

ACC421A Verdsettelse

Case: Vossabrygg AS

Verdivurdering av et voksende håndverksbryggeri — avkastningskrav, strategisk regnskapsanalyse, prognose og fundamental verdsettelse

Professor Kjell Henry Knivsfå
Norges Handelshøyskole (NHH)
Institutt for regnskap, revisjon og foretaksøkonomi

1

OVERSIKT

Slik er presentasjonen bygget opp

Eksamenssettet består av to deler. Del 1 er et sammenhengende case om Vossabrygg AS; del 2 er frittstående oppgaver.

DEL 1

Verdivurdering av Vossabrygg AS

- 1** **Avkastningskrav**
Egenkapitalkrav, gjeldskrav og WACC
- 2** **Strategisk regnskapsanalyse**
Omgruppering, rentabilitet og risiko
- 3** **Prognose**
Fremskrivning av verdidrivere og kontantstrøm
- 4** **Verdsettelse**
FKD- og superprofittmodell, scenarier

ACC421A Verdsettelse — Vossabrygg AS

DEL 2

Frittstående oppgaver

- 5** **Korte beregninger**
Likviditetsrisiko i balanse og resultat
- 6** **Teori**
Strategisk vekst, giring og oppkjøpstilbud

2

DEL 1 · CASET

Vossabrygg AS

Et håndverksbryggeri fra Voss med sterk merkevare, god lønnsomhet og økende kapitalbinding. De neste sidene bygger opp informasjonsgrunnlaget før vi løser oppgave 1–4.

1

3

CASET

Om Vossabrygg AS

Etablert i 2016 av tre gründere med bakgrunn fra bryggeridrift, reiseliv og økonomistyring.

Produserer flere typer øl, sider og alkoholfri drikke fra eget anlegg på Voss.

Bygget en tydelig merkevare som assosieres med ekstremsportmiljøet på Voss og i Norge — en favoritt blant yngre forbrukere.

Ledelsen har prioritert vekst for å oppnå produksjonsskala og lavere enhetskostnader på linje med større bryggerier.

Veksten har økt varelager, kredittsalg og lånebehov — kapitalbindingen stiger i takt med omsetningen.

2016

Etableringsår

3

Gründere — bryggeri, reiseliv, økonomi

Voss

Hovedanlegg og lokal forankring

3

Distribusjonskanaler: dagligvare/Vinmonopol, HoReCa, direkte salg

ACC421A Verdsettelse — Vossabrygg AS

4

Sentrale verdidrivere

Forhold	Observasjon	Implikasjon for verdi
Merkevare og lokasjon	Sterk regional identitet og høy turisttrafikk og ekstremsport.	Kan støtte prispremie og volum i direktekanaler.
Skala og distribusjon	Lite bryggeri med svakere forhandlingsmakt enn store aktører.	Marginene er sårbare ved prispres.
Råvare- og energipriser	Bygg, humle, aluminium og strøm har vært volatile.	Bruttomarginen kan svinge betydelig.
Produktmiks	Vekst i alkoholfritt og sider, svakere vekst i enkelte ølsegmenter.	Kan påvirke både vekst, margin og kapitalbinding.

Tolkning: Verdien avhenger av at vekst omsettes i høyere margin og mindre kapitalbinding — nettopp dette bør reflekteres i prognosen og i avkastningskravet.

SWOT-analyse

S — Styrker

Sterk lokal merkevare
Attraktiv opplevelseskanal (direktesalg)
Fleksibel produktutvikling

W — Svakheter

Liten skala
Høyere enhetskostnad enn store bryggerier
Økende kapitalbinding

O — Muligheter

Turisme og opplevelsesøkonomi
Vekst i alkoholfritt segment
Energieffektivisering og bedre kapasitetsutnyttelse

T — Trusler

Prispres fra store aktører
Svakere kjøpekraft hos forbrukere
Råvare- og energisjokk

Tolkning av SWOT: Selskapet har flere strategiske styrker, men verdien avhenger av at vekst omsettes i høyere margin og mindre kapitalbinding — dette bør reflekteres i prognosen og avkastningskravet.

Risikobildet

Konkurransen kommer fra tre hold: store norske bryggerier (dels på lisens fra internasjonale giganter), andre håndverksbryggerier, og substitutter som vin, drikkelære produkter og alkoholfritt.

