 792	135 334	104 800

BALANSEREGNSKAP	2006	2007	2008	2009 (K)	2010 (K)	2011 (K)	2012 (K)
EGENKAPITAL OG GJELD							
Egenkapital							
Innskutt egenkapital							
Selskapskapital	128	132	135	148	158	158	158
Beholdning av egne aksjer	-2	-1	-1				
Overkursfond	892	1 094	1 416	25 242	39 836	39 836	39 836
Annen innskutt egenkapital							
Sum innskutt egenkapital	1 018	1 225	1 550	25 390	39 994	39 994	39 994
Opptjent egenkapital							
Annen Egenkapital	7 110	12 282	19 104	16 827	21 214	21 574	6 276
Minoritetsinteresser		0	0	0	5 171	5 190	616
Sum opptjent egenkapital	7 110	12 282	19 104	16 827	21 214	21 574	6 276
Sum egenkapital	8 128	13 507	20 654	42 217	66 379	66 758	46 886
Langsiktig gjeld							
Utsatt skatt		23				43	135
Sum avsetninger for forpliktelser		23				43	135
Annen langsiktig gjeld							
Gjeld til kredittinstitusjoner				17 579	10 229	20 053	2 204
Øvrig langsiktig gjeld						136	413
Sum annen langsiktig gjeld				17 579	10 229	20 189	2 617
Sum langsiktig gjeld		23		17 579	10 229	20 232	2 752
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	3 888	4 854	5 251	9 307	8 646	5 843	11 457
Betalbar skatt	1 894	1 869	2 697	1 367	1 417	4 070	1 676
Skyldige offentlige avgifter	1 249	1 332	3 298	1 842	5 881	7 957	7 735
Utbytte	1 266	1 955	0	0	2 408	2 408	0
Annen kortsiktig gjeld	6 434	8 720	8 735	33 202	28 832	28 066	34 294
Sum kortsiktig gjeld	14 731	18 730	19 981	45 718	47 184	48 344	55 162
Sum gjeld	14 731	18 753	19 981	63 297	57 413	68 576	57 914
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	22 859	32 260	40 635	105 514	123 792	135 334	104 800

Disse regnskapstallene er utgangspunktet for våre regnskapsanalyser i denne oppgaven.

5.3 Omgruppering for analyseformål

Omgruppering av finansregnskapet vil gi et bedre bilde av den underliggende lønnsomheten og være bedre egnet som utgangspunkt for en analyse. Et regnskap er i utgangspunktet utarbeidet med hensyn til kreditorene og vi må dermed omgruppere det med hensyn til investorene. Vår fremgangsmåte er hentet fra Penman¹¹¹ som har utarbeidet en metode for omgruppering bestående av fire punkter.

5.3.1 Omgruppering av avsatt utbytte

For en kreditor vil utbytte bety kortsiktig gjeld til en annen kapital. Fra et investorperspektiv skal en ikke se på avsatt utbytte som gjeld fordi det er noe investorene får utbetalt. Derfor omgrupper vi eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital.

5.3.2 Kartlegging av ”dirty surplus”

“Dirty surplus” innebærer føring av kostnader og inntekter direkte mot egenkapital.

Kongruensprinsippet RL § 4-3 sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Noen forhold tillater imidlertid brudd på kongruensprinsippet, som vil si at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen. Unntakene oppstår ved korrigering av feil i tidligere regnskap, endring av regnskapsprinsipp og dersom det er i samsvar med god regnskapsskikk, eksempelvis hvis man har utenlandske datterselskap i forbindelse med konsolidering¹¹².

¹¹¹ Penman (2010)

¹¹² Johnsen og Kvaal (1999)

Ved å kartlegge “dirty surplus” får en dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapital.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Egenkapital 1.1	8 128	13 507	20 654	42 217	66 379	66 758
-	Egenkapital 31.12	13 507	20 654	42 217	66 379	66 758	46 886
+	Årsresultat	7 018	6 827	-6 088	2 486	3 675	-16 466
-	Utbytte	1955	0	0	2408	2408	0
+	Netto kapitalinnskudd	207	325	23 840	14 604	0	0
=	Dirty surplus	-109	5	-3 811	-9 480	888	3 406

Det foreligger ikke noe informasjon i årsrapportene om hva som er kildene til ”dirty surplus”, men den mest sannsynlige årsaken er konsolidering av utenlandske datterselskaper.

5.3.3 Separering av normale og unormale poster

For å kunne få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene må vi justere inntekter og kostnader ved å fjerne unormale poster. Unormale poster er engangstilfeller av en gitt inntekt eller kostnad som man regner med ikke vil inntreffe igjen, eventuelt inntreffe en sjelden gang. Hvis man regner med en slik kostnad eller inntekt ikke vil inntreffe igjen er det hensiktsmessig å separere den fra et normalresultat slik at man får bedre innsikt i den underliggende lønnsomheten i bedriften. Hvis den antas å skje en gang i blant er det fornuftig å fordele kostnaden under analysen slik at den belastes perioden den forventes å inntreffe¹¹³.

5.3.3.1 Normal og unormal skattekostnad

Driftsrelatert skattesats (dss) varierer mye fra år til år som man kan se av tabellen nedenfor. Vi vil derfor nytte medianen i stedet for gjennomsnittet for å finne den normaliserte driftsskattesatsen under analyseperioden. Dette fordi gjennomsnittet er mer utsatt for ekstreme verdier enn medianen. Vi får da en normalisert driftsskattesats på 28,7 %.

¹¹³ Kaldestad og Møller (2011)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsskattesats	dss	27,4 %	30,0 %	-43,3 %	33,6 %	46,0 %	-5,1 %
Normal driftsskattesats	- ndss	28,7 %	28,7 %	28,7 %	28,7 %	28,7 %	28,7 %
Skattesatsavvik	= udss	-1,3 %	1,3 %	-71,9 %	4,9 %	17,3 %	-33,8 %

Ved å benytte oss av den normaliserte driftsskattesatsen finner vi normal skatt og unormal skatt på normalt driftsresultat. Nedenfor ser man en tabell som viser den unormale skatten på driftsresultatet for perioden 2007 til 2012.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Normal skattekostnad	2 500	2 674	1 145	1 027	3 242	-134
-	Skatt på FI	109	158	67	174	191	604
+	Skatt på FK	6	18	497	216	282	1 527
=	Skatt på driftsresultat	2 397	2 534	1 576	1 070	3 332	789
-	Normal skatt på normalt DR	2 515	2 421	-1 045	915	2 080	-4 437
=	Unormal skatt på normalt DR	-117	113	2 621	155	1 253	5 226

Disse tallene vil vi benytte for å skille mellom et normalt og unormalt driftsresultat for å skape et bedre inntrykk av de underliggende økonomiske forholdene.

5.3.3.2 Omstruktureringskostnader

I 2009 hadde Itslearning Norge et driftsresultat før skatt på NOK 5 078 000, mens konsernet hadde et driftsresultat før skatt på NOK -3 643 000. En forskjell på hele 8 721 000. Differansen mellom disse driftsresultatene kan forklares med store omstruktureringskostnader for konsernet. Vi reduserer derfor driftskostnadene med NOK 6 000 000, som vi mener reflekterer et godt estimat på den unormale kostnaden, for å gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene.

Rentekostnaden til Itslearning Norge var NOK 24 000 mens for konsernet var den NOK 1 776 000. Vi antar derfor at det i 2009 oppstod unormale finanskostnader i forbindelse med konserndannelsen.

Ved å anta en naturlig stigning for finanskostnadene kommer vi frem til at NOK 450 000 kan antas å være normale og NOK 829 000 antas å være unormale finanskostnader.

5.3.3.3 Lønnskostnader

Vi mener det har oppstått unormalt høye lønnskostnader i 2012 grunnet at Itslearning er i en ekspanderingsfase. I en ekspanderingsfase bruker man en del kostnader på å etablere kontorer og det er fornuftig å anta at disse er uregelmessig høye relativt til omsetningen i 2012. Lønnskostnadene relativt til driftsinntekter har ligget rundt 50% de siste årene og var i 2011 på 53%. I 2012 var lønnskostnadene til Itslearning på rundt 64 %. Vi mener det kan være fornuftig å anta at normale lønnskostnader vil ligge på 58 % av omsetningen i 2012 og justerer derfor lønnskostnadene ned med NOK 9 335 000. I kapittel 8 presenterer vi en Common Size-tabell der man vil kunne se de forskjellige kostnadspostene relativt til omsetningen.

5.3.4 Separering av drift og finans

Det er viktig for en investor å vite hvor lønnsom selskapets drift er og hvor mye finansieringen koster. For å bedre vurdere dette er det hensiktsmessig å skille driftsposter og finansposter i både resultatregnskapet og balansen. Dette gjør at vi kan rendyrke rentabilitetstall og kan vurdere kildene til den underliggende lønnsomheten bedre.

Første steg her består av å omgruppere balansen fra et kreditorperspektiv med fokus på likviditeten til eiendeler og tid til forfall for gjeld, til et investorperspektiv med fokus på skille mellom drift og finans med hensyn til eiendeler og gjeld¹¹⁴.

Vi har valgt å dele opp bankinnskudd og kontanter som driftseiendel og finansiell eiendel. Vi mener det er fornuftig å anta at Itslearning trenger kontanter tilsvarende 20 % av kortsiktig gjeld til å betjene sine kontantutgifter i driften. Resten av kontantbeholdningen klassifiserer vi som en finansiell eiendel.

¹¹⁴ Penman (2010)

Med finansielle eiendeler mener vi eiendeler som ikke bidrar direkte til driften, såkalte driftsfremmede eiendeler. Vi klassifiserer gjeld som ikke påløper seg renter som driftsrelatert gjeld. Tabellen nedenfor er en omgruppert balanse for Itslearning.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Driftsrelaterte anleggsmidler	1 005	949	31 856	39 569	56 168	52 063
+	Driftsrelatert omløpsmidler	18 908	21 582	33 176	43 012	44 229	47 038
=	Driftsrelaterte eiendeler	19 913	22 531	65 032	82 581	100 397	99 101
+	Finansielle anleggsmidler		1 310	300	300	467	458
+	Finansielle omløpsmidler	12 347	16 795	40 182	40 911	34 470	5 241
=	Finansielle eiendeler	12 347	18 105	40 482	41 211	34 937	5 699
=	Eiendeler	32 260	40 636	105 514	123 792	135 334	104 800
	Egenkapital	15 462	20 654	42 217	63 616	63 976	46 270
+	Minoritetsinteresser				5 171	5 190	616
=	Egenkapital konsern	15 462	20 654	42 217	68 787	69 166	46 886
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	23					
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	16 775	19 981	18 905	22 734	39 009	46 724
=	Driftsrelatert gjeld	16 798	19 981	18 905	22 734	39 009	46 724
+	Langsiktig finansiell gjeld			17 579	10 229	20 232	2 617
+	Kortsiktig finansiell gjeld			26 813	22 042	6 927	8 573
=	Finansiell gjeld			44 392	32 271	27 159	11 190
=	Egenkapital og gjeld	32 260	40 636	105 514	123 792	135 334	104 800

Videre omgrupperer vi resultatregnskapet slik at vi kan se hvilke poster som stammer fra drift og hvilke som stammer fra finans.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	50 452	64 839	95 251	116 745	159 080	155 580
Driftskostnader	41 689	56 403	92 894	113 558	151 833	161 706
Driftsresultat egen virksomhet	8 763	8 436	2 357	3 187	7 247	-6 126
Driftsrelatert skatt egen virksomhet	2 515	2 421	676	915	2 080	-1 758
Netto driftsresultat egen virksomhet	6 248	6 015	1 681	2 272	5 167	-4 368
Netto driftsresultat	6 248	6 015	1 681	2 272	5 167	-4 368
Netto finansinntekt	667	969	409	1 067	1 175	3 712
Nettoresultat sysselsatt kapital	6 915	6 984	2 090	3 340	6 342	-656
Netto finanskostnad	15	45	450	557	724	3 928
Netto minoritetsresultat				142	690	
Nettoresultat til egenkapital	6 900	6 939	1 640	2 641	4 928	-4 584
Unormal netto driftsresultat	226	-118	-3 088	9 325	-2 141	-15 288
Unormalt netto finansresultat			-829			
Fullstendig nettoresultat egenkapital	7 126	6 821	-2 277	11 966	2 787	-19 872

Vi har i denne tabellen trukket fra de unormale omstrukturingskostnadene fra driftskostnader i 2009 og flyttet de ned til posten unormalt netto driftsresultat. De unormale finanskostnadene i forbindelse med konserndannelsen i 2009 er trukket fra netto finanskostnad og flyttet ned til unormalt netto finansresultat. I 2012 justerer vi ned driftskostnadene tilsvarende den unormale lønnskostnaden og flytter denne til posten unormalt netto driftsresultat.

Vi antar at ”dirty surplus” kommer fra konsolidering av utenlandske datterselskaper og klassifiserer denne innen drift. Dermed er ”dirty surplus” inkludert i posten netto unormalt netto driftsresultat.

5.4 Analyse og justering av målefeil

Målefeil av oppstår når de rapporterte tallene ikke reflekterer virkelig verdi. Årsaken til at regnskapet ikke rapporterer virkelig verdi deler vi opp i tre forskjellige typer målefeil. Metoden for å gjennomføre dette er basert på en fremgangsmåten i et kurs av Kjell Henry Knivsflå¹¹⁵ ved Norges Handelshøyskole.

5.4.1 Avvik mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi – type 1 målefeil

Målefeil av denne typen kan oppstå grunnet regnskapsføring til historisk kost i NGRS. Transaksjonsprinsippet gjør at man bruker verdien av vederlaget ved transaksjonstidspunkt som grunnlag for regnskapsføringen¹¹⁶. Den virkelige verdien vil vi anta er det høyeste av driftsverdi og salgsverdi. Man kan tenke seg at funnet vårt av en strategisk fordel som implisitt gir en pris på egenkapitalen som er noe annet enn bokført kapital er en målefeil av type 1.

5.4.2 Avvik mellom god regnskapsføring og korrekt historisk kost – type 2 målefeil

De mest vanlige årsakene til en målefeil av denne typen er ukritisk bruk av lineær avskrivning og direkte kostnadsføring av immateriell verdiskapning. I henhold til Regnskapsloven §5-6 *kan* utgifter til forskning og utvikling kostnadsføres. Dette betyr at det er mulighet til å kostnadsføre utgiftene direkte i samme periode som de oppstår uten å sammenstille dem med inntektene de vil generere. Norsk Regnskapsstandard punkt 2.3.1 skriver at følgende kriterier bør være oppfylt for å balanseføre immaterielle eiendeler; ”1) det er sannsynlig at de fremtidige økonomiske fordelene knyttet til eiendelen vil tilflyte foretaket, og 2) anskaffelseskost for eiendelen kan måles pålitelig”¹¹⁷.

¹¹⁵ Kjell Henry Knivsflå – BUS 424 forelesning 6, høsten 2012.

¹¹⁶ Johnsen og Kvaal (1999)

¹¹⁷ Norsk Regnskapsstandard 19 – Immaterielle eiendeler

5.4.3 Avvik mellom god regnskapsføring og rapportering – type 3 målefeil

Avviket mellom god regnskapsføring og det regnskapet som er rapportert omtaler vi som kreativ regnskapsføring. Dette vil typisk være regnskapsmanipulasjon for å få regnskapet til å fremstå annerledes enn det er.

Ved funn av målefeil vil vi vurdere å normalisere eller justere bort for å heve kvaliteten på de offentlige regnskapstallene.

5.4.4 Justering av goodwill

Antatt levetid på goodwill i Itslearning sine regnskap er satt til 15 år og det avskrives lineært. I følge regnskapsloven § 7-14 skal goodwill avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Antatt levetid over 5 år skal imidlertid begrunnes særskilt. Derfor kan virke fornuftig å justere levetiden til goodwill og avskrive den hurtigere.

Derimot antar vi at Itslearning har en strategisk ressursfordel i sine ansatte og merkevarenavn som ikke er balanseført. Dermed vil de immaterielle eiendelene til Itslearning typisk være undervurdert. Vi har dermed tre målefeil ved 1) for lite avskrivning av goodwill, 2) ingen balanseføring av human kapital og 3) ingen balanseføring av merkevarenavn. Disse målefeilene vil til en viss grad annullere hverandre ved at den høye balanseverdien på goodwill gjør opp for ingen balanseføring av merkevarenavn og human kapital.

Grunnen til at vi ikke balansefører merkevarenavn og human kapital er at dette er størrelser som ville vært vanskelig å estimere en fornuftig verdi på. Vi justerer derfor ikke avskrivningsplanen til goodwill og lar disse målefeilene kompensere for hverandre uten at vi risikerer å tilføre mer støy til regnskapet.

5.4.5 Justering av kundefordringer

Det er antatt NOK 234 000 som tap på fordringer i 2010, 200 000 i 2009 og 2008 og NOK 50 000 i 2007. Det er ikke antatt tap på fordringer i 2011 og 2012, men det forekom tap på fordringer i 2011. Mange av Itslearning sine kunder er offentlige, og det kan argumenteres for at offentlige virksomheter har mindre konkurrisiko som reduserer sannsynligheten for tap på fordringer. Vi viser derimot til forsiktighetsprinsippet, regnskapsloven §4-1 4. ledd, som sier at man skal resultatføre urealiserte tap og vi antar det vil påløpe seg tap på fordringer også i 2012.

Ingen føring av tap på fordringer vurderer vi til å være målefeil av typen 2, og vi justerer kundefordringer i 2011 og 2012 ned med NOK 250 000, som er omtrent samme andel i tap relativt til kundefordringer som de foregående årene. Dette vil gi et øke i varekostnad på NOK 250 000, men en reduksjon av skattekostnaden på NOK 72 000. Netto resultat påvirkning er NOK -178 000.

5.4.6 Justering av forskning og utvikling

Investeringer i forskning og utvikling (FoU) er direkte kostnadsført i regnskapet til Itslearning. En slik direkte kostnadsføring kan argumenteres for at bryter med sammenstillingsprinsippet¹¹⁸ som sier at man skal sammenstille kostnadene med de tilhørende inntektene. Man forventer at investeringer i FoU skal skape inntekter i fremtiden og dermed burde man balanseføre investeringer i FoU for så å avskrive dem over inntektsperioden.

Vi vurderer denne direkte kostnadsføringen til å være en målefeil type 2, og velger å kapitalisere FoU. Det er ikke oppgitt hvor mye Itslearning har brukt på FoU i årsregnskapene deres, men Arne Bergby hevdet Itslearning brukte et beløp tilsvarende 27 % av salgsinntektene til FoU¹¹⁹. Blackboard har brukt et gjennomsnitt på 13 % og vi anser dette til å være nærmere et normalbeløp. Vi antar derfor at Itslearning sitt beløp til FoU har vært 20 % av salgsinntektene, en del mer enn Blackboard, men et stykke under det de selv oppgir.

¹¹⁸ Johnsen og Kvaal (1999)

¹¹⁹ Intervju med Arne Bergby (2013)

For å bestemme avskrivningsperioden til de kapitaliserte FoU-utgiftene tar vi utgangspunkt i sammenstillingsprinsippet. Vi mener at det er fornuftig å anta at forskning og utvikling i hovedsak vil skape verdier de neste fem årene. Dette grunnet stadig utvikling i IT som gjør at løsninger risikerer å bli utdatert etter noen år og krever reinvesteringer. Vi forutsetter også at investeringene vil lønne seg mest året etter og deretter synker mot år fem. Med en avtagende kontantstrøm vil det være fornuftig med en lineær avskrivningsplan. En slik avskrivningsplan vil også være fornuftig i henhold til sammenstillingsprinsippet ettersom kontantstrømmen fra investeringen belastes med en kostnad i avskrivningen som gir en rentabilitet lik internrenten¹²⁰. Av tabellen nedenfor kan man se kapitaliseringen av FoU-utgiftene til Itslearning i analyseperioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inngående FoU	19 343	23 547	29 212	38 610	49 567	65 106
FoU utgifter	10 090	12 968	19 050	23 349	31 816	31 116
Avskrivningsgrunnlag	29 434	36 515	48 262	61 959	81 383	96 222
Avskrivning	5 887	7 303	9 652	12 392	16 277	19 244
Utgående FoU	23 547	29 212	38 610	49 567	65 106	76 978

Effekten av målefeilen reflekteres i endring av netto resultat. Vi reduserer de FoU-utgiftene som er direkte kostnadsført, trekker fra avskrivningene og økt utsatt skatt. I tabellen nedenfor ser man effekten på nettoresultatet.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tilbakeføring FoU-utgifter	10 090	12 968	19 050	23 349	31 816	31 116
Avskrivning	5 887	7 303	9 652	12 392	16 277	19 244
Øke i utsatt skatt	1 206	1 626	2 697	3 144	4 459	3 407
Endring nettoresultat	2 997	4 039	6 701	7 813	11 080	8 465

¹²⁰ Johnsen og Kvaal (1999)

5.4.7 Oppsummering justeringer

Formålet med å foreta justeringer er å optimalisere regnskapet for analyseformål for å bedre avdekke de underliggende økonomiske forholdene. Vi mener justeringene vi har gjennomført vil gi finansregnskapet en nærmere virkelig verdi og med det et bedre grunnlag ved utarbeidelsen av den fundamentale verdsettelsen.

Nedenfor ser man effekten justeringene har på egenkapitalrentabiliteten. Kapitaliseringen av FoU-utgifter har en ganske stor effekt på egenkapitalrentabiliteten, mens justeringer av kundefordringer har en heller beskjeden effekt.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omgruppert egenkapitalrentabilitet	76,8 %	47,6 %	5,3 %	5,1 %	8,0 %	-8,0 %
+ Effekt justering av FoU	-33,4 %	-12,6 %	10,9 %	8,1 %	8,6 %	11,8 %
+ Effekt justering av kundefordringer	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,2 %	-0,2 %
= Justert egenkapitalrentabilitet	43,5 %	35,0 %	16,2 %	13,2 %	16,4 %	3,6 %

Nedenfor oppsummerer vi justeringene i et omgruppert og justert resultatregnskap og balanse.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsinntekter	50 452	64 839	95 251	116 745	159 080	155 580
- Driftskostnader	41 689	56 403	92 894	113 558	151 833	161 706
+ <i>Justering av forskning og utvikling</i>	4 204	5 665	9 398	10 957	15 539	11 872
- <i>Justering av kundefordringer</i>					250	250
= Driftsresultat egen virksomhet	12 967	14 101	11 755	14 144	22 536	5 495
- Driftsrelatert skatt egen virksomhet	3 721	4 047	3 373	4 059	6 467	1 577
= Netto driftsresultat	9 246	10 054	8 382	10 085	16 069	3 918
+ Netto finansinntekt	667	969	409	1 067	1 175	3 712
= Nettoresultat sysselsatt kapital	9 912	11 024	8 791	11 153	17 244	7 630
- Netto finanskostnad	15	45	450	557	724	3 928
- Netto minoritetsresultat				142	690	
= Nettoresultat til egenkapital	9 897	10 978	8 341	10 454	15 830	3 703

Dette er det normaliserte og justerte regnskapet som vi har optimalisert for analyseformål. Nedenfor ser man balansen etter omgruppering med justeringer. Kapitaliseringen av FoU øker eiendelene og dermed egenkapitalen til Itslearning betraktelig. Justeringen av kundefordringer er ganske beskjeden i forhold til FoU.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 005	949	31 856	39 569	56 168	52 063
<i>Justering FoU</i>	<i>23 547</i>	<i>29 212</i>	<i>38 610</i>	<i>49 567</i>	<i>65 106</i>	<i>76 978</i>
Driftsrelatert omløpsmidler	18 908	21 582	33 176	43 012	44 229	47 038
<i>Justering kundefordringer</i>					<i>-250</i>	<i>-250</i>
Driftsrelaterte eiendeler	43 460	51 743	103 641	132 148	165 253	175 829
Finansielle anleggsmidler		1 310	300	300	467	458
Finansielle omløpsmidler	12 347	16 795	40 182	40 911	34 470	5 241
Finansielle eiendeler	12 347	18 105	40 482	41 211	34 937	5 699
Eiendeler	55 807	69 848	144 124	173 359	200 190	181 528
Egenkapital	15 462	20 654	42 217	63 616	63 976	46 270
<i>Justering FoU</i>	<i>16 790</i>	<i>20 829</i>	<i>27 530</i>	<i>35 343</i>	<i>46 423</i>	<i>54 887</i>
<i>Justering kundefordringer</i>					<i>-178</i>	<i>-178</i>
Minoritetsinteresser				5 171	5 190	616
Egenkapital konsern	32 252	41 483	69 747	104 130	115 410	101 595
Langsiktig driftsrelatert gjeld	23					
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	16 775	19 981	18 905	22 734	39 009	46 724
<i>Justering FoU</i>	<i>6 757</i>	<i>8 383</i>	<i>11 080</i>	<i>14 224</i>	<i>18 684</i>	<i>22 090</i>
<i>Justering skatt kundefordringer</i>					<i>-72</i>	<i>-72</i>
Driftsrelatert gjeld	23 555	28 364	29 985	36 958	57 621	68 742
Langsiktig finansiell gjeld			17 579	10 229	20 232	2 617
Kortsiktig finansiell gjeld			26 813	22 042	6 927	8 573
Finansiell gjeld			44 392	32 271	27 159	11 190
Egenkapital og gjeld	55 807	69 848	144 124	173 359	200 190	181 528

Nå er regnskapet optimalisert til analyseformål og vi kan begynne å analysere forskjellige resultat- og balanseposter.