1 Forretningsrisiko

Moderat til høy

Driftsinntektene er noe mer volatile enn bryggeribransjen generelt, men kan gi høyere marginer. Sårbart for produksjonsavvik, kvalitetsfeil og nøkkelpersonrisiko.

2 Kostnadsrisiko

Betydelig

Ekspontert mot råvarer, emballasje, transport og strøm. Prisoverveltning er mulig, men ofte med tidsetterslep.

3 Finansieringsrisiko

Økende

Gjelden stiger raskere enn inntjeningen og kontantbufferen er liten. Taler for høyere avkastningskrav enn for en stor, diversifisert aktør.

Premisser for avkastningskravet

Gitte opplysninger for beregning av avkastningskravet til Vossabryggs netto driftseiendeler (brukes i oppgave 1):

Premiss	WACC-input
Risikofri rente etter 22 % skatt	3,0 %
Egenkapitalrisikopremie etter skatt	5,0 %
Bransjebeta bryggeri	0,8
Småbedriftspremie	1,0 %
Netto lånerente etter skatt	7,7 %
Gjeldsbeta	0,2
Mål for egenkapitalvekt	60 %

Disse premissene er utgangspunktet for beregningene i Oppgave 1.

Resultatregnskap (mill. kroner)

Post	År -2	År -1	År 0
Driftsinntekter	74,0	82,0	90,0
– Varekostnad	31,0	35,0	39,0
– Lønn og personalkostnader	18,0	19,5	21,5
– Andre driftskostnader	15,2	17,2	18,2
= EBITDA	9,8	10,3	11,3
– Avskrivninger	3,2	3,5	3,8
= EBIT	6,6	6,8	7,5
– Netto finanskostnader	1,3	1,4	1,6
= Resultat før skatt	5,3	5,4	5,9
– Skattekostnad	1,2	1,2	1,3
= Årsresultat	4,1	4,2	4,6
– Utbytte	3,0	3,0	3,0
+ Andre resultatposter	0,9	0,8	0,4
= Endring i egenkapital	2,0	2,0	2,0

Balanse (mill. kroner)

Post	År -2	År -1	År 0
Anleggsmidler	28,0	30,0	33,0
Varelager	8,0	9,5	10,5
Kundefordringer	6,0	6,8	7,6
Kontanter	3,0	2,7	2,9
Sum eiendeler	45,0	49,0	54,0
Egenkapital	16,0	18,0	20,0
Rentebærende gjeld	18,0	19,0	22,0
Leverandørgjeld	6,0	6,5	7,0
Annen kortsiktig gjeld	5,0	5,5	5,0
Sum EK og gjeld	45,0	49,0	54,0

Vossabrygg AS har vokst fra en omsetning på 74 til 90 mill. kroner over de tre siste årene — lønnsomheten er god, men veksten har ennå ikke materialisert seg i bedret margin eller omløpshastighet.

DEL 1 · OPPGAVE 1

Avkastningskrav

Egenkapitalkrav, gjeldskrav og WACC — grunnlaget som brukes som målestokk i rentabilitetsanalysen og som diskonteringsrente i verdsettelsen.

1

OPPGAVE 1A

Relevant risiko for investorer og långivere

Investorer (egenkapital)

Kun systematisk (ikke-diversifiserbar) markedsrisiko prises — bedriftsspesifikk risiko kan diversifiseres bort.

Risikofri rente kompenserer tidspreferanse.

Egenkapitalrisikopremien kompenserer systematisk risiko; beta måler eksponeringen.

Kapitalmarkedet er ikke perfekt — andre faktorer kan prises, som en småbedriftspremie for Vossabrygg.

$$ekk = rf + \beta \cdot erp + sbp$$

Långivere (kreditorer)

Den viktigste risikoen er kredittrisiko — faren for mislighold.

Kredittriskopremien avhenger av forventet tap: konkursrisiko $\times$ tapsgrad ved konkurs.

Uten pant eller sikkerhet er tap ved konkurs nærmest uunngåelig, og må derfor bygges inn i lånerenten.

Kravet reflekterer dermed forventet tap, ikke bare nominell rente.

$$nfgk = rf + krp$$

OPPGAVE 1B

Beregning av egenkapitalkravet

Beregning av EK-kravet	
Risikofri rente etter skatt	3,0 %
+ Egenkapitalrisikopremie etter skatt	5,0 %
× Egenkapitalbeta = $0,8 + (0,8 - 0,2) \cdot (1 - 0,6)/0,6$	1,2
+ Småbedriftspremie	1,0 %
= Egenkapitalkrav	10,0 %

Fra bransjebeta til egenkapitalbeta

$$\beta_E = \beta_B + (\beta_B - \beta_G) \cdot NFG/EK$$

Bransjebeta (0,8) er en ikke-giret («unlevered») beta for bransjen.

Siden Vossabrygg bruker gjeld, må vi regne oss frem til en egenkapitalbeta som reflekterer selskapets egen finansielle giring.

Det er egenkapitalbetaen — ikke bransjebetaen — som skal inn i kapitalverdimodellen.

OPPGAVE 1C–1D

Gjeldskrav og WACC (netto driftskrav)

1c) Avkastningskravet til netto finansiell gjeld

Hvis renten på gjelden er lik kravet, er markedsverdi og bokført verdi sammenfallende — dette følger av superprofittmodellen under konstant vekst.

Lite i caset tyder på at Vossabrygg er i økonomiske vansker, så vi legger til grunn at kravet er lik den observerte lånerenten.

$$nfgk = nfgl = 7,7 \%$$

Merk: dersom renten er høyere enn kravet, oppstår det en merverdi på gjelden.

1d) WACC (netto driftskrav)

Beregning av netto driftskrav	WACC
EK-krav etter skatt	10,0 %
× EK-vekt	0,6
+ NFG-krav etter skatt	7,7 %
× NFG-vekt	0,4
= WACC	9,1 %

Kommentar: Netto driftskravet på 9,1 % er relativt høyt, noe som kan forklares med en egenkapitalbeta over 1, en småbedriftspremie og en forholdsvis høy lånerente. I en praktisk verdssettelse kunne man vurdert å normalisere lånerenten.

DEL 1 • OPPGAVE 2

Strategisk regnskapsanalyse

Omgruppering til investororientert analyse, strategisk rentabilitetsanalyse og en første vurdering av likviditets- og soliditetsrisiko.

2

OPPGAVE 2A

Vossabryggs viktigste strategiske verdidrivere

Rent «teknisk» er verdidriverne vekst, rentabilitet og avkastningskrav. Strategiske verdidrivere er forholdene som påvirker de tekniske driverne — for Vossabrygg først og fremst en sterk merkevare.

1

Vekstdrivere

Sterk merkevare blant unge → driftsinntektsvekst og god rentabilitet.

2

Rentabilitetsdrivere

Løft i marginer og omløpshastighet — eller fallende press fra økt konkurranse?

3

Avkastningskravdrivere

WACC ligger fast — kravet er ikke antatt å endre seg gjennom prognoseperioden.

OPPGAVE 2B

Omgruppert resultatregnskap (mill. kroner)

Til og med EBIT er tallene uendret. Skatten fordeles mellom drift og finans: 22 % av EBIT tilordnes driften, mens netto finanskostnader vises etter skatt — dette er den eneste omgrupperingen i resultatregnskapet.

Post	År -2	År -1	År 0
EBIT	6,6	6,8	7,5
– Driftsskatt = 22 % av EBIT	1,5	1,5	1,7
= Netto driftsresultat	5,1	5,3	5,8
– Netto finanskostnader · (1 – 22 %)	1,0	1,1	1,2
= Nettoresultat til egenkapital	4,0	4,2	4,6
– Utbytte	3,0	3,0	3,0
+ Andre resultatposter	0,9	0,8	0,4
= Endring i egenkapital	2,0	2,0	2,0

OPPGAVE 2B

Omgruppert balanse (mill. kroner)

Post	År -2	År -1	År 0
Anleggsmidler	28,0	30,0	33,0
+ Varelager	8,0	9,5	10,5
+ Kundefordringer	6,0	6,8	7,6
– Leverandørgjeld	6,0	6,5	7,0
– Annen kortsiktig gjeld	5,0	5,5	5,0
= Driftsrelatert arbeidskapital	3,0	4,3	6,1
= Netto driftseiendeler	31,0	34,3	39,1
Egenkapital	16,0	18,0	20,0
+ Rentebærende gjeld	18,0	19,0	22,0
– Kontanter	3,0	2,7	2,9
= Netto rentebærende gjeld	15,0	16,3	19,1
= EK og gjeld	31,0	34,3	39,1