5.5 Rammeverk for forholdstallanalyse

I de neste kapitlene skal vi foreta en analyse der vi vurderer forholdstallene for Itslearning og bransjen. I kapittel 6 vil vi undersøke risikoen ved å vurdere likviditet og soliditet, for så å foreta en syntetisk rating. Kapittel 7 vil ta for seg beregning av historisk avkastningskrav for Itslearning og sammenligne rentabiliteten, før vi i kapittel 8 foretar en analyse av driverne til lønnsomheten.

Vi velger å tidsvekte eventuelle snitt med 40 % i 2012, 30 % i 2011 og 20 % i 2010 og 10 % i 2009. Itslearning og bransjen har forandret seg de siste årene, og ved å vekte seneste tilgjengelig regnskapstall får vi et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold. Ettersom vi bare har tall for bransjen fra perioden 2009-2011 må vi bruke dette for å sammenligne etter beste evne. Når vi bare har 2009, 2010 og 2011 tilgjengelig tidsvekter vi med 20 %, 30 % og 50 %. Forholdstall for bransjen vil være merket med *.

6 ANALYSE AV RISIKO

Først vil vi gjennomføre en analyse av den kortsiktige risikoen gjennom en likviditetsanalyse, for deretter å analysere den langsiktige risikoen gjennom en soliditetsanalyse¹²¹. Analysene vil være grunnlaget til en syntetisk rating. Denne ratingen vil benyttes til å estimere risikopåslag på aktuelle kapitalkrav.

6.1 Likviditetsanalyse

En likviditetsanalyse vurderer i hvilken grad virksomheten har midler til å gjøre opp for seg på kort sikt. Vi vil her bruke forholdstallene likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad. Tabellene viser hele analyseperioden (2007 – 2012) for Itslearning og sammenligningsperioden (2009 – 2011) for bransjen.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 illustrerer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld¹²². Omløpsmidler er kundefordringer, varelager og lignende, mens kortsiktig gjeld er gjeld som forfaller innen ett år.

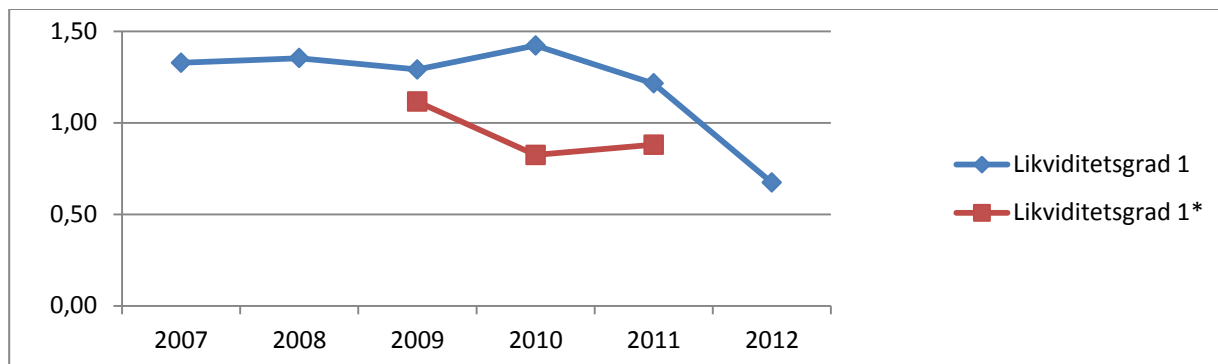
$$LG\ 1 = \frac{\text{Omløpsmidler (DOM + FOM)}}{\text{Kortsiktig gjeld (KDG + KFG)}}$$

Nedenfor følger en sammenligning av likviditetsgraden til Itslearning i forhold til bransjen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Likviditetsgrad 1	1,33	1,35	1,29	1,42	1,22	0,67	1,05
Likviditetsgrad 1*			1,12	0,82	0,88		0,91

¹²¹ Palepu, Healy & Peek (2010)

¹²² Kinserdal (2005).



Vi ser av grafen at Itslearning har høyere likviditetsgrad enn bransjen, men med en negativ utvikling det siste året. Det er dog viktig å ha i bakhodet at 2012 var et spesielt år, og at tallene ikke nødvendigvis reflekterer trenden fremover. Årsaken til fallet i 2012 er hovedsakelig en nedgang i bankinnskudd, kontanter og lignende. Med en LG 1 på over 1 vil det si at langsiktig kapital finansierer anleggsmidler og deler av omløpsmidler.

Mesteparten av omløpsmidlene til Itslearning er kundefordringer og bankinnskudd. Med tanke på at de fleste av kundene til Itslearning er offentlige institusjoner er det liten risiko i fordringene. Den kortsiktige gjelden er i hovedsak leverandørgjeld og offentlige utgifter. Det er dermed ingen poster vi anser for å være risikable og mener likviditetsgraden viser et rettmessig bilde av Itslearning sin evne til å betjene sine kortsiktige forpliktelser.

6.1.3 Finansiell rentedeckningsgrad

Finansiell rentedeckningsgrad beregnes ved å dividere netto resultat til sysselsatt kapital med netto finanskostnad. Rentedeckningsgraden er et forholdstall knyttet til inntjening og reflekterer i hvilken grad selskapet kan betjene sine gjeldsforpliktelser med resultat fra driften. Dette forholdstallet er relevant både for lønnsomheten og likviditeten¹²³.

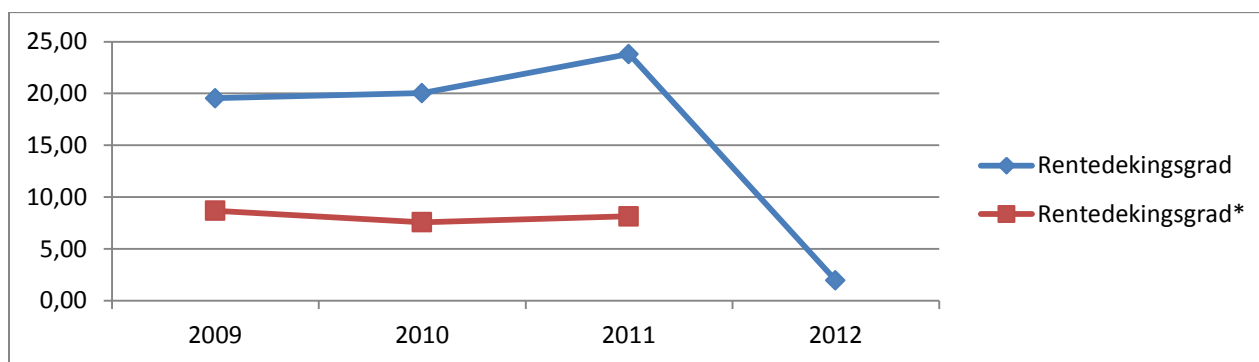
$$\text{Finansiell rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Finanskostnader}}$$

¹²³ Penman (2010)

Nedenfor følger en sammenligning av rentedeckningsgraden til Itslearning i forhold til bransjen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Rentedekningsgrad	655,56	243,02	19,54	20,04	23,81	1,94	13,88
Rentedekningsgrad*			8,67	7,57	8,14		8,08

I grafen nedenfor velger vi å bare vise Itslearning sin rentedeckningsgrad fra 2009 i grafen ettersom den var usedvanlig høy årene før. Itslearning hadde i årene 2007 og 2008 veldig lave finanskostnader som gjør at rentedeckningsgraden blir veldig høy.



Rentedekningsgraden til Itslearning har vært mye høyere bransjen men har blitt redusert kraftig fra 2011 til 2012. Det kraftige fallet i 2012 reflekterer ikke nødvendigvis trenden fremover. Årsaken til fallet i rentedeckningsgrad er fall i resultat til sysselsatt kapital og en økning av finanskostnader.

Likviditetsgraden og rentedeckningsgraden til Itslearning har historisk vært veldig god. Selskapet sin evne til å påta seg låneforpliktelser har vært bra og er vi kan derfor hevde at Itslearning er lite utsatt for kortsiktig kredittrisiko. Det er derimot en nedgående utvikling på begge forholdstall i 2012 og vi må være oppmerksom på at dette kan skyldes andre ting enn at dette var et uvanlig år.

6.1.4 Kontantstrømanalyse

For å undersøke hvordan kontantstrømmen til Itslearning disponeres viser vi kontantstrømregnskapet i analyseperioden. Man ser at det er investert en del kapital i Itslearning de siste årene. Dette reflekterer nok i hovedsak investeringer gjort i forbindelse med ekspansjon i utlandet og konserndannelsen. Det er investert mye i driften som vi ser av økningen på netto driftseiendeler i perioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Netto driftsresultat	9 246	10 054	8 382	10 085	16 069	3 918
- Endring NDE	5 361	3 474	50 277	21 533	12 443	-545
Fri kontantstrøm fra drift	3 884	6 580	-41 896	-11 448	3 626	4 464
+ Netto finansinntekter	667	969	409	1 067	1 175	3 712
- Endring finansielle eiendeler	3 703	5 758	22 378	729	-6 274	-29 239
= Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	848	1 791	-63 864	-11 109	11 075	37 414
+ Endring minoritetsinteresser				5 171	19	-4 574
- Resultat til minoritetsinteresser				142	690	
- Netto finanskostnader	15	45	450	557	724	3 928
+ Endring finansiell gjeld			44 392	-12 121	-5 112	-15 969
= Fri kontantstrøm fra EK	833	1 746	-19 922	-18 758	4 568	12 944

Vi vurderer Itslearning sin kortsiktige kredittrisiko til å være liten og at det er et selskap uten problemer med likviditeten med mindre fallet i 2012 skulle representere den nye normaltilstanden. Derimot er det ingenting som tilsier at Itslearning burde ha problemer med likviditeten i fremtiden.

6.2 Soliditetsanalyse

Analysen av langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse vurderer selskapet sin evne til å møte langsiktige forpliktelser. Sentralt her er forholdstallene egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet samt en finansieringsmatrise. Disse forholdstallene gir en indikasjon på evnen til å tåle tap over lengre tid og gjeldskapitet¹²⁴. Tabellene viser hele analyseperioden (2007 – 2012) for Itslearning og sammenligningsperioden (2009 – 2011) for bransjen.

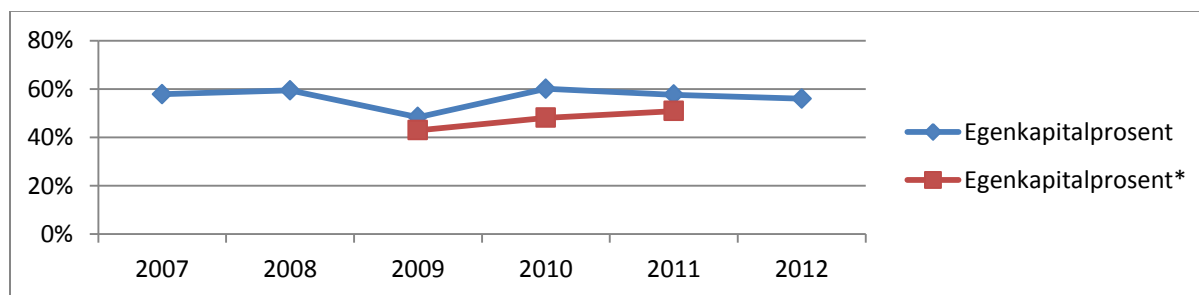
6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen og viser blant annet bedriftens evne til å tåle perioder med lavere lønnsomhet¹²⁵. Vi summerer minoritetsinteresser med egenkapital for å benytte oss av egenkapitalen til konsernet. Dette fordi minoritetsinteresser er av samme finansieringstype som EK ved at det ikke er en kapital som krever renter og avdrag til et gitt tidspunkt slik som finansiell gjeld.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Nedenfor følger en sammenligning av egenkapitalandelen til Itslearning i forhold til bransjen.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Egenkapitalprosent	58 %	59 %	48 %	60 %	58 %	56 %	57 %
Egenkapitalprosent*			43 %	48 %	51 %		48 %



¹²⁴ Penman (2010)

¹²⁵ Penman (2010)

Høy egenkapitalprosent vitner til høy soliditet. Itslearning har stabilt hatt en egenkapital på over 50 % med unntak av 2009, og den er også høyere enn bransjeutvalget. Det tidsvektede snittet for Itslearning er 57 % mens bransjen har et tidsvektet snitt på 48 %. Dette viser en solid bransje med mye kapital å tære på ved eventuelle langsiktige tap.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (ndr) viser netto driftsresultatet sett i forhold til netto driftskapital¹²⁶. Dette forholdstallet er et viktig mål på lønnsomhet, og vil bli nærmere analysert i kapitel 8, men man kan se netto driftsrentabiliteten til Itslearning i analyseperioden av tabellen nedenfor. De har hatt en veldig høy rentabilitet tidligere og som med de fleste andre forholdstall synker de frem mot 2012.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Netto driftsrentabilitet	73,4 %	60,5 %	18,9 %	12,7 %	17,2 %	3,7 %	11,1 %

6.2.3 Finansieringsmatrise

En finansieringsmatrise viser hvordan Itslearning og bransjen finansierer eiendelene med egenkapital (EK), minoritetsinteresser (MI), langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG), langsiktig finansiell gjeld (LFG), kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG).

Finansieringsmatrisen viser hvor stor andel av de enkelte eiendelene som er finansiert av ulike typer og måler selskapets evne til å tåle tap¹²⁷.

Anvendelse av kapital	Eiendeler	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
Driftsrelaterte anleggsmidler	129 041	100 979	616	0	2 617	24 829	
Finansielle anleggsmidler	458					458	
Driftsrelaterte omløpsmidler	46 788					43 456	3 333
Finansielle omløpsmidler	5 241						5 241
Sum eiendeler / kapital	181 528	100 979	616	0	2 617	68 742	8 573

¹²⁶ Penman (2010)

¹²⁷ Hoff (2005)

Tabellen ovenfor viser kapitalstrukturen i absolutte tall og tabellen nedenfor viser kapitalstrukturen relativ til totalkapital. De driftsrelaterte anleggsmidlene er i hovedsak dekket av egenkapital og er den klart største eiendelsposten. Driftsrelaterte anleggsmidler består i hovedsak av immaterielle eiendeler som balanseført forskning og utvikling og goodwill. Den nest største eiendelsposten er driftsrelaterte omløpsmidler og består i hovedsak av kundefordringer og litt kontanter.

Anvendelse av kapital	Eiendeler	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
Driftsrelaterte anleggsmidler	129 041	78 %	0,5 %	0 %	2 %	19 %	
Finansielle anleggsmidler	458					100 %	
Driftsrelaterte omløpsmidler	46 788					93 %	7 %
Finansielle omløpsmidler	5 241						100 %
Sum eiendeler / kapital	181 528						

Den største gjeldsposten er klart kortsiktig driftsrelatert gjeld og består i hovedsak av leverandørgjeld og skyldige offentlige avgifter.

Hoff¹²⁸ mener halvparten av omløpsmidlene bør være finansiert av langsiktig kapital for å ha en god finansieringsstruktur og at anleggsmidlene i sin helhet burde være finansiert av langsiktig kapital. Selv om Itslearning har mye egenkapital er det også mye kortsiktig gjeld som finansierer eiendelene. Dette er et risikoelement da kortsiktig gjeld skal betales tilbake innen ett år. Man kan da tenke seg at de største postene på eiendelssiden er kundefordringer som skal betjene en del av den kortsiktige gjelden. Ettersom Itslearning sine kunder i hovedsak er offentlige er det liten risiko ved kundefordringene. Når vi i tillegg har en post som tar høyde for tap på fordringer mener vi det er rimelig trygt å anta at de vil få de innbetalt disse fordringene slik at de kan betale gjelden.

6.3 Oppsummering og syntetisk rating

Likviditetsanalysen viser at Itslearning har god forutsetning for å betjene lån til forfall, og likviditeten har vært lik og litt bedre enn bransjeutvalget. Itslearning er også relativt solide med høy egenkapitalandel.

¹²⁸ Hoff (2005)

Derimot viser finansieringsmatrisen at en del av eiendelene er dekket av kortsiktig gjeld. Denne kortsiktige gjelden veies i hovedsak opp med en stor andel driftsrelaterte omløpsmidler og vi mener det ikke er en stor risiko i denne kortsiktige gjelden.

Den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen oppsummert i en såkalt syntetisk rating, med den hensikt å plassere selskapet i riktig risikoklasse på bakgrunn av de beregnede forholdstallene. Ved å bruke de utregnende forholdstallene benytter vi oss av en tabell fra faget strategisk regnskapsanalyse¹²⁹ til å finne rating. Denne mener vi anvender en fornuftig skala for å karaktersette de forskjellige nøkkeltallene.

Rating	lg1	ekp	rdg	ndr
AAA	11,6	0,94	16,9	0,350
AA	6,2	0,85	6,30	0,266
A	3,0	0,66	3,35	0,166
BBB	1,7	0,44	2,16	0,096
BB	1,2	0,32	1,22	0,068
B	0,9	0,22	0,90	0,040
CCC	0,6	0,13	0,07	0,012
CC	0,5	0,08	-0,76	-0,016
C	0,4	-0,02	-1,58	-0,044
D	0,3	-0,18	-2,41	-0,072

Nedenfor ser man et estimat for rating til Itslearning i analyseperioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS	Rating
Likviditetsgrad 1	1,33	1,35	1,29	1,42	1,22	0,67	1,05	BB-
Rentedekningsgrad	655,6	243,0	19,5	20,0	23,8	1,9	13,9	AA+
Egenkapitalprosent	58 %	59 %	48 %	60 %	58 %	56 %	57 %	A-
Netto driftsrentabilitet	53,7 %	46,5 %	17,3 %	11,9 %	15,8 %	3,6 %	10,3 %	BBB+
Rating	AA	AA	A	A	AA	BBB-	BBB	

¹²⁹ Kjell Henry Knivsflå – BUS 424 forelesning 13, høsten 2012.

Vi ser at det er en synkende trend og vi rater Itslearning til BBB- i 2012. Selv om de tidsvektede snittene indikerer at de burde ha en rating på A mener vi at rentedekningsgraden ikke vil være like høy i fremtiden som den har vært historisk og vi gir dem en BBB-rating. Vi forventer at Itslearning i fremtiden vil være omtrent like solide som det tidsvektede snittet gir uttrykk for med unntak av rentedekningsgraden.

Nedenfor ser man et estimat for rating til bransjen i sammenligningsperioden.

	2009	2010	2011	TVS	Rating
Likviditetsgrad 1	1,1	0,8	1,0	1,0	B+
Rentedekningsgrad	8,7	7,6	8,1	8,1	AA
Egenkapitalprosent	43,0 %	48,1 %	50,9 %	48,5 %	BBB+
Netto driftsrentabilitet	7,4 %	6,0 %	8,6 %	7,6 %	BBB
Rating	BBB-	BBB-	BBB	BBB	

I likhet med konklusjonene i den strategiske analysen kommer det frem at bransjen og Itslearning har hatt finansielt gode år i løpet av sammenligningsperioden. Vi finner bransjeutvalget til å være BBB-selskap, noe som betyr en lav konkurrisiko og en liten kredittrisiko. Bransjen ser ut til å ha en høy EK-andel, en solid driftsrentabilitet, god likviditet og en god evne til å betjene finanskostnader.

Vi vurderer den syntetiske ratingen vi finner mot Standard & Poor sine beskrivelser av ratingskalaen¹³⁰. De skriver, grovt oversatt, at et BBB-selskap har god evne til å betjene finansielle forpliktelser, men er noe følsom for negative økonomiske omgivelser. Dette mener vi kan være en fornuftig beskrivelse av Itslearning sin situasjon og vi velger å beholde BBB-ratingen.

¹³⁰ Standard & Poor – About Credit Ratings

7 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

Vi vil nå utarbeide egenkapital-, netto finansielt gjelds- og netto driftskapitalkrav.

Avkastningskravene vil fungere som en målestokk for hva rentabiliteten i analyseperioden.

7.1 Teori om avkastningskrav

Vi kan dele finansiell risiko i tre hovedkategorier¹³¹. Renterisiko som reflekterer risikoen ved at det generelle rentenivået kan endre nåverdien av en investering. Renterisikoen uttrykkes ved risikofri rente og det benyttes ofte statsobligasjoner for å finne denne. Systematisk risiko defineres som risikoen knyttet til markedsbevegelser som ikke kan diversifiseres vekk. Denne styres av makroøkonomiske faktorer som påvirker økonomien i sin helhet. Den siste hovedkategorien av finansiell risiko er usystematisk risiko. Dette er usikkerhet knyttet til en bestemt industri, selskap eller type investering.

Først skal vi finne et avkastningskrav til egenkapitalen til Itslearning. Det finnes forskjellige modeller for å bestemme et avkastningskrav til egenkapital, men i praksis er det kapitalverdimodellen, bedre kjent som CAPM, som benyttes mest. Kapitalverdimodellen har en forutsetning om at alle investorer kan diversifisere bort usystematisk risiko og dermed kompenseres investoren bare for systematisk risiko i kravet¹³². Vi vil ta utgangspunkt i denne også for å finne et kapitalkrav til minoritetsinteresser.

Kapitalverdimodellen estimerer kapitalkostnaden som:

$$\text{Egenkapitalkrav} = \text{Risikofri rente} + \beta \text{ * Markedets risikopremie} + \text{illikviditetspremie}$$

¹³¹ Hitchner (2011)

¹³² Kaldestad og Møller (2011)

I tillegg til egenkapital og minoritetsinteresser er et selskap ofte finansiert med gjeld. Vi vil benytte den syntetiske ratingen vi utledet i forrige kapittel for å estimere krav til finansiell gjeld. Etter vi har et krav til alle kapitalene vil vi benytte et vektet gjennomsnitt av disse for å finne avkastningskrav til netto driftskapital, bedre kjent som ”weighted average cost of capital”¹³³.

7.2 Risikofri rente, risikopremie og beta

I dette delkapittelet vil vi finne de respektive faktorene vi skal bruke for å regne ut kapitalkravene til Itslearning.

7.2.1 Risikofri rente

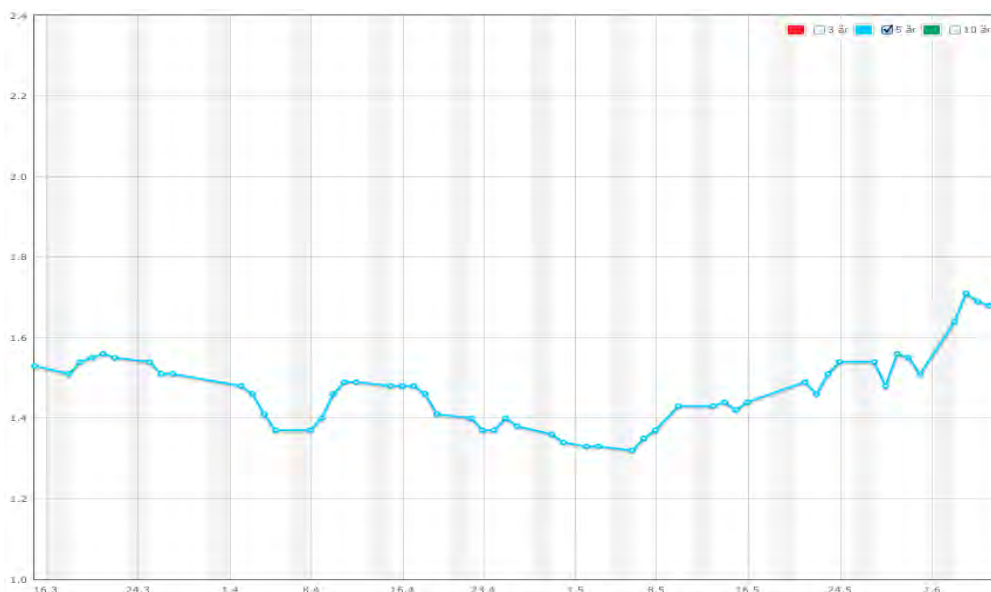
Det nærmeste en investor kommer et risikofritt aktiva er statsobligasjoner utstedt av et solid land ettersom alle selskap er utsatt for konkursrisiko. Stater er også utsatt for konkursrisiko, men for et land som Norge med AAA-rating er risikoen veldig liten. Ifølge Damodaran¹³⁴ burde det være nullkupongobligasjoner ettersom de ikke bærer reinvesteringsrisiko. Løpetiden på aktivumet man benytter for å estimere en risikofri rente bør tilsvare tidshorisonten til investeringen¹³⁵. Det bør være sammenheng mellom valutaen kontantstrømmen fra investeringen rapporteres i og den risikofrie renten¹³⁶. Vi mener at en fornuftig tidshorisont for Itslearning sine investeringer er 5 år, og vil dermed bruke renten til norske 5-års statsobligasjoner ettersom Itslearning rapporterer i NOK. Grafen nedenfor viser utviklingen på norske 5-års statsobligasjoner. Vi velger å trekke fra en konkursrisiko på 0,6 %, som er risikopåslaget for et AAA-aktiva, for å skape en helt risikofri rente.