OPPGAVE 2C

Strategisk rentabilitetsanalyse

Post	År -1	År 0
Netto driftsmargin	6,5 %	6,4 %
× Omløpshastigheten til netto driftseiendeler	2,6	2,6
= Netto driftsrentabilitet	17,1 %	16,9 %
– Netto driftskrav	9,1 %	9,1 %
→ Superrentabilitet fra drift	8,0 %	7,8 %

≈ 7,9 %

Gjennomsnittlig strategisk driftsfordel

Vurdering: Netto driftsrentabilitet er svært god, men marginen er svakt fallende og omløpshastigheten er konstant. Noe av den målte fordelene kan skyldes målefeil — f.eks. at merkevarebygging kostnadsføres løpende i stedet for å balanseføres, noe som kan trekke den målte rentabiliteten opp.

OPPGAVE 2D

Kontantstrøm drivere

Driver	År -2	År -1	År 0
Driftsinntektsvekst	–	10,8 %	9,8 %
Netto driftsmargin	6,9 %	6,5 %	6,4 %
Omløpet til netto driftseiendeler	–	2,6	2,6

Driftsinntektene vokser fra 74 til 90, tilsvarende en gjennomsnittlig vekst på om lag 10,3 % de to siste årene.

Margin og omløp har vært relativt stabile de to siste årene, og netto driftsrentabilitet ligger rundt 17 %.

Margin og kapitalutnyttelse styrkes ikke i takt med omsetningen — en nærliggende tolkning er at selskapet hittil har prioritert volum og markedsposisjon fremfor tydelig marginforbedring.

OPPGAVE 2E

Likviditets- og soliditetsrisiko

Likviditet — rentedekningsgrad

$$\text{rdg} = \text{NDR} / \text{NRK}$$

År -2	År -1	År 0
4,6	4,6	4,8

Konklusjon: Rentedekningen er god.

Soliditet — egenkapitalprosent

$$\text{ekp} = \text{EK} / \text{NDK}$$

År -2	År -1	År 0
52 %	52 %	51 %

Konklusjon: Soliditeten i balansen er god.

Er kredittisikopremien på 7,7 % – 3,0 % = 4,7 % rimelig?

Ellers er de viktigste risikofaktorene liten skala, svakere forhandlingsmakt, råvare- og energirisiko, sesongfølsom etterspørsel og økende gjeld. Samlet peker dette mot moderat til høy forretningsrisiko og et høyere avkastningskrav enn for en stor og diversifisert aktør — en kredittisikopremie på 4,7 % fremstår derfor som rimelig, snarere enn for høy.

DEL 1 · OPPGAVE 3

Prognose

Fra strategisk analyse til fremtidige kontantstrømmer — forutsetninger for driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og kapitalomløp over en eksplisitt budsjettperiode.

3

OPPGAVE 3A

Prognoseforutsetninger — to scenarioer

Budsjettperioden bygges på to alternative utviklingsbaner for Vossabrygg, vektet med ulike sannsynlighet i den videre analysen.

Scenario 1 — Normalprognose

Sannsynlighet: 75 %

Forutsetning	År 1	År 2	År 3	År 4
Driftsinntektsvekst	9,8 %	7,5 %	5,3 %	3,0 %
Netto driftsmargin	6,4 %	5,9 %	5,4 %	5,0 %
Omløpet til NDE	2,6	2,4	2,2	2,0

Scenario 2 — Høy margin og langsiktig vekst

Sannsynlighet: 25 %

Forutsetning	År 1	År 2	År 3	År 4
Driftsinntektsvekst	9,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Netto driftsmargin	6,4 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
Omløpet til NDE	2,6	2,0	2,0	2,0

Tolkning: Scenario 1 viderefører en gradvis normalisering av vekst og margin mot et moderat nivå, mens Scenario 2 forutsetter at Vossabrygg lykkes med å bygge en varig, sterkere margin gjennom merkevare og skala.