¹³³ Berk og DeMarzo (2011)

¹³⁴ Damodaran (2012)

¹³⁵ Bodie et al. (2011)

¹³⁶ Damodaran (2012)



Hentet fra Norges bank¹³⁷

Basert på denne grafen kan den risikofrie renten estimeres til å ligge på rundt 1 % etter vi trekker fra risikopåslaget på 0,6 %.

For LMS-bransjen vil vi benytte oss av 5 års US Treasury Bills for å finne en risikofri rente¹³⁸. Dette fordi bransjeutvalget har stor innflytelse av Blackboard som operer i USA, og som rapporterer i USD.

7.2.2 Markedets risikopremie

Det finnes flere måter å estimere markedets risikopremie, en kan ta utgangspunkt i historisk avkastning ved hjelp av ulike teknikker, forventet risikopremie, påkrevd risikopremie eller man kan estimere implisitt risikopremie. Historisk risikopremie er den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt over statsobligasjoner. Forventet risikopremie er den forventede meravkastningen gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til statsobligasjoner.

¹³⁷ Norges Bank - 5-års norske statsobligasjoner

¹³⁸ Federal Reserve (2013)

Påkrevd risikopremie er den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje i forhold til risikofri rente. Implisitt risikopremie er den nødvendige risikopremie som oppstår fra forutsetningen at markedet er priset riktig¹³⁹.

I en undersøkelse foretatt av NFF og PwC blir markedsrisikopremien i det norske markedet beregnes et vektet snitt for markedsrisikopremien får vi en gjennomsnittlig risikopremie på 5,2 % for både 2011 og 2012. Medianen indikerer en markedsrisikopremie på 5 % for begge årene¹⁴⁰. Vi velger derfor å bruke en risikopremie på 5 % i beregningene.

7.2.3 Itslearning sin Beta

Betaverdien gjenspeiler kovariansen mellom avkastningen til aksjen og avkastningen til markedet. For å finne Itslearning sin Beta ser vi på Blackboard som er en komparativ bedrift med historikk fra børsnotering. Blackboard er ikke børsnotert per i dag da de ble tatt av børsen i 2011, men Betaen deres fra siste notering er oppgitt til å være 1,1. Ettersom Itslearning har en høyere egenkapitalandel justerer vi for kapitalstruktur og ender opp med en justert Beta på 1 i 2011. Med utgangspunkt i det vi lærte i den strategiske analysen om Itslearning, virker betaen fornuftig og den gjenspeiler den systematiske risikoen til Itslearning.

Vi antar at netto finansiell gjeldsbeta er 0, da den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med systematiske risikoen til finansielle eiendeler.

Videre finner vi netto driftsbeta og med utgangspunkt i Miller og Modigliani sin første proposisjon¹⁴¹ sier vi at netto driftsbeta vil være lik i alle år. Vi bruker deretter netto driftsbeta for å finne egenkapitalbetaen de andre årene.

¹³⁹ Fernandez (2007)

¹⁴⁰ PwC (2011)

¹⁴¹ Berk & DeMarzo (2011)

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Egenkapitalbeta	0,60	0,58	0,94	1,06	1,00	1,07	1,03
*	EK/ NDK	1,81	1,89	1,16	1,00	1,04	0,98	1,02
+	Egenkapitalbeta	0,60	0,58	0,94	1,06	1,00	1,07	1,03
*	MI / NDK	0,00	0,00	0,00	0,03	0,05	0,03	0,03
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
*	NFG / NDK	-0,81	-0,89	-0,16	-0,03	-0,09	-0,01	-0,05
=	Netto driftsbeta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09

Historiske betaer fanger ikke opp fundamentale endringer i et selskaps virksomhet. For eksempel kan en virksomhet endre sin risikoeksponering markant, uten at det reflekteres i betaverdien med en gang. Den vil endres over en lengre periode. Et annet problem med historiske betaer er at den blir påvirket av engangshendelser.

7.3 Krav til egenkapital

Før vi beregner egenkapitalkravet til Itslearning vil vi inkludere en illikviditetspremie. Dette gjør vi ettersom Itslearning ikke er børsnotert og dermed ikke er en lett omsettelig aksje. I tillegg har grunnleggerne av Itslearning store aksjeposter og har antageligvis et langtidsperspektiv på sin investering. Illikviditeten vil påføre eieren av aksjen transaksjonskostnader fordi den er vanskeligere å omsette. Dermed kan vi begrunne illikviditetspremien teoretisk ved at en investor vil betale mindre for en aksje med høyere transaksjonskostnader om alt annet likt¹⁴². Gjesdal og Johnsen¹⁴³ argumenterer for en likviditetspremie på omlag 2-3 % for lite likvide aksjeselskapene på Oslo Børs. Denne type kompensering forutsetter dog at aksjens likviditet er av betydning for investoren. Tilfeller hvor dette gjelder kan være finansielle investorer hvor et kortsiktig salg er en reel mulighet, mens det for forretningsmessige eiere kan være vanskelig å forsvare en likviditetspremie i avkastningskravet. Itslearning er ikke et børsnotert selskap og vil dermed være vanskeligere å omsette og tale for en høyere illikviditetspremie.

¹⁴² Kaldestad og Møller (2011)

¹⁴³ Gjesdal og Johnsen (1999)

Derimot vil nok ikke potensielle investorer i Itslearning ha en kort investeringshorisont og vil ikke være like avhengig av at aksjen er likvid som taler for en reduksjon i illikviditetspremien. Vi mener en fornuftig illikviditetspremie for Itslearning sitt egenkapitalkrav er 1,5 %.

Når vi setter inn risikofri rente, beta og markedets risikopremie i modellen samt legger til illikviditetskravet finner vi at et fornuftig tidsvektet egenkapitalkrav for Itslearning er 7,9 %.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Risikofri rente	4,8 %	4,4 %	3,3 %	2,8 %	2,6 %	1,5 %	2,3 %
-	Risikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
*(1-t)	Skattesats	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %
=	Risikofri rente etter skatt	3,0 %	2,8 %	2,0 %	1,6 %	1,4 %	0,6 %	1,2 %
+	Egenkapital Beta	0,60	0,58	0,94	1,06	1,00	1,07	103,5 %
*	Markedets risikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
+	Illikviditetspremie	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
=	Egenkapitalkravet	7,5 %	7,1 %	8,1 %	8,4 %	7,9 %	7,5 %	7,9 %

Ettersom vi holder markedets risikopremie konstant hele perioden er det risikofri rente og beta som bestemmer variasjonen i avkastningskravet. Risikofri rente etter skatt har i de siste årene blitt lavere, og det har også ført til et lavere egenkapitalkrav.

7.3.1 Krav til minoritetsinteresser

Vi mener minoritetsinteresser vil ha et enda høyere krav enn egenkapitalkravet. Dette grunnet manglende muligheter til å optimalisere driften og manglende beskyttelse mot agentkostnader¹⁴⁴. Dette vil komme i tillegg til illikviditetspremien som egenkapitalkravet også har. Vi mener det kan være fornuftig å påberegner en minoritetspremie på 3 % i kravet i tillegg til illikviditetspremien som vi legger til egenkapitalkravet. Da blir minoritetskravet lik egenkapitalkrav i et gitt år + 3 %.

¹⁴⁴ Kaldestad og Møller (2011)

7.4 Krav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld (nfgk) finner vi ved å vekte kravet til finansielle eiendeler (fek) og finansiell gjeld (fgk).

$$\text{nfgk} = \text{fek} * \frac{\text{Finansielle eiendeler (FE)}}{\text{Netto finansiell gjeld (NFG)}} + \text{fgk} * \frac{\text{Finansiell gjeld (FG)}}{\text{NFG}}$$

Vi vil nå beregne faktorene vi trenger for å finne netto finansielt gjeldskrav.

7.4.1 Krav til avkasting på finansiell gjeld

Med finansielt gjeldskrav menes kravet en finansinstitusjon forlanger ved utlån av kapital. Vi finner finansielt gjeldskrav ved å summere den risikofrie renten etter skatt med en kort kredittriskopremie (KRP). Vi bruker den korte kredittriskopremien fordi Itslearning i hovedsak har hatt mer kortsiktig enn langsiktig gjeld. Den korte risikopremien er hentet fra en tabell utarbeidet av Knivsflå¹⁴⁵.

Rating	KRP etter skatt
AAA	0,2 %
AA	0,4 %
A	0,6 %
BBB	1,0 %
BB	2,7 %
B	4,0 %
CCC	7,9 %
CC	14,5 %
C	21,0 %
D	27,6 %

Ved å bruke den syntetiske ratingen vi gjennomførte tidligere finner vi de forskjellige kredittrisiko-premiene i analyseperioden.

¹⁴⁵ Kjell Henry Knivsflå – BUS 424 forelesning 14, høsten 2012.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Risikofri rente etter skatt	3,0 %	2,8 %	2,0 %	1,6 %	1,4 %	0,6 %	1,2 %
+	Kort kredittrisikopremie	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %	0,4 %	1,0 %	0,7 %
=	Finansielt gjeldskrav	3,4 %	3,2 %	2,6 %	2,2 %	1,8 %	1,6 %	1,9 %

Vi finner at Itslearning har hatt tidsvektet snitt på gjeldskravet på 1,9 %. Dette er et forholdsvis lavt finansielt gjeldskrav som resultat av at Itslearning har en BBB-rating og gjelden vurderes til å ha en lav risiko.

7.4.2 Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Beta til finansiell eiendeler kommer i fra følgende formel:

$$\beta_{FE} = \frac{(\text{Investeringer} * \beta_{INV}) + (\text{Fordringer} * \beta_F) + (\text{Kontanter} * \beta_{KON})}{FE}$$

Andel fordringer er tilnærmet null og vi forutsetter at kontanter sin Beta (β_{KON}) er risikofri (= 0). Investeringer sin Beta (β_{INV}) setter vi til 1 da vi ikke har forutsetninger for å mene noe annet enn at den følger markedsporteføljen. Mesteparten av finansielle eiendeler er kontanter, investeringer har en andel på 1,62 % i 2012 og et tidvektet snitt på 1,1 %. Beta til finansielle eiendeler er derfor relativt lav.

Normalisert avkastningskrav til finansielle eiendeler i Itslearning:

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Risikofri rente etter skatt	3,0 %	2,8 %	2,0 %	1,6 %	1,4 %	0,6 %	1,2 %
+	Beta til finansielle eiendeler	0,00	0,09	0,01	0,01	0,01	0,02	0,01
*	Markedets risikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
=	Finansielt eiendelskrav	3,0 %	3,2 %	2,0 %	1,6 %	1,5 %	0,7 %	1,3 %

Det tidsvektede finansielle eiendelskravet 1,3 %. Da vi anser kundefordringer og kontantbeholdning til å være risikofri avhenger finansielt eiendelskrav av investeringene. En relativt lav beta fører til et lavt finansielt eiendelskrav.

7.4.3 Krav til avkasting på netto finansiell gjeld

Etter å ha funnet både finansielt eiendelskrav og finansielt gjeldskrav vokter vi disse estimatene og finner netto finansielt gjeldskrav.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Finansielt gjeldskrav	3,4 %	3,2 %	2,6 %	2,2 %	1,8 %	1,6 %	1,9 %
*	FG / NFG	0	0	-3	-17	-4	-14	-10,26
-	Finansielt eiendelskrav	3,0 %	3,2 %	2,0 %	1,6 %	1,5 %	0,7 %	1,3 %
*	FE / NFG	-1	-1	-4	-18	-5	-15	-11,26
=	Netto finansielt gjeldskrav	3,0 %	3,2 %	0,3 %	-7,8 %	0,2 %	-11,9 %	-6,3 %

FG / NFG = Finansiell gjeld / Netto finansiell gjeld

FE / NFG = Finansielle eiendeler / Netto finansiell gjeld

Tidsvektet netto finansielt gjeldskrav er -6,3%, hovedsakelig på grunn av netto finansiell gjeld er veldig lav 2010 og 2012 som gjør finansiell gjelds- og finansiell eiendelsandelene ganske høye.

7.5 Krav til netto driftskapital

Ved å vekte kravene for selskapet sine tre ulike finansieringsmetoder kommer vi frem til et netto driftskrav (ndk). Netto driftskapital (NDK) er sammensatt av netto finansiell gjeld (NFG), egenkapital (EK) og minoritetsinteressene (MI).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Egenkapitalkrav	7,5 %	7,1 %	8,1 %	8,4 %	7,9 %	7,5 %	7,9 %
* EK / NDK	1,81	1,89	1,16	1,00	1,04	0,98	1,02
+ Netto finansielt gjeldskrav	3,0 %	3,2 %	0,3 %	-7,8 %	0,2 %	-11,9 %	-6,3 %
* NFG / NDK	-0,81	-0,89	-0,16	-0,03	-0,09	-0,01	-0,05
+ Minoritetskrav	10,5 %	10,1 %	11,1 %	11,4 %	10,9 %	10,5 %	10,9 %
* MI / NDK	0,0	0,0	0,0	0,03	0,05	0,03	0,03
= Netto driftskrav	11,15 %	10,63 %	9,41 %	8,95 %	8,74 %	7,83 %	8,49 %

En ser fra tabellen at både minoritetsvektingen og netto finansiell gjeldsvektingen er svært lav, og har ikke betydelig påvirkning på netto driftskravet. Kravet ligger mellom 7,83 % og 11,15 % og har et tidsvektet snitt på 8,49 %.

8 ANALYSE AV LØNNSOMHET

I dette kapitlet vil vi analysere lønnsomheten til Itslearning og vurdere den i forhold til avkastningskravet utledet i kapittel 7. Vi mener det finnes en strategisk fordel hvis egenkapitalrentabilitet er større enn egenkapitalkravet. Lønnsomhetsanalysen vil gi en pekepinn på hvordan Itslearning presterer i forhold til bransjeutvalget og vise en trendutvikling over sammenligningsperioden.

Rentabilitetstall uttrykker hvor mye en gitt kapital kaster av seg relativt til kapitalstørrelsen. Det blir brukt et normalisert resultat til kapitalen og vi tar forutsetningen at eventuelle kapitalinnskudd skjer i snitt midt i året. Dette gir oss en riktigere kapital da det ikke er utgående balanse som har generert resultatene. Følgende formel vil bli brukt:

$$\frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\text{Endring kapital i året} - \text{normalisert nettresultat})/2}$$

Vi vil også dekomponere de ulike rentabilitetene for å finne kildene til lønnsomheten¹⁴⁶. Først vurderer vi egenkapitalrentabiliteten mot egenkapitalkravet til Itslearning i analyseperioden for å se om det finnes en strategisk fordel.

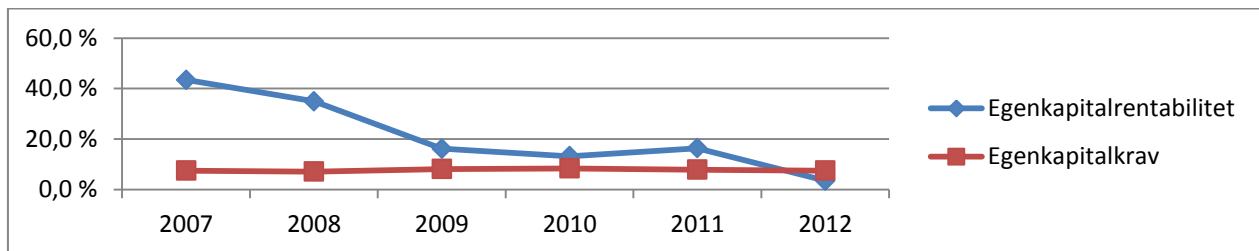
8.1 Strategisk fordel

Egenkapitalrentabiliteten måler eiernes avkasting til egenkapitalen, den sammenlignes med egenkapitalkravet for å se om selskapet har en superprofitt. Selv om man i ett år har en superrentabilitet vil ikke man alltid påstå at det er nok til å si at en innehar en strategisk fordel. En strategisk fordel er gjerne representert med superrentabilitet over en lengre periode, men for enkelhetens skyld omtaler vi superrentabiliteten i ett gitt år som den strategiske fordel.

¹⁴⁶ Penman (2013)

Nedenfor ser man meravkastningen til egenkapitalen i for av en strategisk fordel fra 2007 til 2012.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Egenkapitalrentabilitet	43,5 %	35,0 %	16,2 %	13,2 %	16,4 %	3,6 %	10,6 %
Egenkapitalkrav	7,5 %	7,1 %	8,1 %	8,4 %	7,9 %	7,5 %	7,9 %
Strategisk fordel	36,0 %	27,9 %	8,1 %	4,8 %	8,5 %	-4,0 %	2,7 %



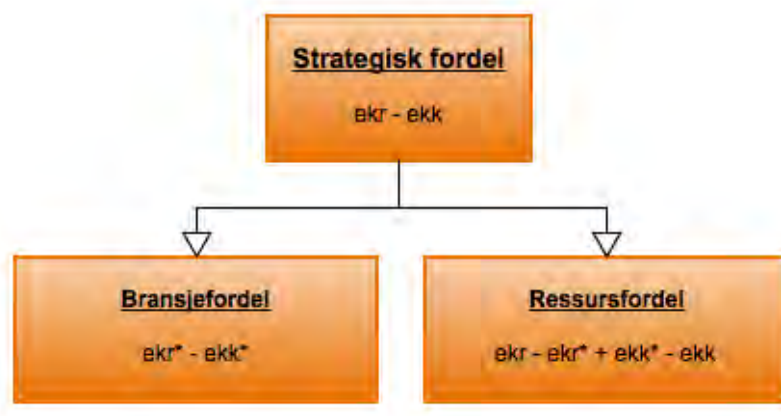
I 2007 og 2008 hadde Itslearning en mye lavere egenkapital, og dette gjenspeiles ved en høy rentabilitet og tilhørende superprofitt i de omtalte årene. Trenden viser at superrentabiliteten har falt og i 2012 er egenkapitalkravet høyere enn rentabiliteten. Dette kan forklares med at Itslearning har møtt hardere konkurranse utenfor Norge ettersom de hadde veldig god lønnsomhet før konserndannelsen i 2009. De har investert mer kapital, men har hatt en lavere rentabilitet på denne kapitalen. Det er derimot poengtert tidligere i verdsettelsen at 2012 var et unormalt år og selv med justeringene vi har foretatt er det ikke sikkert dette året er representativt for fremtiden.

Videre skal vi undersøke kildene til denne superrentabiliteten for bedre å forstå årsaken til den strategiske fordel. Først vil vi undersøke om det skyldes en fordel bransjen generelt har eller om det er en strategisk fordel som er unik for Itslearning. Den strategiske fordel dekomponeres i en bransjefordel og en ressursfordel.

8.2 Dekomponering i bransjefordel og ressursfordel

Når vi skal finne kilder til strategisk fordel er vi avhengig av å sammenligne Itslearning sine resultater med bransjen. Ettersom vi bare har bransjetall for perioden 2009 til 2011 vil vi dekomponere den strategiske fordelen i disse tre årene. I de analyser vi bare trenger Itslearning sine regnskapstall vil vi benytte oss av hele analyseperioden fra 2007 til 2012.

Nedenfor ser man hvordan man dekomponerer den strategiske fordelen i en bransjefordel og en ressursfordel.



8.2.1 Bransjefordel

Nedenfor ser man at bransjen har en relativt stor bransjefordel i 2009 som går over til å være en bransjeulempe i 2010 og 2011. Rentabiliteten til bransjen var veldig høy i 2009, mens den i 2010 og 2011 var relativt lav.

		2009	2010	2011	TVS
-	Egenkapitalrentabilitet*	12,5 %	5,6 %	5,0 %	6,7 %
-	Egenkapitalkrav*	7,5 %	7,1 %	6,8 %	7,0 %
=	Bransjefordel	5,0 %	-1,5 %	-1,8 %	-0,3 %

Bransjen har ifølge denne tabellen en tidsvektet bransjeulempe på 0,3 %. Dette kan stemme overens med konklusjonene i den strategiske analysen vår.

Der fant vi at bransjen antagelig har hatt en bransjefordel tidligere, men at den nå går mot kravet grunnet høy konkurranse som gir prispress og større krav til løsningene som krever betydelige investeringer. Bransjeulempen i 2010 og 2011 kan skyldes tøffere tider under finanskrisen. I utlandet har Itslearning også opplevd tap av inntekter i utlandet grunnet skoler som kutter investeringer i LMS under budsjettkutt ettersom de heller fokuserer på IT-infrastruktur¹⁴⁷.

Grunnen til at det ikke gjorde utslag på rentabiliteten før i 2009 kan være at kundene ikke kunne bryte kontrakten umiddelbart. Vi forventer at rentabiliteten vil være tilnærmet likt kravet for bransjen.

8.2.2 Ressursfordel

Videre tar vi for oss ressursfordelen og man ser en oversikt over denne i tabellen nedenfor.

		2009	2010	2011	TVS
	Egenkapitalrentabilitet	16,2 %	13,2 %	16,4 %	15,4 %
-	Egenkapitalrentabilitet*	12,5 %	5,6 %	5,0 %	6,7 %
+	Egenkapitalrentabilitetskrav*	7,5 %	7,1 %	6,8 %	7,0 %
-	Egenkapitalrentabilitetskrav	8,1 %	8,4 %	7,9 %	8,1 %
=	Ressursfordel	3,1 %	6,3 %	10,2 %	7,6 %

Egenkapitalrentabiliteten til Itslearning ligger over bransjen sin egenkapitalrentabilitet i alle årene, men de har også et høyere avkastningskrav i alle årene. Dette er hovedsakelig på grunn av at 5 års norske statsobligasjoner har en høyere rente enn 5 års US Treasury Bills, og den risikofrie renten som blir brukt i formelen blir da høyere. Av tabellen ser man at Itslearning har hatt en relativt stor ressursfordel historisk. Dette kommer i hovedsak av at kravet reduseres og rentabiliteten til bransjen synker ettersom egenkapitalrentabiliteten holder seg noe stabilt. Itslearning har en tidsvektet ressursfordel på 7,6 %.

¹⁴⁷ Intervju med Arne Bergby (2013)

Dette samsvarer godt med det vi fant i den strategiske analysen. Vi fant at Itslearning hadde en ressursfordel i sin humankapital og i regnskapsanalysen fant vi at denne humankapitalen optimalt sett burde vært balanseført for å gjenspeile verdien som ligger i den. Hadde den vært balanseført ville den gjort kapitalen større som igjen ville gjort rentabiliteten lavere. Vi mener også at Itslearning har en fordel i at deres merkevarenavn er godt kjent i Norge og at produktet deres er mer brukervennlig enn konkurrentene. I tillegg mener vi det eksisterer en bransjefordel i LMS-bransjen i Norge, men ikke i utlandet.

Ettersom vi måler bransjen i hovedsak i utlandet vil den fordelene gjenspeiles i en ressursfordel for Itslearning heller enn en bransjefordel da den slår mer ut i Itslearning sin rentabilitet enn den gjør i bransjens.

Nedenfor ser man bransjefordeler og ressursfordeler og den strategiske fordelene de utgjør i sammenligningsperioden.

		2009	2010	2011	TVS
	Bransjefordel	5,0 %	-1,5 %	-1,8 %	-0,3 %
+	Ressursfordel	3,1 %	6,3 %	10,2 %	7,6 %
=	Strategisk fordel	8,1 %	4,8 %	8,5 %	7,3 %

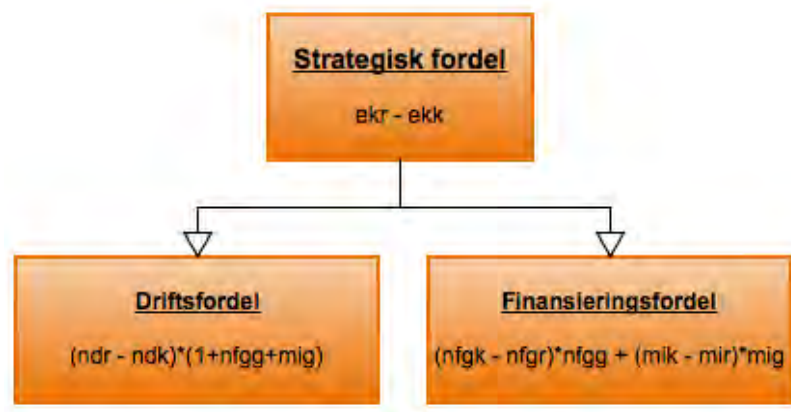
Ved å sammenligne med bransjen fremgår det at Itslearning sin strategiske fordel de siste to årene kommer fra interne forhold. Bransjefordelen reduseres og blir en bransjeulempe frem mot 2011, mens ressursfordelen styrkes. Dette stemmer overens med våre forventninger fremover om at bransjefordelen elimineres mens ressursfordelen forblir.

8.3 Dekomponering i driftsfordel og finansieringsfordel

Man kan dekomponere den strategiske fordelene i en driftsfordel og en finansieringsfordel.

Driftsfordelen kommer av at man har en høyere avkastning fra driften enn driftskravet.

Finansieringsfordelen kommer av at man betaler mindre rente til finansiering enn kravet.



For å skille mellom drift og finansiering dekomponerer vi først i henhold til netto driftsrentabilitet for å avdekke om det finnes en driftsfordel hos Itslearning¹⁴⁸.

8.3.1 Driftsfordel

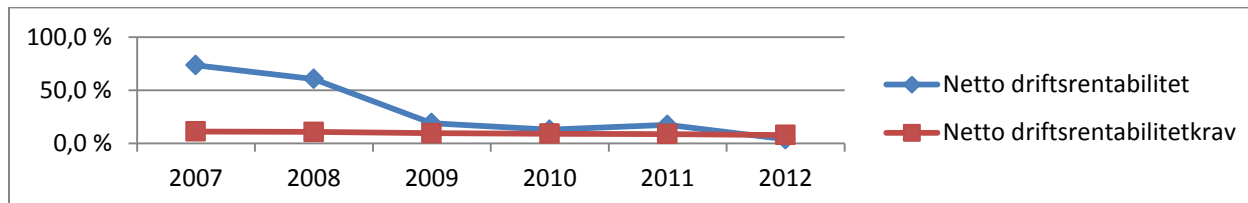
Netto driftsrentabilitet er et forholdstall som reflekterer hvor mye netto driftseiendeler kaster av seg. Når vi vurderer denne rentabiliteten mot netto driftskrav finner vi ut om man har en superprofitt fra drift. Nedenfor ser man Itslearning sin superprofitt i hele analyseperioden.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Netto driftsrentabilitet	73,4 %	60,5 %	18,9 %	12,7 %	17,2 %	3,7 %	11,1 %
Netto driftskrav	11,1 %	10,6 %	9,4 %	8,9 %	8,7 %	7,8 %	8,5 %
Superprofitt	62,2 %	49,9 %	9,5 %	3,8 %	8,5 %	-4,1 %	2,6 %

Itslearning har en solid driftsrentabilitet frem til 2012 da den faller ned under driftskravet. Den tidsvektede superprofitten er 2,6 %. Hovedårsaken til dette er en økende netto driftskapital hvor hovedkilden til økingen er justeringer og kapitalisering av FoU-utgifter.

¹⁴⁸ Penman (2010)

Nedenfor kan man se en grafisk fremstilling av driftsrentabilitet mot driftskrav.



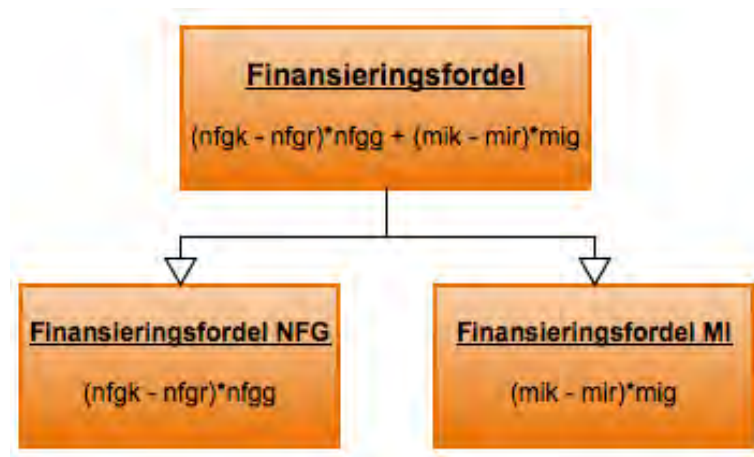
Det er ved drift vi forventer å finne eventuelle strategiske fordeler ettersom vi ikke mener det er fornuftig å tro at Itslearning innehar en betydelig finansieringsfordel. Denne superprofitten fra drift vektet med gearingen for å finne en driftsfordel som vist i tabellen nedenfor.

		2009	2010	2011	TVS
	Ndr - ndk	9,5 %	3,8 %	8,5 %	7,3 %
*	1 + nfgg + mig	86,2 %	100,3 %	96,6 %	95,6 %
=	Driftsfordel	8,2 %	3,8 %	8,2 %	6,9 %

Itslearning har en solid driftsfordel i alle årene grunnet en høy superprofitt. Her er det nok også tilfellet som var med egenkapitalrentabiliteten at den blir ganske høy ettersom kilden til fordelene deres, humankapital, ikke er balanseført. Dette gjør at netto driftskapitalen antageligvis er for lav og gir en høy rentabilitet.

8.3.2 Finansieringsfordel

Finansieringsfordel oppstår når man betaler en rente lavere enn kravet på gjeld, eventuelt tjener over kravet på finansielle eiendeler. Vi forventer ikke å finne noen finansieringsfordel ettersom konkurransen i finansmarkedene er stor, og vi må forvente å få en rente tilnærmet likt kravet. Vi deler opp finansieringsfordelen i finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritetsinteresser.



I dekomponeringen viser vi resultater for hele analyseperioden til Itslearning, men i oppsummeringen av finansieringsfordel viser vi bare sammenligningsperioden. Dette fordi finansieringsfordelen skal vurderes i forhold til tidligere fordeler der vi benytter sammenligningsperioden fra 2009 til 2011.

8.3.2.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Først finner vi finansieringsfordel for NFG som vises i tabellen nedenfor. Denne er et resultat av hvorvidt man betaler mer eller mindre rente enn kravet tilsier og skaleres med netto finansiell gearing.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Netto finansiell gjeldskrav	3,0 %	3,2 %	0,3 %	-7,8 %	0,2 %	-11,9 %	-6,3 %
- Netto finansiell gjeldsrente	6,4 %	6,3 %	-0,6 %	22,6 %	5,5 %	-17,3 %	-0,8 %
* Netto finansiell gearing	-44,7 %	-47,1 %	-13,8 %	-2,9 %	-8,4 %	-1,2 %	-5,0 %
= Finansieringsfordel NFG	1,5 %	1,4 %	-0,1 %	0,9 %	0,5 %	-0,06 %	0,3 %

Itslearning har en tidsvektet finansieringsfordel i netto finansiell gjeld på 0,3 %. Det ser ut til å være en relativt tilfeldig og ubetydelig finansieringsfordel fra NFG og vi kan ikke si at den er signifikant høyere eller lavere enn null. Vi mener det ikke foreligger noen grunn til å anta at Itslearning burde inneha en finansieringsfordel og vi vil i analysen fremover anta at den er null.

8.3.2.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Finansieringsfordelen til minoritetsinteresser har en lik formel og grunnlag som netto finansiell gjeld. Nedenfor viser vi finansieringsfordel for hele analyseperioden, men som man ser oppstod det ingen minoritetsinteresser før etter konserndannelsen i 2009.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
	Minoritetskrav	10,5 %	10,1 %	8,1 %	11,4 %	10,9 %	10,5 %	10,6 %
-	Minoritetsrentabilitet	0,0 %	0,0 %	0,0 %	5,6 %	14,3 %	0,0 %	5,4 %
*	Minoritetsgearing	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,2 %	5,0 %	2,8 %	3,3 %
=	Finansieringsfordel MI	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %	-0,2 %	0,3 %	0,1 %

Finansieringsfordel for minoritetsinteressene er ubetydelig. Det har liten påvirkning på den strategiske fordelene. Minoritetsgearingen er så lav at det ikke gjør noe særlig utslag på finansieringsfordelen. Itslearning har en tidsvektet finansieringsfordel fra minoritetsinteresser på 0,1 %.

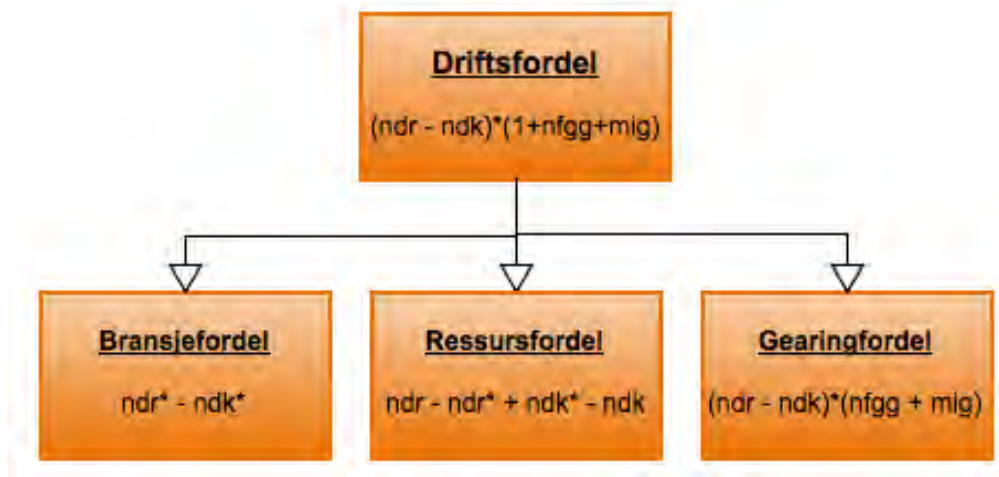
Tabellen nedenfor viser en oppsummering av finansieringsfordelen i sammenligningsperioden.

		2009	2010	2011	TVS
+	Finansieringsfordel NFG	-0,1 %	0,9 %	0,5 %	0,9 %
+	Finansieringsfordel MI	0,0 %	0,2 %	-0,2 %	0,2 %
=	Finansieringsfordel	-0,1 %	1,1 %	0,3 %	1,1 %

Vi ender opp med en tidsvektet finansieringsfordel på 1,0 %. Grunnet eventuelt støy kan ikke finansieringsfordel hevdes å være signifikant høyere enn 0. Konkurransen i finansmarkedene er stor, og vi må forvente å få en rente tilnærmet likt kravet. Vi velger derfor å ikke dekomponere finansieringsfordelene ytterligere.

8.4 Dekomponering av driftsfordel

En driftsfordel kan dekomponeres i en bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel som alle vil avhenge av rentabiliteten fra drift.



8.4.1 Bransjefordel fra drift

Vi begynner med å ta for oss en eventuell bransjefordel i driften. For å vurdere driftsfordelen trenger vi et estimat på netto driftskrav til bransjen. Tidligere observerte vi at det tidsvektede snittet (2009 til 2011) på egenkapitalkravet til Itslearning er 8,1 % mot 7,0 % for bransjen. Vi mener derimot at vi ikke har noen solide forutsetninger for å si at driftskravene skulle være ulike, og at det er fornuftig å anta at netto driftskrav for Itslearning er likt som bransjen, altså $ndk = ndk^*$.

Nedenfor ser man at bransjen har hatt en netto driftsrentabilitet lavere enn kravet i hele sammenligningsperioden og opplever en tidsvektet superprofitt på -2,0 %.

	2009	2010	2011	TVS
Netto driftsrentabilitet*	6,2 %	6,4 %	7,6 %	6,9 %
- Netto driftskrav	9,4 %	8,9 %	8,7 %	8,9 %
= Bransjefordel	-3,2 %	-2,6 %	-1,1 %	-2,0 %

Vi har forventet at det ikke fantes en signifikant bransjefordel eller –ulempe, men av tabellen ser vi at bransjen har prestert under kravet hele sammenligningsperioden. Dette kan skyldes høy konkurranse som gir prispress og større krav til løsningene som krever betydelige investeringer.

8.4.2 Ressursfordel fra drift

I tabellen som følger viser vi netto driftsrentabiliteten til Itslearning i forhold til bransjen sin som vil avdekke en eventuell ressursfordel. Ettersom $ndk = ndk^* \text{ nuller de hverandre ut i likningen fra dekomponeringsfiguren og vi benytter kun } ndr - ndr^*$.

		2009	2010	2011	TVS
	Netto driftsrentabilitet	18,9 %	12,7 %	17,2 %	16,2 %
-	Netto driftsrentabilitet*	6,2 %	6,4 %	7,6 %	6,9 %
=	Ressursfordel	12,7 %	6,3 %	9,6 %	9,3 %

Itslearning har høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen alle årene i sammenligningsperioden som gir de en tidsvektet ressursfordel på 8,4 %. Det er vanskelig å si noe om trenden basert på disse tre årene, men både Itslearning og bransjen har en god avkastning på sin driftskapital. Derimot viser Itslearning en betydelig høyere netto driftsrentabilitet. Dette stemmer overens med vår strategiske analyse som fant at Itslearning har en signifikant ressursfordel og at vi mener fordelene stammer fra drift og ikke finans.

8.4.3 Gearingfordel fra drift

Som man ser av dekomponeringsfiguren vil en eventuell superprofitt fra drift skaleres ved gearingen, altså netto finansiell gjeldsgrad. Av tabellen nedenfor ser man at Itslearning har en gearingulempe på henholdsvis 1,3 % i 2009 og 0,3 % i 2011 med et tidsvektet gjennomsnittlig gearingulempe på 0,3 %.

		2009	2010	2011	TVS
+	Netto driftsrentabilitet	18,9 %	12,7 %	17,2 %	16,2 %
-	Netto driftskrav	9,4 %	8,9 %	8,7 %	8,9 %
*	Netto finansiell gearing	-13,8 %	-2,9 %	-8,4 %	-7,8 %
+	Minoritetsinteresse gearing	0,0 %	3,2 %	5,0 %	3,5 %
=	Gearing fordel drift	-1,3 %	0,0 %	-0,3 %	-0,3 %

Denne ulempen kommer av at gearingen reduserer driftsfordelen ved at Itslearning har en negativ netto finansiell gjeldsgrad, altså mer finansielle eiendeler enn finansiell gjeld.

Ettersom driften er den viktigste lønnsomhetsdriveren dekomponerer vi netto driftsrentabiliteten ytterligere for å undersøke hvilke aspekter ved driften som genererer disse fordelene.

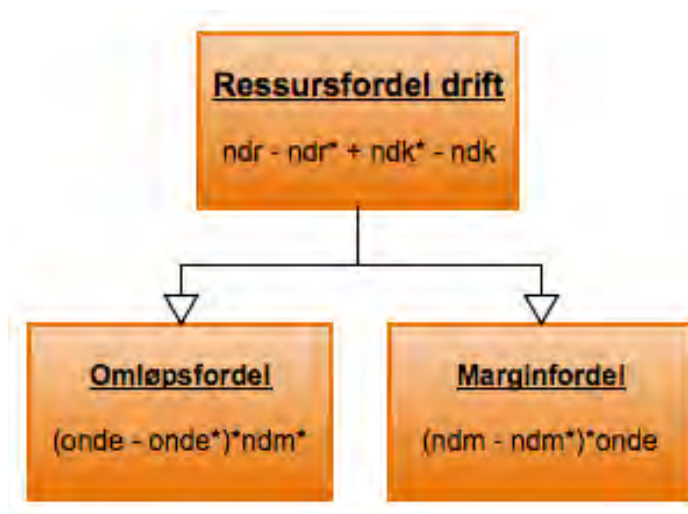
8.5 Dekomponering av ressursfordel fra drift

Ressursfordelen fra drift kommer av superprofitten til netto driftsrentabilitet (ndr). Denne kan dekomponeres i en omløpsfordel og en marginfordel ettersom netto driftsrentabilitet er et produkt av omløpet til netto driftskapital (onde) og netto driftsmargin (ndm).

$$\text{ndr} = \text{ndm} * \text{onde} = \left(\frac{\text{NDR}}{\text{DI}} \right) * \left(\frac{\text{DI}}{\text{NDE}} \right)$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Netto driftsmargin	18,3 %	15,5 %	8,8 %	8,6 %	10,1 %	2,5 %	6,6 %
Omløpet til netto driftseiendeler	4,00	3,90	2,15	1,47	1,70	1,48	1,61
Netto driftsrentabilitet	73,4 %	60,5 %	18,9 %	12,7 %	17,2 %	3,7 %	11,1 %

Av tabellen over ser man utviklingen av ndm og onde og resultatet i netto driftsrentabilitet. Netto driftsmargin har hatt en nedgående trend og har et tidsvektet snitt på 6,6 %. Omløpet har vært rimelig stabil de siste 3-4 årene og utgjør et tidsvektet snitt på 1,61. Dekomponeringen vil utføres som figuren nedenfor viser.



8.5.1 Omløpsfordel

Omløpet til nettodriftseiendeler viser hvor mange ganger netto driftseiendeler omsettes. Man kan vurdere det som hvor effektivt man anvender kapitalen man har til disposisjon. Nedenfor ser man en oversikt over omløpsfordelen i sammenligningsperioden.

		Symbol	2009	2010	2011	TVS
	Differanse	(onde - onde*)	0,71	0,26	0,48	0,46
*	Netto driftsmargin*	ndm*	4,3 %	5,2 %	6,2 %	5,5 %
=	Omløpsfordel	(onde - onde*)ndm*	3,0 %	1,3 %	3,0 %	2,5 %

Itslearning har hatt et høyere omløp enn bransjen i alle år og en solid netto driftsmargin som gir dem en tidsvektet omløpsfordel på 2,5 %.

Først og fremst kan vi trekke frem poenget om at Itslearning ikke har balanseført en del av sine immaterielle eiendeler vi mener de har i humankapital og merkevarenavn. Dette fører til lavere netto driftseiendeler enn det burde være og skaper høyere omløp. Omløpsfordelen kan også gjenspeile det at Itslearning har en del store kunder, særlig i Norge, som har høy avkastning uten å kreve store investeringer i driftskapital. Da tenker vi på kunder som for eksempel Norges Handelshøyskole. Itslearning inngår relativt langsiktige kontrakter der kunden har en del byttekostnader som medfører at Itslearning ikke må investere så mye for å vedlikeholde kunden.

8.5.2 Marginfordel

Marginen til nettodriftseiendeler viser hvor mye av inntektene man sitter igjen med etter kostnader. Nedenfor ser man en oversikt over marginfordelen i sammenligningsperioden.

		Symbol	2009	2010	2011	TVS
	Differanse	(ndm- ndm*)	4,5 %	3,4 %	3,9 %	3,9 %
*	Omløpet til NDE	onde	2,15	1,47	1,70	1,72
=	Marginfordel	(ndm- ndm*)*onde	9,7 %	5,0 %	6,6 %	6,8 %

Itslearning har en høyere margin enn bransjen i alle årene, men vi ser at differansen synker frem mot 2011. Marginfordelen følger samme trenden som marginen og synker frem mot 2011. En slik utvikling kan man tenke seg ut i fra den strategiske analysen ved at Itslearning stadig møter tøffere konkurranse i utlandet. Etter hvert som mer av deres inntekter kommer fra utlandet vil de møte mer konkurranse som vil tære på marginer. Vi mener derimot at de fortsatt i årene fremover vil ha en høyere margin i Norge grunnet merkevarenavn og lav konkurranse som gir henholdsvis høyere betalingsvillighet og mindre prispress.

For å undersøke nærmere hvor marginfordelen stammer fra vil vi presentere en Common size-tabell.

8.5.3 Common size-analyse

En Common size-tabell viser kostnadsposter relativt til driftsinntekter. Når vi sammenligner Itslearning sine relative kostnader med bransjen kan vi se hvor differansene oppstår.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS	Bransjen
Driftsinntekter	50 452	64 839	95 251	116 745	159 080	155 580	142830	1388460
Varekostnad	16 %	17 %	24 %	23 %	8 %	8 %	12 %	21 %
Lønn og personalkostnader	37 %	40 %	48 %	46 %	53 %	58 %	53 %	48 %
Avskrivninger	0 %	0 %	4 %	3 %	3 %	3 %	3 %	8 %
Ande kostnader	21 %	21 %	12 %	17 %	21 %	28 %	22 %	17 %
Driftsresultat	26 %	22 %	12 %	12 %	14 %	4 %	9 %	13 %
Driftsrelatert skattekostnad	7,4 %	6,2 %	3,5 %	3,5 %	4,1 %	1,0 %	3 %	4 %
Netto driftsresultat	18,3 %	15,5 %	8,8 %	8,6 %	10,1 %	2,5 %	7 %	10 %
Netto finanskostnader	0,0 %	0,1 %	1,3 %	0,5 %	0,5 %	2,5 %	1 %	2 %
Nettoresultat til sysselsatt kapital	19,6 %	17,0 %	9,2 %	9,6 %	10,8 %	4,9 %	8 %	10 %
Nettoresultat til egenkapital	19,6 %	16,9 %	8,8 %	9,0 %	10,0 %	2,4 %	7 %	8 %

Av denne tabellen ser man at Itslearning har betydelig lavere varekostnad enn bransjen og konkurrentene, men høyere lønnskostnad. Reduksjonen i driftsmargin kan i tillegg til prispress og konkurranse i utlandet skyldes lønnsnivået i Norge.

Itslearning som driver mye i utlandet har store deler av sin stab i Norge som har et relativt høyt lønnsnivå og vil dermed oppleve lavere marginer enn konkurrentene.

Fordelen de har med lavere varekostnad kan gjenspeile omløpsfordelen i tillegg til marginfordelen ved at de ikke investerer og bruker like mye kapital på å drive inn inntektene sine som konkurrentene.

8.6 Oppsummering av historisk superrentabilitet

Etter å ha analysert lønnsomheten kan vi konkludere med at Itslearning har hatt en superrentabilitet og god lønnsomhet i alle årene i analyseperioden utenom i 2012.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TVS
Egenkapitalrentabilitet	43,5 %	35,0 %	16,2 %	13,2 %	16,4 %	3,6 %	10,6 %
Egenkapitalkrav	7,5 %	7,1 %	8,1 %	8,4 %	7,9 %	7,5 %	7,9 %
Strategisk fordel	36,0 %	27,9 %	8,1 %	4,8 %	8,5 %	-4,0 %	2,7 %

Superrentabiliteten går fra 36 % i 2007 og er på sitt laveste i 2012 på -4 %. Det fireårige tidsvektede snittet viser en superrentabilitet på 2,7 %. Ettersom dette er et bilde av hele analyseperioden til Itslearning kan det tenkes at det gir et mer korrekt inntrykk av historisk superrentabilitet enn sammenligningsperioden på tre år. Men Itslearning har derimot en del store tall fra tidlig i analyseperioden som ikke nødvendigvis er representativ for fremtiden og man kan tenke seg at sammenligningsperioden fra 2009 til 2011 er mer representativt for eventuelle prognoser.

Tabellene nedenfor viser kildene til superrentabiliteten i sammenligningsperioden (2009 – 2011) ved dekomponering av driftsfordelen og finansieringsfordelen.

		2009	2010	2011	TVS
	Ressursfordel drift	12,7 %	6,3 %	7,9 %	8,4 %
+	Bransjefordel drift	-0,8 %	-2,6 %	0,2 %	-0,8 %
+	Gearing fordel drift	-1,7 %	0,0 %	-0,3 %	-0,3 %
+	Finansieringsfordel NFG	-2,3 %	0,8 %	0,8 %	0,8 %
+	Finansieringsfordel MI	0,0 %	0,2 %	-0,2 %	0,2 %
=	Strategisk fordel	8,1 %	4,8 %	8,5 %	7,3 %

Itslearning har hatt en strategisk fordel i drift i 2009, 2010 og 2011. Ressursfordelen fra drift er den som utgjør mesteparten av superrentabiliteten, og det reflekterer ressursfordelene vi fant i den strategiske analysen. Denne ressursfordelen består av bedre salgsevne grunnet kjent merkevarenavn i Norge, en over gjennomsnittlig brukervennlig løsning og deres humankapital som bidrar til flere aspekter ved superrentabiliteten.

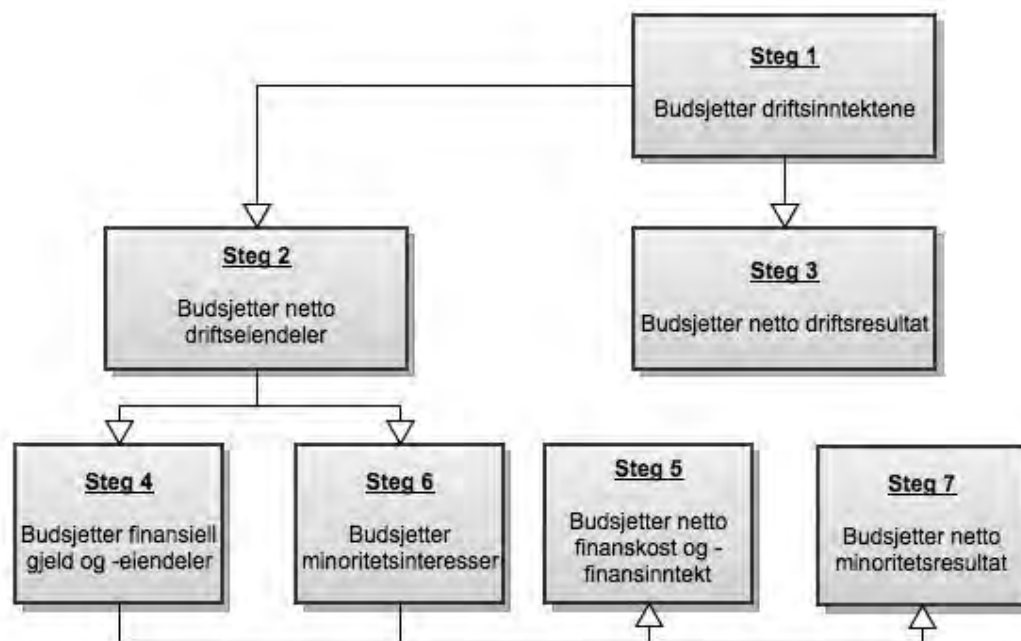
Risikoanalysen og lønnsomhetsanalysen har gitt oss verdifull innsikt som vi tar videre med i beregningen av fremtidsregnskap.

9 BUDSJETTERT FREMTIDSREGNSKAP

De fundamentale verdsettelsesteknikkene baserer seg på fremtidige budsjetterte størrelser, og vi vil nå bruke funn fra den strategiske analysen, regnskapsanalysen og innsiktene om utviklingen i underliggende økonomiske forhold for å budsjettere fremtidsregnskapet og en fremtidsbalanse.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Først vil vi gjennomføre en analyse av vekst, deretter vil vi utarbeide et fremtidsregnskap og en fremtidsbalanse med følgende rammeverk¹⁴⁹:



For å velge en fornuftig budsjettorison (T) må en ta hensyn til tid til ”steady state” og kvaliteten på regnskapsføringen. Itslearning følger regnskapslovene og god regnskapsskikk i Norge, og god regnskapsføring taler for en kort budsjettorison. ”Steady state” er det punktet konkurransesituasjonen stabiliserer seg og veksten er tilnærmet lik veksten generelt i økonomien.

¹⁴⁹ Penman (2010)

Hvor selskapet finner seg på livssyklusstadiet, volatiliteten i verdidrivere og lønnsomhet er faktorer som virker inn på estimert tid til ”steady state”¹⁵⁰. Selv om produktet er relativt modent kom det frem i den strategiske analysen at LMS er i en vekstfase. Vi har også observert en del volatilitet i regnskapsanalysen, og det peker også på en relativt lang budsjettthorisont. Basert på tid til ”steady state” og kvaliteten på regnskapet settes budsjettthorisonen til 10 år, det vil si fra 2013 til 2022.

9.2 Vekstanalyse og utvikling i budsjett drivere

Først vil vi vurdere den langsiktige veksten der vi tar utgangspunkt i innsikten i bransjen og makroøkonomiske vekstanalyser. Forutsetningene for kortsiktig vekst og utviklingen i budsjett drivere vil utarbeides ved bruk av innsikten fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

9.2.1 Langsiktig vekst

Langsiktig vekst er bestemt av den langsiktige makroøkonomiske veksten. Norges Bank styrer mot et inflasjonsmål mot 2,5 %, og det antas å bli overholdt på lang sikt. Bruttonasjonalproduktet til Norge har fra 1865 til 2010 vokst med 2,9 %¹⁵¹. Derimot viser SSB sine BNP-tall¹⁵² en stigende trend, og hvis man tror på en tilsvarende utvikling i fremtiden kan man argumentere for en noe høyere langsiktig vekst i området 3 – 4,5 %. Etter den kortsiktige vekstperioden til Itslearning antar vi at det vil jevne seg ut og gi en langsiktig vekst som er tilnærmet realøkonomisk vekst og forventet inflasjon. Vi forutsetter at den langsiktige veksten er 6 %.

9.2.2 Utvikling i budsjett drivere

Itslearning har hatt et tidsvektet snitt på 25 % vekst i omsetning. Den generelle bransjeveksten har vært 10,2 % de siste årene. Fra 2011 og 2012 har Itslearning sin omsetningen gått ned 2 %. Informasjon vi har fått fra Itslearning viser at det i hovedsak er en nedgang i inntekter på 43 % i Teletop (et datterselskap) som gjør at den samlet omsetningen har gått ned.

¹⁵⁰ Damodaran (2012)

¹⁵¹ Brathaug og Skoglund (2012)

¹⁵² SSB (2013)

Itslearning har også gjennomført mye tiltak for å penetrere det amerikanske markedet. I år forventer vi at driftsinntektene vil øke med 6 % grunnet mer fokus på salg enn ekspansjon i 2012.

Itslearning har de siste årene gjort en lønnsom ekspansjon inn i det europeiske markedet og er godt i gang med å etablere seg i USA. Ledelsen i Itslearning forventer vekst i alle markedene, mest i USA¹⁵³. Itslearning har gode forutsetninger for vekst i fremtiden grunnet tydelige ekspansjonsevner og et godt produkt. Samtidig har de en ressursfordel i sin humankapital.

Vi forventer at ekspansjonen til USA vil ha mye påvirkning på driftsinntektene, og ha en topp i 2017 før driftsinntekt veksten konvergerer til den langsiktige veksten på 6 %.

Omløpet til netto driftseiendeler (onde) har gradvis gått ned fra 2007, og i 2012 var onde 1,48. Et tidsvektet snitt for de seks siste årene er 1,61. Bransjen har i sammenligningsperioden hatt et tidsvektet snitt på 1,26. Onde avhenger av hvor effektivt en virksomhet bruker netto driftskapitalen, og det er ofte vanskelig for en virksomhet å endre onde betydelig. Vi budsjetterer med en onde på 1,5 i 2013 og øker gradvis til 1,6. Dette fordi det kom frem i regnskapsanalysen at Itslearning er mer effektiv enn bransjeutvalget. Det er også en effekt av at de antageligvis også i fremtiden vil ha en undervurdert driftskapital som følge av at de ikke balansefører humankapital og merkevarenavn. På grunn av sine ressursfordeler tror vi Itslearning kommer til å opprettholde omløpsfordelen.

Analysen av de historisk netto driftsmargin (ndm) finner at Itslearning har hatt et tidsvektet ndm snitt på 6,6 %. I sammenligningsperioden har de hatt et tidsvektet snitt på 9,4 %. Bransjen har i samme periode hatt 6,2 %. Ndm i 2012 var på 2,5 %, men vi tror ikke dette er representativt for fremtidige prestasjoner. Itslearning har store markedsandeler i Norge, og konkurransen er lav. I Norge vil Itslearning ha en høy netto driftsmargin., men den dempes litt av at lønnskostnadene er høye i Norge. I utlandet er det større konkurranse og flere aktører, som gir en negativ påvirkning på ndm. Vi forventer at Itslearning vil ha et økene og bedre ndm enn bransjen til 2016, før konkurransesituasjonen presser den ned på 8,5 %. Ledelsen i Itslearning har uttalt at de har troen på at skalafordeler er med å drive marginene¹⁵⁴.

¹⁵³ Intervju med Arne Bergby (2013)

¹⁵⁴ Intervju med Arne Bergby (2013)

9.3 Fremtidsregnskap/budsjett

Vi vil nå utarbeide fremtidsregnskap og fremtidsbudsjett i henhold til rammeverket presentert i 9.1.

Kapitaltall er i budsjetteringen og prognosen utregnet som:

$$\text{Inngående kapital} + \frac{\text{Endring kapital i året} - \text{nettoresultat til kapital}}{2}$$

Dette fordi vi tar samme forutsetning som ved forholdstallanalysen, nemlig at eventuelle kapitalinnskudd skjer i snitt midt i året.

9.3.1 Budsjettering av driftsinntektene

Budsjettering av driftsinntekter gjør vi ved å estimere prosentvis vekst i salgsinntekter per år og multiplisere med fjorårets salgsinntekt med $1 + \text{vekst}$.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salgsinntekter t-1	159 080	155 580	164 915	188 003	218 084	257 339	308 806	358 216	401 201	433 297	459 295	486 853
Estimert salgsvekst	-2 %	6 %	14 %	16 %	18 %	20 %	16 %	12 %	8 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Endring salgsinntekter	-3 500	9 335	23 088	30 081	39 255	51 468	49 409	42 986	32 096	25 998	27 558	29 211
Salgsinntekter	155 580	164 915	188 003	218 084	257 339	308 806	358 216	401 201	433 297	459 295	486 853	516 064

Som vi ser fra tabellen over er veksten 20 % i 2017 før den reversers ned mot den forventete langsiktige veksten på 6 %. Gjennomsnittsvekst i driftsinntektene for hele perioden er 11,6 %.

9.3.2 Budsjettering av netto driftseiendeler

Basert på forutsetningene for onde har vi beregnet følgende netto driftseiendeler:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salgs- inntekter	155 580	164 915	188 003	218 084	257 339	308 806	358 216	401 201	433 297	459 295	486 853	516 064
/ onde	1,48	1,5	1,55	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
= Netto drifts- eiendeler	105 400	109 943	121 292	136 302	160 837	193 004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283	322 540

Itslearning sin gjennomsnittlige vekst i netto driftseiendeler estimeres til 14,7 %.

9.3.3 Budsjettering av netto driftsresultat

Netto driftsmarginen (ndm) er grunnlaget for utviklingen i netto driftsresultat. Netto driftsmarginen reflekterer evnen selskapet har til å generere netto driftsresultat per omsatt krone.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022
ndm	2,5 %	7,0 %	9,0 %	10,0 %	11,0 %	11,0 %	10,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
* Salgs- inntekter	155 580	164 915	188 003	218 084	257 339	308 806	358 216	401 201	433 297	459 295	486 853	516 064
= Netto drifts- resultat	3 918	11 544	16 920	21 808	28 307	33 969	35 822	36 108	38 997	39 040	41 383	43 865

Gjennomsnittet for netto driftsmarginen er 9,23 % for budsjetteringshorisonten.

9.3.4 Budsjettering av netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld (NFG) er finansiell gjeld (FG) fratrukket finansielle eiendeler (FE).

Finansiell gjeldsdelen (fgd) var i 2012 15,4 % og er lav i forhold til resten av analyseperioden. Et tidsvektet snitt viser en finansiell gjeldsdel på 28 %. Bransjen hadde i sammenligningsperioden et snitt på 38 %.

Dette bransjesnittet er derimot preget av at Itslearning og Fronter har hatt en veldig volatil gjeldsstruktur. Vi benytter oss dermed av Blackboard sitt tidsvektede snitt på 28 % ettersom de er en mer moden aktør som har hatt en mer stabil gjeldsstruktur. Vi forventer at den finansielle gjeldsdelen vil øke opp mot det historiske snittet på 28 %.

Finansiell eiendelers del (fed) i bransjen har vært 23 %. Itslearning har hatt en tidsvektet snitt på 33 %, og fed har vært fallende. Etter hvert som Itslearning nærmer seg steady state vil de ha mindre behov for å ha større beholdning av kontanter til å gjøre større oppkjøp og investeringen. Eierne vil også kreve å heller få utbetalt overskuddskontanter hvis ikke Itslearning klarer å investere dem med lønnsomhet over kapitalkravet. Bransjesnittet vårt er på hele 24 %, men vi mener dette er unormalt høyt ettersom to av selskapene i vårt bransjesnitt (Itslearning og Fronter) har vært preget av mye ekspansjon og oppkjøp de siste årene. Vi antar at den finansielle eiendelsdelen vil gå mot Blackboard sin tidsvektede finansielle eiendelsdel på 10 % og holde seg der.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NDE t-1	105 400	109 943	121 292	136 302	160 837	193 004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283	322 540
fgd	16,3 %	17 %	16 %	18 %	20 %	22 %	24 %	26 %	28 %	28 %	28 %	28 %
FG	17 211	18 690	19 407	24 534	32 167	42 461	53 732	65 195	75 827	80 377	85 199	90 311
NDEt-1	105 400	109 943	121 292	136 302	160 837	193 004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283	322 540
fed	17,5 %	15 %	14 %	13 %	12 %	11 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
FE	18 462	16 492	16 981	17 719	19 300	21 230	22 388	25 075	27 081	28 706	30 428	32 254
NFG	-1 251	2 199	2 426	6 815	12 867	21 230	31 344	40 120	48 746	51 671	54 771	58 057

Etter å ha estimert finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan vi enkelt finne fremtidig netto finansiell gjeld. Tabellen ovenfor viser budsjettert NFG.

9.3.5 Budsjettering av netto finanskostnad

For å finne netto finanskostnad må vi estimere en finansiell gjeldsrente. Vi antar at gjeldsrenten er lik finansiell gjeldskrav i fremtiden. Denne antagelsen tar vi med grunnlaget at kapitalmarkedene er velfungerende.

Finansiell eiendelsrentabilitet forutsetter vi også er lik kravet. Tabellen nedenfor viser netto finanskostnad, netto finansinntekt og netto finans utregnet fra finansiell gjeldsrente og finansielle eiendelsrentabilitet.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Finansiell gjeld t-1	17 211	18 690	19 407	24 534	32 167	42 461	53 732	65 195	75 827	80 377	85 199	90 311
*	Finansiell gjeldsrente	23 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %	4 %	4 %	4 %
=	Netto finanskostnad	3 927	308	348	475	669	944	1 388	1 779	2 342	2 841	3 011	3 192
	Finansielle eiendeler t-1	18 462	16 492	16 981	17 719	19 300	21 230	22 388	25 075	27 081	28 706	30 428	32 254
*	Finansiell eiendelsrentabilitet	20 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	2 %	2 %	2 %	3 %	3 %	3 %
=	Netto finansinntekt	3 711	123	151	184	228	281	377	458	593	756	802	850
NFK - NFI =	Netto finans	216	185	196	291	441	663	1 011	1 320	1 749	2 085	2 210	2 342

9.3.6 Budsjettering av minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene (MI) er i dag 2,6 % av netto driftskapital. Årene før var andelen høyere.

Vanligvis er det dyrt å ha minoritetsinteresser i en bedrift, som gir incentiv til å ha en forholdsvis lav andel MI. Vi antar derfor at andelen vil være tilnærmet lik 2 % i hele budsjett horisonten. Tabellen nedenfor viser utregningene.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	NDE t-1	105 400	109 943	121 292	136 302	160 837	193 004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283	322 540
*	MI del	2,8 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
=	MI	2 903	2 199	2 426	2 726	3 217	3 860	4 478	5 015	5 416	5 741	6 086	6 451

9.3.7 Budsjettering av minoritetsresultat

Minoritetsresultatet i 2012 var 0 %, i 2011 var det 14 % og i 2010 var det 6 %. Den historiske rentabiliteten sier lite om fremtidig rentabilitet. Vi antar at minoritetsrentabiliteten (mir) vil være lik kravet fra 2013. Tabellen nedenfor viser netto minoritetsresultat (NMR) budsjettert ved hjelp av netto minoritetsrentabilitet.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	MI t-1	2 903	2 199	2 426	2 726	3 217	3 860	4 478	5 015	5 416	5 741	6 086	6 451
*	mir	0 %	10,7 %	10,8 %	11,2 %	11,5 %	11,8 %	12,4 %	12,7 %	13,2 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %
=	NMR	0	235	263	304	370	457	555	637	716	784	831	881

9.3.8 Fremtidsresultat

Etter å ha budsjettert i henhold til rammeverket kan vi utarbeide et fremtidsresultat og fremtidsbalanse. Endring i egenkapital henter vi fra fremtidsbalansen. Netto utbetalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapitalen, og er differansen mellom fullstendig nettoresultat til EK og endring i EK. Denne blir fastsatt residualt.

		2012	2013	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Netto driftsresultat	3918	11544	16920	21808	28307	33969	35822	36108	38997	39040	41383	43865
+	Netto finansinntekt	3712	123	151	184	228	281	377	458	593	756	802	850
=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	7630	11667	17072	21992	28535	34250	36199	36566	39589	39796	42184	44715
-	Netto finanskostnad	3928	308	348	475	669	944	1388	1779	2342	2841	3011	3192
-	Netto minoritetsresultat	0	235	263	304	370	457	555	637	716	784	831	881
=	Nettoresultat til EK	3703	11124	16461	21213	27496	32849	34255	34151	36532	36171	38341	40642
=	Fullstendig nettoresultat til EK	3703	11124	16461	21213	27496	32849	34255	34151	36532	36171	38341	40642
-	Netto utbetalt utbytte	12944	9327	5566	10892	9504	9688	14105	16599	25499	23172	24562	26036
=	Endring i egenkapital	-9241	1797	10895	10320	17992	23160	20150	17553	11033	12999	13779	14606

Vi forutsetter her at Miller og Modigliani er korrekt i sin antagelse om at det er irrelevant for verdien på aksjen hvorvidt man betaler utbytte eller reinvesterer fri kontantstrøm til EK¹⁵⁵.

¹⁵⁵ Berk og DeMarzo (2011)

9.3.9 Fremtidsbalanse

Egenkapitalbalansen er ikke beregnet tidligere og vi finner den ved å trekke fra minoritetsinteresser og finansiell gjeld fra sysselsatt kapital. Sysselsatt kapital finner vi ved å summere netto driftseiendeler og finansielle eiendeler.

		2012	2013	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Netto driftseiendeler	105 400	109 943	121 292	136 302	160 837	193 004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283	322 540
+	Finansielle eiendeler	18 462	16 492	16 981	17 719	19 300	21 230	22 388	25 075	27 081	28 706	30 428	32 254
=	Sysselsatte eiendeler	123 862	126 435	138 273	154 022	180 137	214 234	246 273	275 826	297 892	315 766	334 711	354 794
	Egenkapital	103 749	105 546	116 441	126 761	144 753	167 914	188 063	205 616	216 649	229 648	243 427	258 032
+	Minoritetsinteresser	2 903	2 199	2 426	2 726	3 217	3 860	4 478	5 015	5 416	5 741	6 086	6 451
+	Finansiell gjeld	17 211	18 690	19 407	24 534	32 167	42 461	53 732	65 195	75 827	80 377	85 199	90 311
=	Sysselsatt kapital	123 862	126 435	138 273	154 022	180 137	214 234	246 273	275 826	297 892	315 766	334 711	354 794

I neste kapittel skal vi beregne fremtidskrav og sammenligne denne med fremtidig lønnsomhet.

Avkastningskravet bruker vi både til diskontering av kontantstrømmer i den fundamentale verdsettelsen og i neste kapittel for å undersøke om Itslearning innehar en strategisk fordel også i fremtiden.

10 FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL

I regnskapsanalysen beregnet vi avkastningskrav for perioden 2007 til 2012 for å sammenligne med rentabiliteten. Vi vil nå estimere avkastningskravet til de forskjellige kapitalene i budsjettperioden.

10.1 Krav til egenkapital

Fremtidig egenkapitalkrav vil bli utregnet på samme måte som det historiske, altså ved hjelp av kapitalverdimodellen¹⁵⁶. Vi estimerer da faktorene fra kapitalverdimodellen i framskrivingsperioden.

10.1.1 Risikofri rente

Vi benytter 5 års statsobligasjoner fratrukket en AAA-risikopremie og 28 % skatt. Renten er 1,5 % i 2013, men vi mener den risikofrie renten per i dag er unormalt lav og vil i fremtiden øke mot et mer normalt nivå. Renten forventes til å returnere lineært til det årlige historiske 10-årsnittet på 4,12 %¹⁵⁷.

10.1.2 Risikopremie

Markedsrisikopremien i det norske markedet har hatt en median på 5 %¹⁵⁸. En markedsrisikopremie på 5 % antas derfor å være beste mål på en framoverskuende premie, og vil bli brukt ved estimering av egenkapitalkravene.

10.1.3 Betaverdi

Justert egenkapitalbeta ble tidligere forutsatt til å være 1 i 2011 og vi regnet da ut betaverdien til netto driftskapitalen. Basert på Miller og Modigliani sin første proposisjon¹⁵⁹, som hevder verdien av selskapet er lik uansett hvordan det er finansiert, forutsetter vi at netto driftsbeta er konstant.

¹⁵⁶ Bodie, Kane og Marcus (2011)

¹⁵⁷ Norges Bank – Statsobligasjoner årsgjennomsnitt

¹⁵⁸ PwC (2011)

¹⁵⁹ Berk & DeMarzo 2011

Forutsetninger om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld oppveies av en tilsvarende systematisk risiko for de finansielle eiendelene gjør at beta til netto finansiell gjeld antas å være 0.

Da har vi bare en ukjent, og vi kan regne ut egenkapitalbeta residualt ettersom vi antar netto driftsbeta er konstant i hele perioden. Nedenfor kan man se egenkapitalbetaene i framskrivingsperioden.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Egenkapitalbeta	1,07	1,109	1,11	1,14	1,18	1,22	1,26	1,29	1,33	1,33	1,33	1,33
*	EK/NDK	0,98	0,96	0,96	0,93	0,90	0,87	0,84	0,82	0,80	0,80	0,80	0,80
+	Egenkapitalbeta	1,07	1,11	1,11	1,14	1,18	1,22	1,26	1,29	1,33	1,33	1,33	1,33
*	MI/NDK	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
*	NFG/NDK	-0,01	0,020	0,020	0,050	0,080	0,110	0,140	0,160	0,180	0,180	0,180	0,180
=	Netto driftsbeta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09

Nå som vi har beta til egenkapital kan vi regne ut egenkapitalkravet ved kapitalverdimodellen. Vi beregner en illikviditetspremie på 1,5 % også i fremtiden for eierne til Itslearning. I tabellen nedenfor ser man egenkapitalkravet i framskrivingsperioden.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Risikofri rente	1,5 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,3 %	2,8 %	3,0 %	3,5 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
-	Risikopremie	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %
*(1-t)	Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %	28 %
=	Risikofri rente etter skatt	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
+	Egenkapitalbeta	1,07	1,11	1,11	1,14	1,18	1,22	1,26	1,29	1,33	1,33	1,33	1,33
*	Markedets risikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
+	Illikviditetspremie	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
=	Egenkapitalkravet	7,5 %	7,7 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %

Vi kan se at egenkapitalkravet stiger i takt med at betaen og den risikofrie renten stiger. Kravet går fra 7,5 % i 2012 til 10,7 % i terminalåret.

Kravet til minoritetsinteresser regner vi også ut på samme måte som tidligere med et fast påslag på 3 % på egenkapitalkravet. I tabellen nedenfor ser man minoritetsinteressekravet i framskrivingsperioden.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Egenkapitalkravet	7,5 %	7,7 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
+	Illkviditetspremie	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
=	Minoritetsinteressekrav	10,5 %	10,7 %	10,8 %	11,2 %	11,5 %	11,8 %	12,4 %	12,7 %	13,2 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %

Minoritetsinteressekravet har følgelig samme utvikling som egenkapitalkravet og i terminalåret er kravet på 13,7 %.

10.2 Krav til netto finansiell gjeld

Kredittrisikoen baseres på den syntetiske ratingen vi har foretatt tidligere. Itslearning har historisk hatt en rating tilnærmet A, men hadde i 2012 en rating på BBB-. Vi forutsetter at Itslearning vil ha en rating på BBB i fremtiden, fordi de ikke vil klare å opprettholde den historiske ratingen grunnet en reduksjon av EK-andel i fremtiden og lavere lønnsomhet som resultat av ekspansjon til utlandet. Det gir en kredittrisikopremie på 0,01 som vi benytter til å finne det finansielle gjeldskravet som vist i tabellen nedenfor.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Risikofri rente etter skatt	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
+	Kort kredittrisikopremie	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
=	Finansielt gjeldskrav	1,6 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	2,7 %	3,1 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %

Finansielle eiendeler beta regner vi ut på samme måte som i kapittel. Investeringer har i forhold til finansielle eiendeler hatt en tidsvektet andel på 1,1 %, og vi tar forutsetningen om at den vil være det samme også i fremtiden. I tabellen under ser man utviklingen i finansielt eiendelskrav i framskrivningene.

		2012	2013	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Risikofri rente etter skatt	0,6 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %	1,2 %	1,6 %	1,7 %	2,1 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
+	Beta til finansielle eiendeler	0,016	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
*	Markedets risikopremie	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
=	Finansielt eiendelskrav	0,7 %	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,6 %	1,8 %	2,1 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %

I forrige kapittel estimerte vi framskrivninger av finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel. Disse bruker vi for å finne vektene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler i forhold til netto finansiell gjeld og finner et fremtidskrav. Tabellen nedenfor viser netto finansielt gjeldskrav i framskrivningsperioden.

		2012	2013	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Finansielt gjeldskrav	1,6 %	1,6 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	2,2 %	2,6 %	2,7 %	3,1 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
*	FG / NFG	-13,8	8,5	8,0	3,6	2,5	2,0	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
-	Finansielt eiendelskrav	0,7 %	0,7 %	0,8 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,6 %	1,8 %	2,1 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
*	FE / NFG	-14,8	7,5	7,0	2,6	1,5	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
=	Netto finansielt gjeldskrav	-11,91 %	8,7 %	8,4 %	4,4 %	3,5 %	3,2 %	3,3 %	3,3 %	3,6 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %

Den lave renten fremover kommer som følge av at den risikofrie renten er lav en stund fremover og at Itslearning er syntetisk ratet til en BBB og gir dem en lav kredittrisikopremie.

10.3 Krav til netto driftskapital

Siden vi har funnet egenkapitalkravet, minoritetskravet og krav til netto finansiell gjeld kan vi enkelt vekte disse og finne krav til netto driftskapital. Tabellen nedenfor viser netto driftskravet i framskrivningsperioden.

		2012	2013	2012	2013	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Egenkapitalkrav	7,5 %	7,69 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
*	EK / NDK	0,98	0,96	0,96	0,93	0,90	0,87	0,84	0,82	0,80	0,80	0,80	0,80
+	Netto finansielt gjeldskrav	-11,9 %	8,7 %	8,4 %	4,4 %	3,5 %	3,2 %	3,3 %	3,3 %	3,6 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
*	NFG / NDK	-0,01	0,02	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
+	Minoritetskrav	10,5 %	10,7 %	10,8 %	11,2 %	11,5 %	11,8 %	12,4 %	12,7 %	13,2 %	13,7 %	13,7 %	13,7 %
*	MI / NDK	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,0
=	Netto driftskrav	7,8 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %

Som med de andre kravene stiger netto driftskrav i fremtiden. Det stiger derimot ikke like mye som egenkapitalkravet ettersom egenkapitalandelen synker og de får mer netto finansiell gjeld som har et lavere avkastningskrav.

10.4 Strategisk fordel

For å få bedre innsikt i lønnsomheten i fremtiden ser vi på den strategiske fordelene i form av superrentabilitet til egenkapitalen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalrentabilitet	3,6 %	10,5 %	14,1 %	16,7 %	19,0 %	19,6 %	18,2 %	16,6 %	16,9 %	15,7 %	15,7 %	15,7 %
- Egenkapitalkravet	7,5 %	7,7 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
= Superprofitt til EK	-4,0 %	2,8 %	6,3 %	8,6 %	10,5 %	10,7 %	8,8 %	6,9 %	6,6 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Av denne tabellen ser man at Itslearning ser ut til å ha en strategisk fordel også i fremtiden. I 2017 har de en superrentabilitet til egenkapital på hele 10,7 % og deretter synker den mot 5,1 % i ”steady state”. På det tidspunktet mener vi mesteparten av den strategiske fordelene vil bestå av ressursfordelene de har i sin humankapital. I årene fremover vil også merkevarenavn og produktet deres bidra til superprofitt, men denne vil deretter avta. Det er også fornuftig å anta at det vil være en bransjefordel i årene fremover, særlig i Norge. I utlandet vil denne bransjefordelen avta og antageligvis elimineres av at rentabiliteten går mot kravet.

10.4.1 Driftsfordel

For å undersøke kildene til den strategiske fordelene foretar vi en dekomponering av eventuell driftsfordel ettersom vi mener det er her hovedparten av fordelene stammer fra. Vi dekomponerer den i bransjefordel, ressursfordel og gearingfordel i drift.

10.4.1.1 Bransjefordel fra drift

Av den strategiske analysen fant vi at bransjen ikke ville inneha noen bransjefordel i fremtiden. Vi tror at grunnet høy konkurranse og mettede markeder vil netto driftsrentabiliteten til bransjen være likt som netto driftskrav som vi kan se av tabellen under.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsrentabilitet*	7,6 %	7,9 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,2 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
- Netto driftskrav	7,8 %	7,9 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,2 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
= Bransjefordel fra drift	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Vi ser at det er ingen bransjefordel fra drift i fremtiden ettersom netto driftsrentabilitet til bransjen sammenfaller med netto driftskrav.

10.4.1.2 Ressursfordel fra drift

Netto driftsrentabiliteten til Itslearning stiger fremover og følger som forventet omtrent samme mønster som egenkapitalrentabiliteten. Vi har estimert netto driftsrentabilitet for bransjen bruke historiske tall og fremskrevet disse basert på den strategiske analysen av LMS-bransjen. Bransjen vil oppleve vekst i årene fremover og dermed vil de ha en solid netto driftsrentabilitet. Av tabellen nedenfor ser man ressursfordelen til Itslearning fra drift i framskrivingsperioden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsrentabilitet	3,7 %	10,5 %	14,0 %	16,0 %	17,6 %	17,6 %	16,0 %	14,4 %	14,4 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %
- Netto driftsrentabilitet*	7,6 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
= Ressursfordel fra drift	-3,9 %	2,7 %	6,0 %	8,0 %	9,5 %	9,3 %	7,4 %	5,7 %	5,3 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %

Ressursfordelen fra drift stiger helt til 9,5 % i år 2016 og synker deretter mot en stabil ressursfordel på 4,1 % i terminalåret. Årene frem mot 2016 er preget av ressursfordel i Norge grunnet merkevarenavn, produkt og humankapital. Etter dette regner vi med fordelene vil synke litt ettersom det er risiko for at store utenlandske aktører penetrerer det norske markedet. I tillegg vil mye av inntektene til Itslearning komme fra utlandet etter dette og der er ikke deres merkevarenavn like sterkt samt det er tøffere konkurranse. De vil allikevel opprettholde ressursfordelen sin ved superprofitt fra Norge og en fordel i sin humankapital.

10.4.1.3 Gearingfordel fra drift

Kapitalstrukturen til Itslearning vil endre seg i fremtiden og de vil få en høyere andel netto finansiell gjeld. Dette gjør at superprofitten fra drift skaleres ytterligere med høyere netto finansiell gjeldsgrad.

Nedenfor ser man utviklingen i gearingfordel fra drift.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsrentabilitet	3,7 %	10,5 %	14,0 %	16,0 %	17,6 %	17,6 %	16,0 %	14,4 %	14,4 %	13,6 %	13,6 %	13,6 %
- Netto driftskrav	7,8 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
* Netto finansiell gearing	-1,2 %	2 %	2 %	5 %	9 %	13 %	17 %	20 %	23 %	23 %	23 %	23 %
+ Minoritetsinteresse gearing	3 %	2,1 %	2,1 %	2,2 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
= Gearing fordel drift	-0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,6 %	1,1 %	1,4 %	1,4 %	1,2 %	1,3 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %

Man ser av tabellen at gearingfordelen fra drift øker i årene fremover mot 1,4 % i år 2017 før det deretter synker mot 1 % i terminalåret.

10.4.2 Finansieringsfordel

Itslearning har ikke hatt en finansieringsfordel historisk som er signifikant forskjellig fra 0. Vi mener at dette er fornuftig å anta i fremtiden også. Nedenfor ser man utviklingen i finansieringsfordelen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finansieringsfordel NFG	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
+ Finansieringsfordel MI	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
= Finansieringsfordel	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Man ser at det ikke eksisterer noen finansieringsfordelen i fremtiden ettersom rentabiliteten sammenfaller med kravet fra 2013 og fremover.

10.4.3 Oppsummering av fremtidig strategisk fordel

Vi har funnet at strategiske fordelen til Itslearning i fremtiden stammer fra deres ressursfordel i drift. Bransjen sin driftsrentabilitet er lik kravet, mens ressursfordelen er varig og ender på 4,1 % i terminalåret.

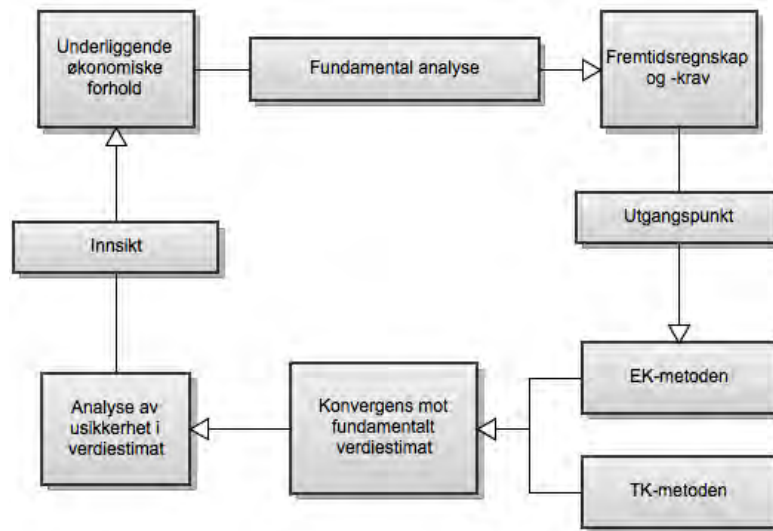
I tabellen nedenfor oppsummerer vi dekomponeringen av den strategiske fordelten til Itslearning i fremtiden.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bransjefordel fra drift	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
+ Ressursfordel fra drift	-3,9 %	2,7 %	6,0 %	8,0 %	9,5 %	9,3 %	7,4 %	5,7 %	5,3 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %
+ Gearingfordel fra drift	0 %	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
+ Finansieringsfordel NFG	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
+ Finansieringsfordel MI	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
= Strategisk fordel	-4,0 %	2,8 %	6,3 %	8,6 %	10,5 %	10,7 %	8,8 %	6,9 %	6,6 %	5,1 %	5,1 %	5,1 %

Tabellen viser at Itslearning vil være i besittelse av en strategisk fordel også i fremtiden. Den stiger frem mot 2016 og synker deretter mot en stabil fordel på 5,1 % i terminalåret. Denne fordelten kommer av ressursfordelen de har i drift skaleres av gearingen. Vi finner det ikke hensiktsmessig å foreta ytterligere dekomponeringer i margin- og omløpsfordel her ettersom vi ikke har gode forutsetninger for å si hvordan bransjen sin driftsrentabilitet fordeler seg på disse.

11 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Vi vil først verdsette etter egenkapitalmetoden, der kontantstrømmene diskonteres med egenkapitalkravet for å finne verdien av egenkapital i dag. Deretter bruker vi totalkapitalmetoden der kontantstrømmene diskonteres med netto driftskrav som resulterer i totalverdien av både gjeld og egenkapital¹⁶⁰. Vi vil benytte følgende rammeverk for den fundamentale verdsettelsen:



11.1 Verdsettelse etter egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en metode som direkte verdsetter egenkapitalen. Vi vil benytte to modeller: fri kontantstrøm til egenkapital og superprofitt fra egenkapital. Det er en forutsetning at egenkapitalveksten går mot 6 %, den langsiktige veksten i økonomien, og vi kan ikke ha høyere vekst enn egenkapitalkravet.

¹⁶⁰ Palepu, Healy & Peek (2010)

11.1.1 Fri kontantstrøm til egenkapital

Fri kontantstrøm til egenkapitalen modellen kan uttrykkes som:

$$EK^0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE^t}{(1 + ekk^1 \dots (1 + ekk^t))} + \frac{FKE^{T+1}}{(1 + ekk^1 \dots (1 + ekk^T)) * (ekkt^T - ekv)}$$

Det første leddet er nåverdien av fremtidig kontantstrøm og det andre leddet er diskontert horisontverdi. Til sammen utgjør de egenkapitalverdien (EK^0).

Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FKE) er netto betalt utbytte i fremtidsregnskapet.

Egenkapitalkravet er de fremskrevne kravene og egenkapitalveksten (ekv) er veksten etter budsjetthorisonten.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egenkapitalkravet	7,5 %	7,7 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
Fri kontantstrøm fra egenkapitalen	12 944	9 320	5 558	10 884	9 496	9 679	14 095	16 587	25 487	23 159	24 549	26 022
Diskontert horisontverdi												232 278
Nåverdi av kontantstrøm		8 654	4 786	8 665	6 968	6 526	8 687	9 319	12 992	10 668	10 218	
Diskonteringsfaktor		1,077	1,161	1,256	1,363	1,483	1,623	1,780	1,962	2,171	2,402	
	87 484											
Nåverdi over budsjettperioden	319 762											
Verdi av EK	319 762											

Fri kontantstrøm-modellen gir et første estimat på egenkapitalen på NOK 319 761 639.

11.1.2 Superprofitt til egenkapital

Superprofitt fra egenkapital modellen uttrykkes som følger:

$$EK^0 = \sum_{t=1}^T \frac{(NRE^t) - (ekkt^t * EK^{t-1})}{(1 + ekk^1 \dots (1 + ekk^t))} + \frac{(NRE^T) - (ekkt^T * EK^T)}{(1 + ekk^1 \dots (1 + ekk^T)) * (ekkt^T - ekv)} + EK^0$$

Superprofitt er netto resultatet til egenkapitalen minus kravet til egenkapitalen multiplisert på egenkapitalen. Første ledd er nåverdien av superprofitten, og andre ledd er horisontverdien.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto resultat til EK	3 703	11 117	16 453	21 205	27 488	32 839	34 245	34 140	36 520	36 158	38 328	40 627
Egenkapitalkravet	7,5 %	7,7 %	7,8 %	8,2 %	8,5 %	8,8 %	9,4 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %	10,7 %	10,7 %
Egenkapital t-1		103749	105546	116441	126761	144753	167914	188063	205616	216649	229648	243427
Superprofitt til egenkapital		3134	8180	11706	16728	20056	18453	15900	15513	13057	13840	14670
Diskontert horisontverdi												130953
Nåverdi av superprofitt		2 910	7 044	9 319	12 275	13 523	11 373	8 933	7 907	6 014	5 761	
Diskonteringsfaktor		1,077	1,161	1,256	1,363	1,483	1,623	1,780	1,962	2,171	2,402	
Nåverdi over budsjettperioden	216 013											
Balanseført egenkapital	103 749											
Verdi av EK	319 762											

Superprofitt til egenkapital er rentabiliteten over egenkapitalkravet. Modellen gir et verdiestimat på NOK 319 761 639.

11.2 Verdsettelse etter total kapitalmetoden

Verdsettelse etter total kapitalmetoden er en indirekte metode å finne egenkapital. Vi estimerer først total kapitalen, for så å trekke fra minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld i år 0. Vi vil benytte to modeller: fri kontantstrøm fra drift og superprofitt fra drift.

11.2.1 Fri kontantstrøm fra drift

Fri kontantstrøm fra drift modellen uttrykkes som:

$$EK^0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD^t}{(1 + ndk^1) \dots (1 + ndk^t)} + \frac{FKD^{T+1}}{(1 + ndk^1) \dots (1 + ndk^T) * (ndk^T - ndv)} - NFG^0 - MI^0$$

Første ledd er nåverdien av fri kontantstrøm fra drift (FKD) over budsjett horisonten og andre ledd er horisontverdien. Vi trekker så fra netto finansiell gjeld (NFG) og minoritetsinteressene (MI) for å finne egenkapitalen. Netto driftskravet (ndk) er de fremskrevne kravene og netto driftsveksten (nk) er veksten etter budsjett horisonten.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftskrav	7,8 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Fri kontantstrøm fra drift	4 464	7 001	5 571	6 798	3 773	1 801	4 941	9 242	18 937	22 791	24 159	25 608
Diskontert horisontverdi												318 646
Nåverdi av kontantstrøm		6 496	4 790	5 411	2 777	1 224	3 093	5 320	9 992	10 979	10 625	
Diskonteringsfaktor		1,078	1,163	1,256	1,359	1,471	1,598	1,737	1,895	2,076	2,274	
Nåverdi over budsjettperioden	379 353											
Netto finansiell gjeld	-1 251											
Minoritetsinteresser	2 903											
Verdi av EK	377 702											

Første estimat fra fri kontantstrøm fra drift modellen gir en verdi av egenkapitalen på NOK 377 701 615.

11.2.2 Superprofitt fra drift

Superprofitt fra drift modellen uttrykkes som følger:

$$EK^0 = \sum_{t=1}^T \frac{(NDR) - (ndk^t * NDK^{t-1})}{(1 + ndk^1) \dots (1 + ndk^t)} + \frac{(NDR^T) - (ndk^T * NDK^{T-1})}{(1 + ndk^1) \dots (1 + ndk^T) * (ndk^T - ndv)} - NFG^0 - MI^0$$

Første ledd er nåverdien av superprofitten fra drift over budsjetthorisonten og andre ledd er horisontverdien. Superprofitt er netto resultatet til drift minus kravet til egenkapitalen multiplisert på netto driftskapital.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto driftsresultat	3 918	11 544	16 920	21 808	28 307	33 969	35 822	36 108	38 997	39 040	41 383	43 865
Netto driftskrav	7,8 %	7,8 %	7,9 %	8,0 %	8,1 %	8,3 %	8,6 %	8,7 %	9,1 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %
Netto driftskapital t-1		105400	109943	121292	136302	160837	193004	223 885	250 751	270 811	287 060	304 283
Superprofitt til drift		3 349	8 224	12 069	17 200	20 670	19 215	16 545	16 208	13 220	14 013	14 854
Diskontert horisontverdi												184825
Nåverdi av superprofitt		3 107	7 071	9 606	12 659	14 051	12 027	9 523	8 552	6 368	6 163	
Diskonteringsfaktor		1,08	1,16	1,26	1,36	1,47	1,60	1,74	1,90	2,08	2,27	
Netto driftskapital	105 400											
Nåverdi over budsjettperioden	273 953											
Netto finansiell gjeld	-1 251											
Minoritetsinteresser	2 903											
Verdi av EK	377 702											

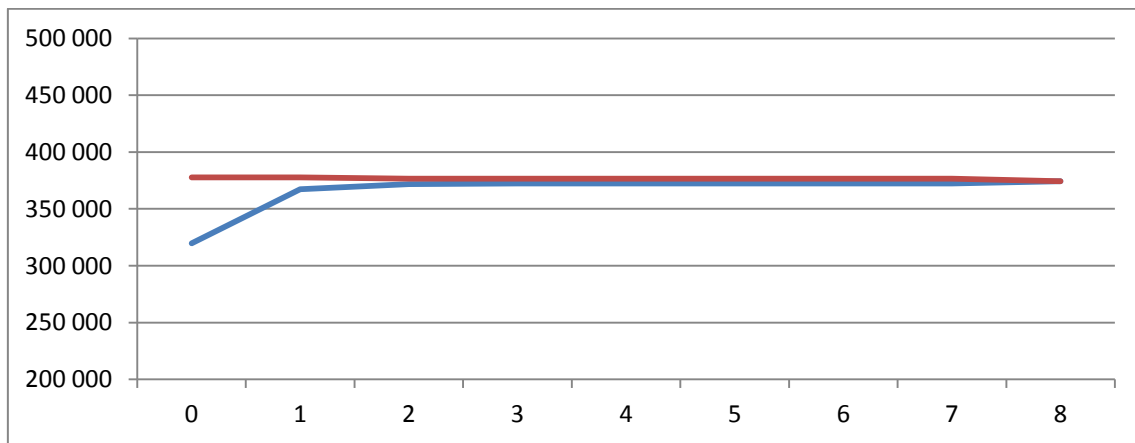
Superprofitt fra drift modellen gir et første estimat på NOK 377 701 615.

11.3 Første estimat + konvergens mot endelig

Totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden er ekvivalente verdsettelsesmodeller som ved konsistente forutsetninger og avkastningsvekting til markedsverdier skal gi samme verdiestimater. Det oppstår ulike estimater fordi de er basert på budsjetterte vekter, og vi vil benytte en sekvensiell tilnærming for å konvergere verdiestimaterne.

Vektene oppdateres ved at egenkapitalen blir verdsatt til første estimat fra fri kontantstrøm til EK-metoden, og netto driftskapital blir da den nye egenkapitalverdien pluss netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Vil vi da få nye balanseverdier og nye vekter, som igjen gir nye betaverdier og avkastningskrav. Dette blir da grunnlaget for et nytt verdiestimater, og prosedyren følges steg for steg til verdiestimaterne konvergerer.

Steg	0	1	2	3	4	5	6	7	8
EK-metode	319 762	367 349	371 873	372 225	372 252	372 254	372 254	372 254	374 420
TK-metode	377 702	377 662	376 691	376 594	376 587	376 586	376 586	376 586	374 420



Konvergeringen er minimal i de siste stegene, vi velger derfor å ta et snitt av estimatene i steg 7, og steg 8 gir oss en verdi på egenkapitalen til Itslearning på NOK 374 420 212.

11.4 Sensitivitetsanalyse og simulering

Verdiestimatet er utarbeidet med antagelser om fremtiden, og er derfor preget av usikkerhet. Vi vil derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse og simulering for å analysere usikkerheten.

Sensitivitetsanalysen kartlegger hvor sensitivt verdiestimatet er for alternative forutsetninger om fremtiden¹⁶¹. Sensitivitetsanalysen synliggjør usikkerhet gjennom å endre kritiske budsjett- og verdidrivere, og viser effekten på verdiestimatet.

Kritiske faktorer for Itslearning er veksten i driftsinntekter, fremtidig profittmargin, og omløpet til driftseiendelene. Vi vil også analysere endringer i avkastningskravene, ved å se på endringer i risikofri rente forutsetningen.

Simulering er en mer avansert form for usikkerhetsanalyse. Ved simulering kan man ha alle driverne som usikre samtidig, og ikke en og en som i sensitivitetsanalysen. Vi vil også foreta en Monte Carlo simulering ved hjelp av Excel-tilleggsprogrammet Crystal Ball¹⁶².

11.4.1 Sensitivitetsanalyse

Først vil vi gjennomføre sensitivitetsanalyse der forutsetningene for terminalåret og horisont er like som første estimatet, altså at den langsiktige veksten er antas fortsatt å være 6 %. De kritiske faktorene vil bli analysert med en endring på pluss/minus 10%, 20%, 30% og 40%.

Deretter gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse der terminalåret og horisontåret også er variable. Vi må ta hensyn til at egenkapitalkravet ikke må være større enn egenkapitalveksten på horisonten, og netto driftskravet ikke kan være større enn netto driftskapital veksten. På grunn av dette vil driverne analysert med en endring på pluss/minus 5 %, 10 %, 15 % og 20 %.

I nullpunktet vises gjennomsnittstallet for den aktuelle faktoren.

¹⁶¹ Penman (2010)

¹⁶² Crystal Ball Oracle

11.4.1.1 Sensitivitetsanalyse med samme langsiktige forutsetninger

Tabellen nedenfor viser endring i gjennomsnittlig driftsinntektsvekst og de påfølgende konvergente verdiestimatene.

En ser at estimatet er følsomt for endringer i driftsinntektsveksten, hele 30,2 % endring i estimatet dersom gjennomsnittsvæksten på driftsinntekten økes med 40 %.

Endring driftsinntektsvekst	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	11,6 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat	291 807	310 033	329 802	351 225	374 420	399 512	426 633	455 920	487 523
Endring estimat	-22,1 %	-17,2 %	-11,9 %	-6,2 %	0 %	6,7 %	13,9 %	21,8 %	30,2 %

Tabellen nedenfor viser endring i gjennomsnittlig onde og de påfølgende konvergente verdiestimatene.

Endring onde	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	1,58	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat	322 912	341 313	355 109	365 838	374 420	381 442	387 294	392 246	396 490
Endring estimat	-13,8 %	-8,8 %	-5,2 %	-2,3 %	0 %	1,9 %	3,4 %	4,8 %	5,9 %

Verdiestimatet er ikke særlig følsomt for endringer i onde. Eksempelvis medfører en reduksjon på 40 % bare en endring på -13,8 % i estimatet.

Tabellen nedenfor viser endring i gjennomsnittlig netto driftsmargin og de påfølgende konvergente verdiestimatene.

Endring netto driftsmargin	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	9,2 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat	324 356	336 879	349 398	361 911	374 420	386 925	399 426	411 925	424 420
Endring estimat	-13,4 %	-10,0 %	-6,7 %	-3,3 %	0 %	3,3 %	6,7 %	10,0 %	13,4 %

Ved en økning i ndm på 40 % endrer verdiestimatet fra NOK 374 420 212 til NOK 424 420 000. Vi konkluderer dermed at verdiestimatet er middels følsom for endringer i netto driftsmargin.

Tabellen nedenfor viser endring i gjennomsnittlig risikofri rente og de påfølgende konvergente verdiestimatene.

Endring risikofri rente	-40 %	-30 %	-20 %	-10 %	2,7 %	10 %	20 %	30 %	40 %
Verdiestimat	391 352	387 035	382 775	378 570	374 420	370 325	366 282	362 292	358 354
Endring estimat	4,5 %	3,4 %	2,2 %	1,1 %	0 %	-1,1 %	-2,2 %	-3,2 %	-4,3 %

En lavere gjennomsnittlig risikofri rente fører til et høyere verdiestimat. Med en 40 % mindre gjennomsnittlig rente vil estimatet bare synke med 4,5 %. Estimatet er heller ikke særlig følsomt for endringer i risikofri rente.

11.4.1.2 Sensitivitetsanalyse med variabel langsiktig vekst

Når vi også manipulerer forutsetningene for terminalåret forventer vi at utslaget i verdiestimatet vil være en del høyere enn når vi holder disse forutsetningene like.

Tabellen nedenfor viser endring driftsinntektsveksten og de påfølgende konvergente verdiestimatene.

Endring driftsinntektsvekst	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	11,6 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Verdiestimat	284 370	302 054	322 481	346 309	374 420	408 034	448 874	499 469	563 678
Endring estimat	-24,1 %	-19,3 %	-13,9 %	-7,5 %	0 %	9,0 %	19,9 %	33,4 %	50,5 %

Estimatet er veldig følsomt for endringer i driftsinntektsveksten.

Ved å endre gjennomsnittlig onde får vi følgende endringer i verdiestimatet:

Endring onde	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	1,58	5 %	10 %	15 %	20 %
Verdiestimat	262 038	295 118	324 501	350 778	374 420	395 805	415 243	432 987	449 251
Endring estimat	-30,0 %	-21,2 %	-13,3 %	-6,3 %	0 %	5,7 %	10,9 %	15,6 %	20,0 %

Verdiestimatet er følsomt for endringer i onde. Eksempelvis medfører en reduksjon på 40 % en endring på -30 % i estimatet.

Tabellen nedenfor viser endringer i estimatet ved reduksjon og øke i gjennomsnittlig risikofri rente.

Endring netto driftsmargin	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	9,2 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Verdiestimat	233 173	268 495	303 809	339 117	374 420	409 720	445 018	480 314	515 609
Endring estimat	-37,7 %	-28,3 %	-18,9 %	-9,4 %	0 %	9,4 %	18,9 %	28,3 %	37,7 %

Ved en økning i ndm på 20 % endrer estimert egenkapital seg fra NOK 374 420 212 til NOK 516 609 000 (37,7 %). Vi konkluderer dermed at endringer i netto driftsmargin fører til store endringer i verdiestimatet.

Tabellen nedenfor viser endringer i risikofri rente.

Endring risikofri rente	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	2,7 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Verdiestimat	453 814	431 049	410 409	391 611	374 420	358 639	344 100	330 664	318 210
Endring estimat	21,2 %	15,1 %	9,6 %	4,6 %	0 %	-4,2 %	-8,1 %	-11,7 %	-15,0 %

En høyere gjennomsnittlig risikofri rente fører til høyere egenkapitalkrav og dermed et lavere verdiestimat. Med en 20 % høyere gjennomsnittlig rente vil estimatet endre seg -15 %. Estimaten er følsomt for endringer i risikofri rente.

11.4.2 Monte Carlo simulering

Simuleringen gjennomføres ved å gjøre de kritiske driverne om til stokastiske variabler. Vi vil fokusere på de samme kritiske driverne i simuleringen som i sensitivitetsanalysen.

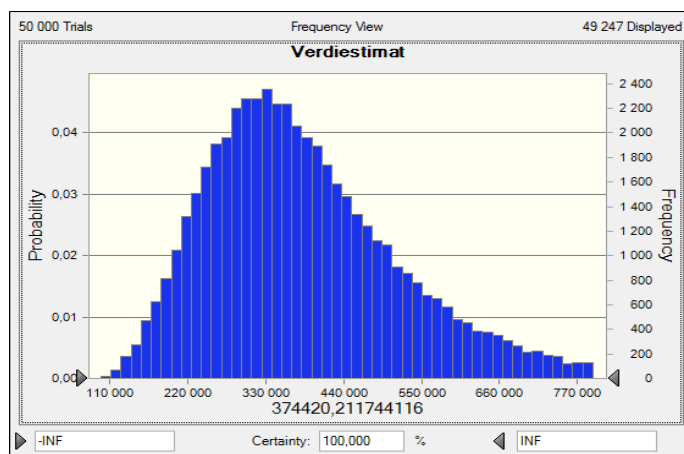
Ved å bruke en sensitivitetsvariabel med inngangsverdi på 1 kan vi enkelt endre gjennomsnittet for hele perioden. Driftsinntektsvekst (div) har en gjennomsnitt vekst på 11,6 %. Vi multipliserer div i år 2013 til 2023 med sensitivitetsvariabelen. For eksempel blir gjennomsnittsvæksten 10,5 % dersom sensitivitetsvariabelen endres til 0,9. Sensitivitetsvariabelen er forutsatt til å være uniformt fordelt, som betyr at de har en nedre og øvre grenseverdi og verdiene innenfor har en lik sannsynlighet for å bli trukket ut. Minimum verdi forutsettes til 0,8 og maks verdi forutsettes til 1,2. Vi bruker samme metode med en sensitivitetsvariabel for alle de kritiske variablene.

Omløpet til netto driftsinntekter (onde) har en gjennomsnittsverdi på 1,58. Minimum verdi på sensitivitetsvariabelen forutsettes til å være 0,8 (som gir en gjennomsnittsnende på 1,20) og maks verdi settes til 1,2.

Gjennomsnittet for netto driftsmarginen (ndm) er i utgangspunktet 9,23 %. Minimum verdi på sensitivitetsvariabelen forutsettes til å være 0,8 (som gir en gjennomsnittsnende på 7,58 %) og maksimal verdi forutsettes til 1,2.

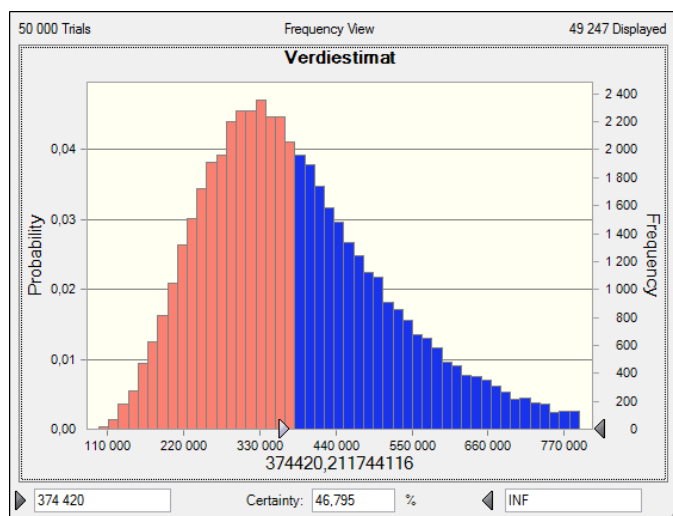
Risikofri rente (rf) har et gjennomsnittlig snitt på 2,7 %. Minimum verdi på sensitivitetsvariabelen forutsettes til å være 0,8 (som gir en gjennomsnittlig rf på 2,2 %) og maks verdi forutsettes til 1,2.. Siden det er liten sannsynlighet for at den risikofrie renten i 2013 ikke drastisk vil endre seg, vil ikke den bli tatt med i simuleringen.

For å få frem usikkerheten i verdiestimatet har vi kjørt en Monte Carlo simulering i Crystal Ball med 50 000 trekkninger. Resultatet i tusen vises i figuren nedenfor. Tall vises i tusen.

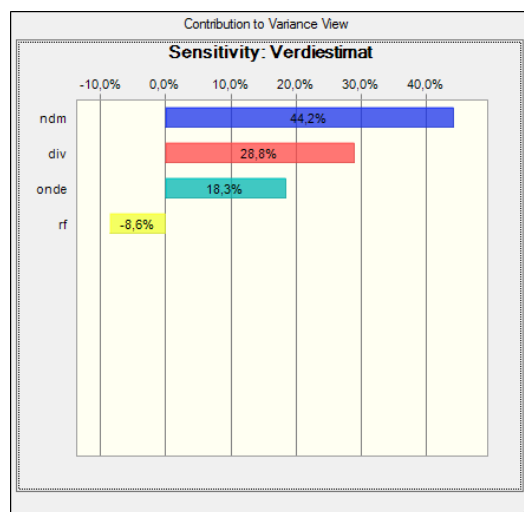


Simuleringen viser en gjennomsnittsverdi på NOK 388 293 000, som er over verdiestimatet på NOK 363 853 000. Median er på NOK 366 156 000 og den ligger altså under verdiestimatet. Standard avviket er på NOK 144 138 000. Den høyeste verdien på egenkapitalen er NOK 1 126 852 000 og laveste verdi er NOK 98 551 000.

Det laveste verdiestimatet er da lavere enn bokført egenkapital. Skjevheten, som sier noe om symmetrien til kurven, er på 0,97. En normalfordelt kurve har en skjevhet på 0.



Grafen ovenfor viser at sannsynligheten for at verdiestimatet er over NOK 374 420 212 er 47 %. Fordelingen er ganske konsentrert rundt vårt estimat og det er ikke noe urovekkende resultater med tanke på usikkerheten i estimatet.

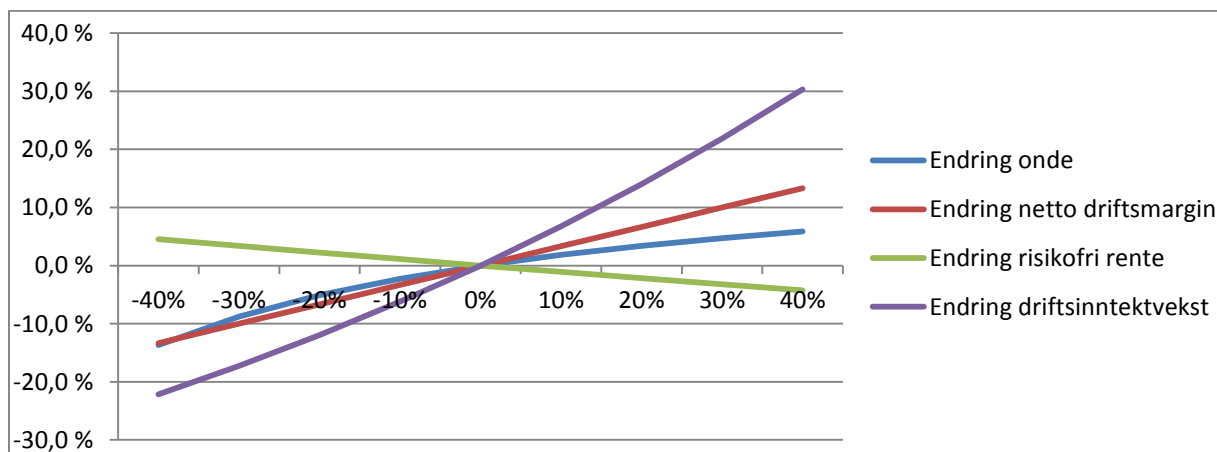


Grafen ovenfor viser hvilke av faktorene som bidrar til variansen. Netto driftsmargin er den kritiske faktoren som bidrar mest, med hele 44,2 %. Risikofri rente påvirker i motsatt retning, altså en høyere risikofri rente vil gi et lavere estimat.

11.5 Oppsummering - verdiestimatet og usikkerheten

Etter å ha gjennomført EK- metoden fikk vi et verdiestimat på egenkapitalen på NOK 319 761 639. TK-metoden ga et verdiestimat på NOK 377 701 615. Vi oppdaterte deretter kapitalvektene og estimatene konvergente mot en egenkapitalverdi på NOK 374 420 212. Justert bokført egenkapital for Itslearning 31.12.12 er på NOK 100 979 000. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen som er 3,7 ganger bokført verdi av egenkapital. I forhold til ujustert bokført egenkapital 31.12.2012 på NOK 56 379 000 gir dette et pris/bok forhold på 6,6.

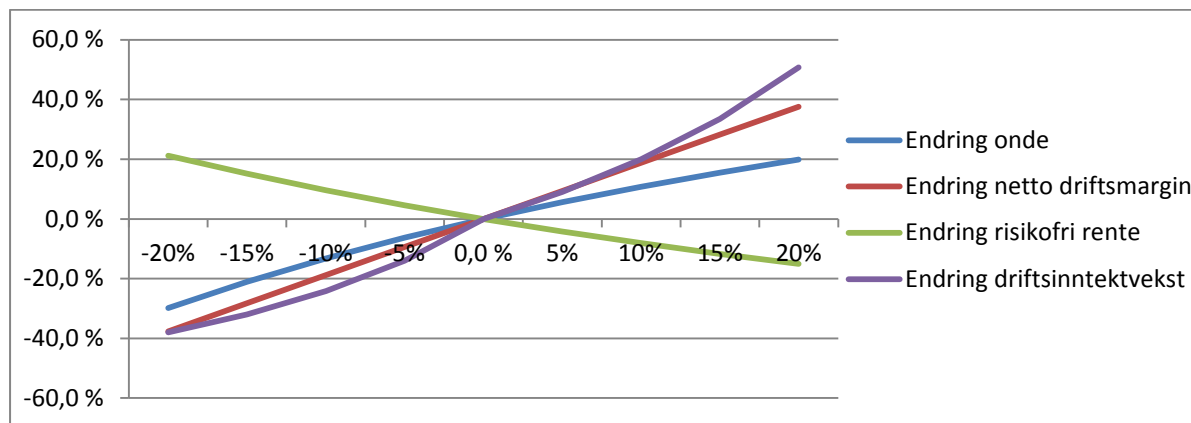
Sensitivitetsanalysen viste at det konvergente estimatet var sensitivt for endringer i de kritiske faktorene driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin og risikofri rente. Først fokuserte vi på endringer i de kritiske faktorene med samme forutsetninger for terminalåret og horisont. Det viste at driftsinntektsvekst var den faktoren som ga størst utslag i estimatet, mens de andre faktorene hadde en mer beskjeden påvirkning. Grafen nedenfor illustrerer endringene fra sensitivitetsanalysen.



Vi observerer at endringer i driftsinntekten er den faktoren som gir de største endringene i verdiestimatene.

Når vi inkluderte endringer på lang sikt i de kritiske faktorene betydelig større utslag i verdiestimatet. Den fundamentale verdien er svært sensitivt for endringer på i driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin og risikofri rente.

Også på lang sikt var veksten i driftsinntektene den faktoren som påvirket mest. Grafen nedenfor viser effektene på verdiestimatet ved endring i de fire kritiske faktorene.



Sensitivitetsanalysen viser at relativ små endringer i verdidriverne vil gi en betydelig annen verdi av egenkapitalen. Man ser også at endringer i gjennomsnitt driftsinntektsveksten er konveks.

Horisontverdien er en stor andel av verdiestimatet, og reduksjon og øke i de kritiske faktorene som påvirker horisontverdien fører til store endringer i verdiestimatet.

Monte Carlo simuleringen ga en gjennomsnittverdi på NOK 388 293 000 og en median er på NOK 366 156 000. Sannsynligheten for at verdiestimatet er høyere enn NOK 374 420 212 er 47 %. I simuleringen var det netto driftsmargin som bidrog til mest varians.

12 SUPPLERENDE VERDIVURDERING

Vi vil benytte en komparativ metode for å estimere verdien av egenkapitalen til Itslearning ved bruk av multipler. Her verdsettes selskapet direkte ved at sammenligner nøkkeltall i form av multipler for å en komparativ bedrift hvor man allerede har en pris, som for eksempel en aksjekurs på børs¹⁶³. Komparative verdsettelse metoder er enklere metoder og i de fleste tilfeller blir det en overfladisk beregning. Vi bruker det her som et supplement til fundamentalanalysen for å gi et inntrykk av hvorvidt vi har funnet en verdi på egenkapital som ligger innenfor et rimelig intervall.

12.1 Komparative bedrifter

Vi har valgt å ta for oss de to selskapene som sammen danner det generiske LMS-selskapet sammen med Itslearning. Ettersom vi har en del innsikt i hvordan Itslearning presterer i forhold til et vektet snitt av disse kan vi få bedre nytte av multippelverdiene. Disse selskapene er ikke børsnotert og vi må derfor nøye oss med å bruke andre prisestimer. Vi fant ingen børsnoterte selskaper som var mer optimale å vurdere opp mot Itslearning.

12.1.1 Fronter AS

Fronter er nok det selskapet som har lignet mest på Itslearning historisk. Det er et selskap som har hatt mesteparten av driften i Norge og etter hvert fått suksess også i utlandet. I 2008 ble Fronter kjøpt opp av Pearson til en pris på rundt NOK 150 000 000¹⁶⁴. Vi vil dermed bruke multipler for Fronter fra 2008 og tar forutsetninger om at forholdet mellom det aktuelle nøkkeltallet og prisen er den samme nå som den var i 2008. Dette mener vi er fornuftig ettersom kapitalkravet ikke har endret seg betydelig siden 2008.

¹⁶³ Damodaran (2012)

¹⁶⁴ Dagens IT (2008)

12.1.2 Blackboard Inc.

Blackboard ble tatt av børs i 2011 og vi bruker dermed regnskapstall fra 2011. Tallene for er beregnet med NOK 5,73 per USD den 10. april 2013. Markedskapitaliseringen for Blackboard var NOK 9 052 307 000¹⁶⁵. Ifra kvartalsrapporten 2. Kvartal 2011 vet vi at bokført egenkapital var NOK 2 882 411 000. Fortjenesten for 2011 finner vi ved å traile kvartalsrapporten for 2. Kvartal 2011 og kommer frem til at den er NOK 213 094 000.

Vi velger å bruke pris/fortjeneste, pris/bok, EV / EBIT og EV / EBITDA som multiplikatorer for å finne et verdiestimat for Itslearning sin egenkapital.

12.2 Pris / Fortjeneste

Pris/fortjeneste-multippelen viser forholdet mellom markedsprisen på egenkapital og fortjenesten representert ved årsresultatet. Fordelen med dette forholdstallet er at den er enkel å bruke og lett å kommunisere. Ulemper er at den ikke tar hensyn til risiko og kapitalbehov. Det er også ofte slik at jo lenger ned på resultatregnskapet man kommer desto større er sannsynligheten for at tilfeldigheter på et eller annet tidspunkt har laget støy i regnskapet¹⁶⁶. Det kan være en svakhet ved denne multippelen at skattenivået er forskjellig for Itslearning og Blackboard som utgjør majoriteten av bransjesnittet vårt. Vi vil derfor benytte andre multipler senere som benytte seg av resultatposter før skatt.

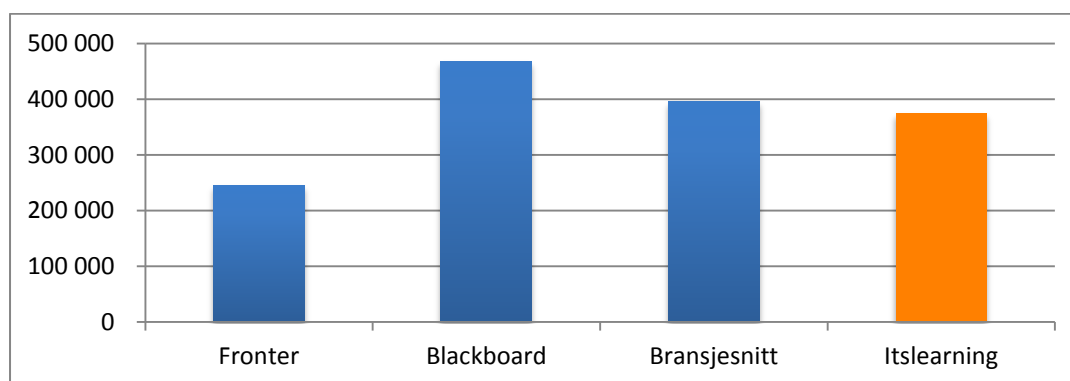
Tabellen nedenfor viser multiplene til de forskjellige bedriftene, et vektet gjennomsnitt som utgjør den generiske LMS-bransjen. Itslearning sin multippel utledes basert på prisestimatet vi fant i fundamentalverdsettelse. For å finne årsresultatet til Itslearning har vi benyttet den tidsvektede egenkapitalrentabiliteten til Itslearning og multiplisert den med egenkapitalen til Itslearning. Dette fordi at resultatet i 2012 ser ut til å være uregelmessig lavt selv med justeringene vi foretok.

¹⁶⁵ The Street - BBBB

¹⁶⁶ Kaldestad og Møller (2011)

Itslearning årsresultat	11 001	
	P/F-forhold	Implisitt pris
Fronter	22,31	245 414
Blackboard	42,48	467 322
Bransjesnitt	35,91	395 070
Itslearning	34,04	374 420

Grafene nedenfor viser markedsverdiene vi utleder av de forskjellige multiplene.



Vi ser at denne multippelen gir markedsverdier i intervallet NOK 245 414 000 til NOK 467 322 000. Det er en ganske stor spredning, men vi ser også at det er Fronter som gir en ganske lav markedsv verdi grunnet lavt forhold mellom pris og fortjeneste. Prisestimatet basert på gjennomsnittlig pris/fortjeneste sin multippel er ikke langt fra vårt prisestimat.

12.3 Pris / Bok

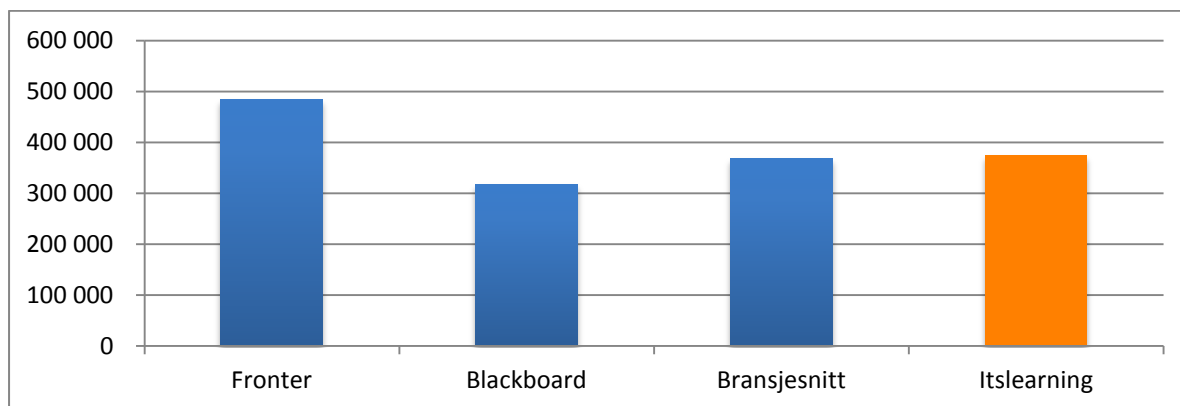
Pris/bok multippelen gir en indikasjon på selskapets evne til å skape verdier. En positiv pris/bok-multippel betyr at man antar at selskapet skaper verdier for aksjonærene. Metoden kan også benyttes uavhengig av resultater som kan være en fordel når man evaluerer bedrifter i sterk vekst med mye investeringer.

Det kan være en ulempe å bruke denne metoden på selskaper med store immaterielle eiendeler som ikke er balanseført¹⁶⁷. Normalt ville dette vært et problem i en bransje som LMS-bransjen, men ettersom vi har gjort justeringer for å balanseføre forskning og utvikling mener vi denne multiplene kan være fornuftig å benytte.

Tabellen nedenfor viser multiplene til de forskjellige bedriftene, et vektet gjennomsnitt de to komparative selskapene samt multiplene utledet av vårt fundamentale verdiestimat.

Itslearning bokverdi	100 979	
	P/B-forhold	Implisitt pris
Fronter	4,79	483 375
Blackboard	3,14	317 128
Bransjesnitt	3,64	367 565
Itslearning	3,71	374 420

Grafene nedenfor viser markedsverdiene vi utleder av de forskjellige multiplene.



Blackboard og Fronter har omtrent byttet plass fra forrige multiplene. For å forstå dette bedre viser vi sammenhengen mellom pris/bok og pris/fortjeneste som er gitt ved:

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Pris/Bok}}{\text{EK} - \text{rentabilitet}}$$

¹⁶⁷ Kaldestad og Møller (2011)

Dermed kan et selskap med en relativ høy pris/bok fortsatt ha en relativt lav pris/fortjeneste hvis EK-rentabiliteten er høy nok¹⁶⁸.

Av tabellen ser vi at multippelen gir markedsverdier i intervallet NOK 317 128 000 til NOK 483 375 000. Her er det også en relativ stor spredning mellom verdierestimatene, men ikke like mye som ved pris/fortjeneste. Her gir Blackboard sine multipler den lavest verdien antageligvis fordi Blackboard balansefører en mye av sine immaterielle eiendeler. Av eiendelene til Blackboard på rundt NOK 5 milliarder er over NOK 3 milliarder immaterielle eiendeler. Dette gjør at de får en større bokført egenkapital som gir en lavere multipl. Itslearning og Fronter har derimot ikke balanseført sine immaterielle eiendeler med unntak av forskning- og utviklingskostnader som vi har justert. Det kan derimot tenkes at Itslearning har immaterielle eiendeler i form av merkevarenavn og humankapital. Det samme kan sies om Fronter. Dermed vil den bokførte kapitalen undervurderes og multippelen vil bli høyere. Vi skulle derimot tro at Itslearning hadde et høyere pris/bok-forhold enn de andre ettersom vi har funnet at de har en høyere rentabilitet og dermed en strategisk fordel.

12.4 EV / EBIT

Vi vil regne ut denne multippelen som følger:

$$EV/EBIT = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før finansresultat og skatt}}$$

Denne metoden er en av de mest anvendte når det gjelder kjøp og salg av selskaper. Den gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften ettersom den bruker driftsresultat og utelukker støy som kan oppstå grunnet tilfeldige finansresultat. I motsetning til EV / EBITDA tar den hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger. Dette kan være negativt dersom avskrivningsprofiler og nedskrivning av goodwill skaper støy¹⁶⁹.

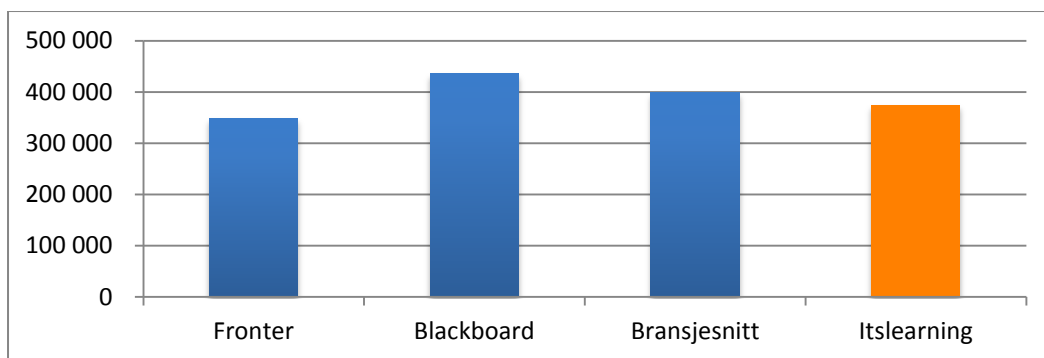
¹⁶⁸ Bodie, Kane & Marcus (2011)

¹⁶⁹ Kaldestad og Møller (2011)

Tabellen nedenfor viser multiplene til de komparative, LMS-bransjen samt multiplene utledet av vårt fundamentale verdiestimat. Prisen viser markedsværdien av egenkapitalen etter vi har trukket fra netto finansiell gjeld.

Itslearning EBIT	16 381	
	EV/EBIT	Implisitt pris
Fronter	21,59	348 123
Blackboard	26,94	435 731
Bransjesnitt	24,64	398 169
Itslearning	22,86	374 420

Grafene nedenfor viser markedsværdiene vi utleder av de forskjellige multiplene.



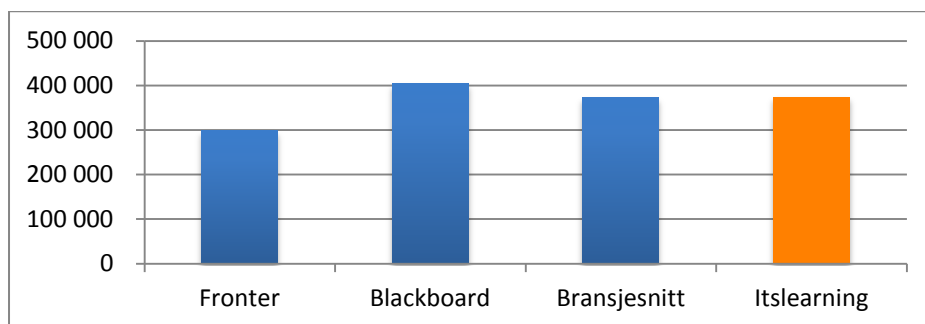
Av tabellen ser man at multiplene gir markedsværdi i intervallet NOK 348 123 000 og NOK 435 731 000. Ettersom det kan tenkes at det oppstår støy grunnet avskrivningsprofiler foretar vi også en analyse av EV / EBITDA-multiplene.

12.5 EV / EBITDA

Den eneste forskjellen på denne multiplene og EV / EBIT er at man her ekskluderer avskrivninger og nedskrivninger. Tabellen nedenfor viser multiplene til de forskjellige bedriftene, et vektet gjennomsnitt de to komparative selskapene samt multiplene utledet av vårt fundamentale verdiestimat.

Itslearning EBITDA	29 357	
	EV/EBITDA	Implisitt pris
Fronter	10,34	298 142
Blackboard	13,93	403 456
Bransjesnitt	12,86	372 035
Itslearning	12,75	374 420

Grafene nedenfor viser markedsverdiene vi utleder av de forskjellige multiplene.



Tabellen viser at multiplene gir markedsverdier i intervallet NOK 298 142 000 og NOK 403 456 000. De to siste er de multiplene som gir de jevneste prisestimatene og de ligger ikke langt unna vårt estimat fra fundamentalverdien. Dette vitner om at den beste sammenligningen antageligvis baserer seg på driftsresultatet og at det kan finnes en del støy lenger ned i regnskapet som forstyrrer et fornuftig estimat.

12.6 Oppsummering komparativ verdsettelse

Multiplikator metodene ga oss tolv forskjellige estimater på egenkapitalen i intervallet NOK 245 414 000 og 483 375 000. Mesteparten av prisestimatene ligger rundt verdiestimatet fra vår fundamentalanalyse. Dette mener vi fungerer som en bekreftelse på at verdiestimatet vårt ligger i riktig intervall. Vi vil dermed ikke vurdere å justere verdiestimatet vårt. I tillegg vil en fundamental verdsettelse ha bedre forutsetninger enn en komparativ verdsettelse for å fange opp underliggende økonomiske forhold.

13 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON

Av den strategiske regnskapsanalysen fant vi at Itslearning har hatt en strategisk fordel. Denne fordelene stammet i hovedsak fra en ressursfordel fra drift. Ressursfordelen dekomponerte vi videre i en omløpsfordel og en marginfordel.

Marginfordelen til Itslearning mener vi kommer av høyere betalingsvillighet for deres løsning som har et kjent merkenavn i Norge og er mer brukervennlig enn konkurrentene. En beskjeden konkurranse i Norge bidrar nok også til et dempet prispress.

Omløpsfordelen til Itslearning kan stamme fra at de har en del store kunder i Norge som antageligvis ikke krever mye investeringer. En undervurdert netto driftskapital som følge av at de ikke balansefører merkevarenavn og humankapital kan også gi et kunstig høy omløp til netto driftseiendeler.

Framtidsutsiktene til Itslearning mener vi er gode. Itslearning vil fortsatt ha en ressursfordel i fremtiden grunnet sin humankapital. Ressursfordel merkevarenavnet i Norge vil antageligvis avta fremover ettersom en stadig større del av inntektene kommer fra utlandet. Fordelen i produktet antas også å avta ettersom produktet er imiterbart. I tillegg vil økt konkurranse som følge av at LMS-aktører fra utlandet trer inn i det norske markedet føre til demping av lønnsomheten.

Itslearning er i henhold til vår analyse en solid bedrift med liten konkurrisiko. Dette mener vi også vil være tilfellet i fremtiden og vi har ratet Itslearning til å være et BBB-selskap.

I selve verdsettelsen beregnet vi et fremtidsregnskap og fremtidskrav. Vi brukte så en fundamental verdsettelse for å verdsette verdien på egenkapitalen ved å diskontere kontantstrømmene ved både egenkapital- og totalkapitalmetoden. Etter å ha foretatt en konvergering ved å justere kapitalkravet i henhold til utregnet verdi på egenkapital får vi et verdiestimat på NOK 374 420 212. I forhold til ujustert bokført egenkapital 31.12.2012 på NOK 56 379 000 gir dette et pris/bok forhold på 6,6. Justert bokført egenkapital for Itslearning 31.12.12 er på NOK 100 979 000. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen som er 3,7 ganger bokført verdi av egenkapital.

Videre foretok vi en sensitivitetsanalyse av fire faktorer vi mener er kritisk for verdiestimatet og påviste at verdiestimatet er i forskjellig grad sensitivt for endringer i disse. Spesielt sensitivt var verdiestimatet for endringer i gjennomsnittlig driftsinntektsvekst. Dette illustrerer usikkerheten rundt egenkapital estimatet vårt.

Til slutt gjennomførte vi en komparativ verdsettelse som supplement til den fundamentale metoden. Disse estimatene ga oss en del varierende verdier, men de befant seg i gjennomsnitt ikke langt fra vårt estimat. Dette tolket vi som en bekreftelse på at verdiestimatet vårt lå i riktig intervall og vi vurderte dermed ikke å justere verdiestimatet.

Tidligere i år ble det omsatt en større aksjepost i Itslearning som verdsatte egenkapitalen til NOK 600 000 000¹⁷⁰. Wallenberg-gruppen kjøpte 40 % av aksjene i Itslearning fra en stor investor og flere små. Vårt estimat er et godt stykke unna dette og i henhold til vårt prisestimat har Wallenberg-gruppen betalt en premie på omtrent 60 %. Det kan tenkes at Wallenberg-gruppen har betalt en premie på aksjene ettersom det ikke alltid oppstår konsensus om hva som er en rettferdig pris når man kjøper fra flere selgere. Dermed vil de måtte betale den prisen som den mest kravstore av aksjeholderen vil selge for¹⁷¹.

Verdsettelsen vår er preget av en del subjektive oppfatninger om fremtiden, og et verdiestimat vil variere etter hvilke skjønsmessige forutsetninger man tar.

Vi konkluderer med at en fornuftig pris på egenkapitalen til Itslearning er NOK 374 420 212. Med et antall utestående aksjer på 158 390 tilsvarer det en aksjepris på NOK 2 364.

¹⁷⁰ Fanghol (2013)

¹⁷¹ Kaldestad og Møller (2011)

REFERANSELISTE

Litteraturliste

- Barney, J.B. (1991). *Firm resources and sustained competitive advantage..* Strategic Management Journal, 5, pp. 171-180. Journal of Management, 19, pp. 99-120.
- Barney, J.B. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage.* 4th edition. Pearson Prentice Hall, NJ.
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., Schaefer, S. (2010) *Economics of Strategy.* 5th edition, John Wiley and Sons.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2011] *Corporate Finance.* 2 utg. Pearson
- Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A. J. (2011): *Investments and portfolio management,* 9 utg, New York : McGraw-Hill/Irwin.
- Burda, M., Wyplosz, C. (2009) *Macroeconomics.* 5 utg, Oxford University Press.
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation.* 3 utg, Hoboken: John Wiley & Sons.
- Diskriminerings- og tilgjengelighetsloven (2008) *LOV 2008-06-20 nr 42: Lov om forbud mot diskriminering på grunn av nedsatt funksjonsevne (diskriminerings- og tilgjengelighetsloven).*
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999), *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering.* Cappelen Akademiske Forlag, Oslo.
- Hill, C. W.L & Jones G. R. (2008) *Strategic Management Theory, An Integrated Approach* 8 utg. Houghton Mifflin Company, Boston.
- Hitchner, J. R. (2011) *Financial Valuation: Applications and Models.* 3 utg. Hoboken, N.J. : Wiley.
- Hoff, K.G. (2005) *Bedriftens økonomi,* Universitetsforlaget
- Jakobsen, E.W. & Lien, L.B (2001) *Ekspansjon, Strategi for forretningsutvikling* Oslo, Gyldendal.
- Johnsen, A. & E. Kvaal (1999), *Regnskapsloven – Kommentarer til lov av 17.juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v.,* Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011), *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper.* 1. Utgave, DnR Kompetanse AS.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse.* Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010) *Valuation: measuring and managing the value of companies.* 5th edition. Hoboken, N.J. : Wiley.
- Kotler, P. & Keller, K.L. (2006) *Marketing Management.* 12 utg. Pearson Prentice Hall.
- Larsen, E.R & Mjøllhus, J. (2009) *Finanskrise! Låneboble, boligboble – og dagen derpå..* Gyldendal forlag.

- Mun, J. (2006): *Real options analysis : tools and techniques for valuing strategic investments and decisions*: Hoboken, N.J. : Wiley.
- Palepu, K. G., P. M. Healy & Peek, H. (2010), *Business Analysis and Valuation, IRFS edition*, 2 utg, Cengage
- Paulsen, M. F., (2003) *Online Education, Learning Management Systems*, NKI Forlaget.
- Penman, S.,(2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 4th ed., McGraw-Hill/Irwin,
- Penman, S., (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5th ed., McGraw-Hill/Irwin,
- Porter, M., (1979) *How Competitive Forces Shape Strategy*, Harvard Business Review
- Porter, M., (1980) *Competitive Strategy*, New York: Free Press.
- Porter, M. (2008) *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Harvard Business Review, January 2008.
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. (2010) *Strategi – en innføring*, 5. utgave, Bergen, Fagbokforlaget.

Internettreferanser

- About bb (2013) *Blackboard acquires Moodlerooms, netspot* [Internett] Tilgjengelig fra: <https://www.blackboard.com/About-Bb/News-Center/Press-Releases.aspx?releaseid=1676738> [Lest 4.mai 2013].
- Arnseth, H., C., Hatlevik, O. E., Kløvstad, V., Ottestad, G., Kristiansen, T., (2007) *ITU Monitor 2007, Skolens digitale tilstand*, Senter for IKT i utdanningen [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.itu.no/filestore/Rapporter_-_PDF/ITU_Monitor_07.pdf [Lest 25. februar 2013]
- Brathaug, A. L. & Skoglund, T. (2013) *T Langvarig vekst i Norsk økonomi* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/langvarig-vekst-i-norsk-okonomi> [Lest 01.juni 2013]
- Business Wire (2009) [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.businesswire.com/portal/site/google/?ndmViewId=news_view&newsId=20091027005444&newsLang=en [Lest 29. april 2013]
- Campus Computing Survey (2010) [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.campuscomputing.net/sites/www.campuscomputing.net/files/Green-CampusComputing2011_4.pdf [Lest 25. februar 2013]
- Crystal Ball Oracle. Lastet ned fra <http://www.oracle.com/technetwork/middleware/crystalball/downloads/index.html>

- Dagens IT (2008) 11.12.2008 *Får 45 millioner på konto* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.dagensit.no/bransje/article1561459.ece> [Lest 23.mars 2013]
- Damodaran, A. (2005) *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount* [Internett], Stern School of Business. Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf> [Lest 12. Juni 2013]
- Datamonitor 360 (2013) *Blackboard Inc* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://360.datamonitor.com/Product?pid=9A63AED1-BD64-4F70-BB2D-D678589E4B8A&view=BusinessDescription> [Lest 20. februar 2013]
- Desire2Learn (2013), *Discover Desire2Learn* [Internett].Tilgjengelig fra: <http://www.desire2learn.com/about/discover/> [Lest 5. februar 2013]
- Difi (2010) Læring på nett [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.difi.no/ledelse-og-organisering/e-laering-og-digitale-verktoy> [Lest 21. mars 2013]
- eCollege (2013) *Background* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.ecollege.com/Background.learn> [Lest 29.april 2013]
- Egeberg, G., Guðmundsdóttir, G. B., Hatlevik, O. E., Ottestad, G., Skaug, J. H., Tømte, K., (2011) *Monitor 2011, Skolens digitale tilstad* [Internett], Senter for IKT i utdanningen. Tilgjengelig fra: <http://iktsenteret.no/sites/iktsenteret.no/files/attachments/monitor2011.pdf> [Lest 27. februar 2013]
- Elearning (2013), *LMS: It's a Buyer's Market* [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.2elearning.com/no_cache/solutions/learning-talent-systems/latest-news/latest-news-from-home/article/lms-its-a-buyers-market.html [Lest 29. april 2013]
- Eliassen, J. I. (2008) *Pris til It's learning* [Internett] Bergens Tidene. Tilgjengelig fra: <http://www.bt.no/na24/article641723.ece#.UXessKIyZTI> [Lest 22. april 2013]
- e-Literate (2010) - *The Evolving LMS Market* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://mfeldstein.com/the-evolving-lms-market-part-i/> [Lest 4. mars 2013]
- Ellis, Ryann K. (2009) *Field Guide to Learning Management Systems [Internett]*, ASTD Learning Circuits, http://www.astd.org/~media/Files/Publications/LMS_fieldguide_20091 [Lest 22.april 2013]
- Eurostat (2013) *Labour Costs in the the EU27* [Internett] Tilgjengelig fra: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-10042013-AP/EN/3-10042013-AP-EN.PDF [Lest 31.mai 2013]
- Fanghol, T., A., (2013) *Lekseeventyr verdt 600 millioner*, Bergens Tidene [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.bt.no/nyheter/okonomi/Lekseeventyr-verdt-600-millioner-2867221.html#.UVA9e1d-bM4> [Lest 23 mars. 2013].

- Federal Reserve (2013) *Data* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm> [Lest 22.mai 2013]
- Feldstein, M. (2010) *The Evolving LMS market* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://mfeldstein.com/the-evolving-lms-market-part-i/> [Lest 10. mars 2013].
- Fernandez, P. (2007) *Equity Premium: Historical, Expected, Required and Implied*, [Internett] Tilgjengelig fra: <http://ssrn.com/abstract=933070> [Lest 03.juli 2013]
- FOR 2006-04-07 nr 402: *Forskrift om offentlige anskaffelser*. Tilgjengelig fra: <http://www.lovdata.no/cgi-wift/ldles?doc=/sf/sf/sf-20060407-0402.html> [Lest 29. april 2013].
- Funka NU Ab (2011) *Rapport: Gransking av universell utforming i digitale læreplattformer (LMS) i grunnskolen* [Internett] Tilgjengelig fra: https://www.blindeforbundet.no/internett/nyheter/slakter-digitale-laereplattformer/RapportLMSProsjekt2011_NOklar.pdf [Lest 15. mars 2013]
- Grønland, M. (2010) *User Acceptance of Information Technology, An Empirical Study of It's Learning* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://daim.idi.ntnu.no/masteroppgave?id=5468> [Lest 7. februar 2013]
- Hill P. (2012) *State of the Higher Education LMS Market: A Graphical View* [Internett] e-Literate Tilgjengelig fra: <http://mfeldstein.com/state-of-the-higher-education-lms-market-a-graphical-view/> [Lest 23.februar 2013]
- Instructure (2013) *About-us* [Internett]. Tilgjengelig <http://www.instructure.com/about-us> [Lest 5. februar 2013]
- Itslearning (2013) *Om oss* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.itslearning.no/om-oss> [Lest 20 . Januar 2013].
- Itslearning Solution (2013) *Solution* [Internett]. Tilgjengelig <http://www.itslearning.net/solution> [Lest 20 . Januar 2013]
- Itslearning.eu (2013) *itslearning gets funding boost for product* [Internett] Tilgjengelig fra: [developmenthttp://www.itslearning.eu/itslearning-gets-funding-boost-for-product-development](http://www.itslearning.eu/itslearning-gets-funding-boost-for-product-development) [Lest 25.mars 2013]
- Kunnskapsdepartementet (2010) *Tilbud og etterspørsel etter høyere utdannet arbeidskraft* [Internett]. Tilgjengelig fra http://www.regjeringen.no/upload/KD/Vedlegg/UH/Rapporter_og_planer/Tilbud_ettterspoersel_hoyer_e_utdannet_arbeidskraft_2020.pdf [Lest 2 . mars 2013]
- Kunnskapsdepartementet IKT og digital kompetanse (2013) *Program for digital kompetanse* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/kd/tema/grunnopplaring/satsingsomrader/program-for-digital-kompetanse-.html?id=279659> [Lest 3.mars 2013]

- Moodle (2013) *About Moodle* [Internett]. Tilgjengelig http://docs.moodle.org/24/en/About_Moodle [Lest 5. februar 2013].
- Målsnes, O. H. (2007) *Gründere vant nyetablert pris* [Internett]. Tilgjengelig fra <https://www.bergen.kommune.no/aktuelt/sistenytt/article-2796> [Lest 15.april 2013]
- Norges Bank - *Rapport om finansiell stabilitet*. Tilgjengelig fra: http://www.norges-bank.no/pages/91703/FS_212_no.pdf [Lest 25. februar 2013]
- Norges Bank – *Statsobligasjoner årgjennomsnitt* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> [Lest 01.juni 2013]
- Norges Bank – *Styringsrenten* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentemoter/styringsrenten/> [Lest 21.april 2013]
- Norges bank- *Statsobligasjoner* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/> [Lest 21.april 2013]
- Norsk Regnskapsstandard 19 – *Immaterielle eiendeler* [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.regnskapsstiftelsen.no/arch/_img/9603021.pdf [Lest 11. Juni 2013]
- O’Neal K., (2012) *Itslearning vs Moodle* [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.itslearning.net/Websites/itstest/images/PDFs/itsLearning_v__Moodle_review.pdf [Lest 25.april 2013]
- Odin (2011) *Hva gjør et LMS og hvorfor?* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.iktogskole.no/?p=568> [Lest 14.april 2013]
- Odin (2012) *Skyen og Loven* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.iktogskole.no/?cat=5> [Lest 12. mars2013]
- OECD (2012) *Economic Surveys Norway Februar* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.regjeringen.no/pages/36991287/overview_landrapporten.pdf [Lest 18. mars 2013]
- Olsen Ø., (2013). *Årstale Norges Bank* [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.norges-bank.no/pages/93164/aarstalen_2013.pdf [Lest 18. mars 2013]
- Oracle Human Capital Management [Internett]. Tilgjengelig fra: https://blogs.oracle.com/OracleHCM/entry/is_training_an_integrated_part [Lest 21. mars 2013]
- Oxford University’s Saïd Business School (2009) *Why your IT-project may be riskier than you think* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://hbr.org/2011/09/why-your-it-project-may-be-riskier-than-you-think/ar/1> [Lest 15. april 2013]
- Parry, D., (2010). *WordPress a better LMS, Chronicle 18/3-10* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://chronicle.com/blogs/profhacker/wordpress-a-better-lms/23050> [Lest 5.mars 2013]

- PedIT (2013) *Mer og PedIT og Norsk nettskole* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://pedit.pedit.no/web/PageND.aspx?id=102204> [Lest 2. februar 2013]
- PwC, (2011). Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012. [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.e-magin.se/v5/viewer/files/viewer_s.aspx?gKey=j21sjc7q&gInitPage=1 [Lest 5. mars 2013]
- Ramberg K. R. (2002). *Valg av lms for ntnu. anbefaling*. [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.ntnu.no/c/document_library/get_file?uuid=ce1ba8c9-6744-42ff-bfe7-c114d58a36a6&groupId=524136 , NTNU November 2002 [Lest 4. februar 2013]
- Reuters (2007). *Pearson agrees to buy eCollege for \$477 mln* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.reuters.com/article/2007/05/14/us-pearson-ecollege-idUSL145989420070514> [Lest 29. april 2013]
- Rising Star Hordaland (2011) *Gründerpris gikk til en politimann* [Internett] Tilgjengelig fra: http://www.deloitte.com/view/no_NO/no/kontakt/kontorer/bergen/948e268d8c242310VgnVCM1000001a56f00aRCRD.htm [Lest 22. april 2013]
- Sakaiproject (2013) *community-home* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.sakaiproject.org/community-home> [Lest 2. februar 2013]
- Schreurs, Nard (2011). *Mener lærerne trenger kompetanse*, *Computerworld* 12.12.2011 [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.idg.no/computerworld/article232619.ece> [Lest 12. mars 2013]
- Shaw, G. (2012) *For today's youth, Internet and computers are a natural part of life* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.vancouversun.com/business/bc2035/today+youth+Internet+computers+natural+part+life/7601771/story.html> [Lest 5. februar 2013]
- Singh, Bhanwar (2013) *2 Critical Factors Of LMS* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.upsidelearning.com/blog/index.php/2012/11/29/2-critical-factors-of-lms-switching/> [Lest 21. april 2013]
- SSB (2012) *Studenter ved universiteter og høyskoler, 1. oktober 2011* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/utuvh/> [Lest 12. mars 2013]
- SSB (2013) *Kvartalsvis nasjonalregnskap, 1. kvartal 2013* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/knr/kvartal> [Lest 05. juli 2013]
- Standard & Poor – *About Credit Ratings (The ABCs of Rating Scales)* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/> [Lest 10. Juni 2013]
- Sørebo, Ø., Halvari, H., Gulli, V., F., Kristiansen R., (2009) *The role of self-determination theory in explaining teachers' motivation to continue to use e-learning technology* [Internett], *Computers &*

Education. Tilgjengelig fra:

<http://www.selfdeterminationtheory.org/SDT/documents/Sorebo%20et%20al.%202009.pdf> [Lest 25. februar 2013]

- TechNavio (2013) *Global e-Learning Market 2012-2016* [Internett] Infiniti Research Tilgjengelig fra: http://www.researchandmarkets.com/reports/2408090/global_elearning_market_20122016 [Lest 3.mai 2013].
- The Street – *BBBB* [Internett] Tilgjengelig fra: <http://www.thestreet.com/quote/BBBB.html> [Lest 10.april 2013]
- Tisips e-læringspris (2013) [Internett] Tilgjengelig fra: http://tisip.no/faces/public/forskning/index.jsp?ex=2&ink=tisips_e_laringspris&r=elaerignspris [Lest 22. april 2013]
- U.S. Army Distributed Learning System [Internett]. Tilgjengelig fra: <https://www.dls.army.mil> [Lest 21. mars 2013]
- Utdanningsdirektoratet (2006) *Digitale læringsplattformer – i går, i dag, i morgen* [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.udir.no/Upload/Rapporter/5/Underlagsdokument_LMS.pdf [Lest 6. februar 2013]
- Utdanningsdirektoratet (2012) *Søkere til videregående opplæring skoleåret 2012-2013* [Internett] Tilgjengelig <http://www.udir.no/Tilstand/Analyser-og-statistikk/vgo/Sokere-inntak-og-formidling1/Sokere-til-videregaende-opplaring-skolearet-2012-2013/> [Lest 12. mars 2013]
- Utdanningsdirektoratet GSI-tall (2012) *GSI-tall 2012/2013* [Internett] Tilgjengelig <http://www.udir.no/Tilstand/Analyser-og-statistikk/Grunnskolen/GSI-tall/GSI-tall-20122013/> [Lest 12. mars 2013]
- Wagner E. (2009) *When Publishers Buy LMS Companies* [Internett] Tilgjengelig fra: http://elearningroadtrip.typepad.com/elearning_roadtrip/2009/10/when-publishers-buy-lms-companies.html [Lest 29. april 2013]
- Webfronter (2013) *Om Fronter* [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://webfronter.com/fronter3/no/mnu5.shtml> [Lest 2. februar 2013]
- Weller, M. (2007) *The Ed Techie* Tilgjengelig fra: http://nogoodreason.typepad.co.uk/no_good_reason/2007/11/the-vlelms-is-d.html [Lest 1. mai 2013].

Årsrapporter

- Itslearning AS 2011
- Itslearning AS 2010
- Itslearning AS 2009
- Itslearning AS 2008
- Itslearning AS 2007
- Blackboard 10-K 2010
- Blackboard 10-K 2009
- Blackboard 10-K 2008
- Fronter Årsregnskap 2011 (andre års regnskapstall hentet fra Proff.no)
- Pearson Annual Report and Accounts 2011

Forelesninger

- BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse: Forelesning 6 - Høst 2012, slide 9. Analyse og justering av målefeil.
- BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse: Forelesning 13 - Høst 2012, slide 75. Bruk av tabell i rating.
- BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse: Forelesning 14 - Høst 2012, slide 46. LRP og KRP.
- BUS424 - Strategisk regnskapsanalyse: Forelesning 15 - Høst 2012, slide 50. Tabell over kredittrisikopremie.

Andre kilder

- Intervju med Kurt Pedersen, Assisterende Direktør ved Norges Handelshøyskole (2013)
- Intervju med Arne Bergby, Medgrunnlegger av og Administrerende Direktør i Itslearning (2013)