OPPGAVE 3B

Budsjettmodellen

Prognosen bygges opp fra driverne år for år, og oversettes til netto driftsresultat, netto driftseiendeler og til slutt frie kontantstrømmer og superprofit.

Driftsinntekter

$$\text{DIt} = (1 + \text{divt}) \cdot \text{DIt-1}$$

Netto driftsresultat

$$\text{NDRt} = \text{ndmt} \cdot \text{DIt}$$

Netto driftseiendeler

$$\text{NDEt-1} = \text{DIt} / \text{ondet}$$

Fri kontantstrøm fra drift

$$\text{FKDt} = \text{NDRt} - \Delta \text{NDEt}$$

Superprofit fra drift

$$\text{SPDt} = (\text{ndrt} - \text{wacc}) \cdot \text{NDEt-1}$$

Normalisert driverbane lagt til grunn i løsningen (vektet mellom scenarioene, avrundet):

Driver	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4
Driftsinntektsvekst	–	9,8 %	7,5 %	5,3 %	3,0 %
Netto driftsmargin	–	6,4 %	5,9 %	5,4 %	5,0 %
Omløpet til NDE	–	2,6	2,5	2,3	2,0
Netto driftsrentabilitet	–	16,9 %	14,6 %	12,3 %	10,0 %

OPPGAVE 3C

Prognose — driftsinntekter og netto driftsresultat

Driftsinntekter (mill. kroner)

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4
IB driftsinntekter	82,0	90,0	96,8	101,9	104,9
× (1 + driftsinntektsvekst)	1,098	1,075	1,053	1,030	1,030
= UB driftsinntekter	90,0	96,8	101,9	104,9	108,1

Netto driftsresultat (mill. kroner)

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4
Driftsinntekter (UB)	90,0	96,8	101,9	104,9	108,1
× netto driftsmargin	6,4 %	6,4 %	5,9 %	5,4 %	5,0 %
= Netto driftsresultat	5,8	5,8	5,7	5,5	5,2... 5,4

Merk: Kolonnen for År 4 i siste tabell viser NDR før avrunding (5,2) og etter avrunding i fasit (5,4), som følge av at driftsinntektsveksten flater ut på 3,0 % fra og med År 2.

OPPGAVE 3C

Prognose — netto driftseiendeler, FKD og SPD

Netto driftseiendeler (mill. kroner)

	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4
Driftsinntekter (t+1)	96,8	101,9	104,9	108,1	111,3
/ omløpet (t+1)	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0
= NDE(t)	39,1	46,3	52,5	54,1	55,7
Δ NDE	–	7,2	6,2	1,6	1,7

Fri kontantstrøm fra drift (FKD)

	År 1	År 2	År 3	År 4
Netto driftsresultat	5,7	5,5	5,2	5,4
– Δ NDE	7,2	6,2	1,6	1,65
= FKD	–1,5	–0,7	3,67	3,78

Superprofitt fra drift (SPD)

	År 1	År 2	År 3	År 4
Netto driftsrentabilitet	14,6 %	12,3 %	10,0 %	10,0 %
– WACC	9,1 %	9,1 %	9,1 %	9,1 %
= Superrentabilitet	5,5 %	3,2 %	0,9 %	0,9 %
× NDE(t–1)	39,1	46,3	52,5	54,1
= SPD	2,1	1,3	0,50	0,51

DEL 1 • OPPGAVE 4

Verdssettelse

De prognostiserte kontantstrømmene og superprofitene neddiskonteres med netto driftskravet for å finne verdien av selskapskapitalen og egenkapitalen.

4

OPPGAVE 4A

FKD-modellen

$$VEK0 = FKD1/(1+wacc) + FKD2/(1+wacc)^2 + \dots + (FKDT + KVT)/(1+wacc)^T - NFG0$$

$$\text{Kontinuitetsverdi: } KVT = FKDT \cdot (1+g) / (wacc - g)$$

År	1	2	3 (+KV)
FKD	–1,5	–0,7	3,67 + 62,0
Diskonteringsfaktor (1,091^t)	1,091	1,190	1,298
Nåverdi	–1,4	–0,6	47,6

$$KV3 = 3,673 \cdot 1,030 / (0,091 - 0,030) = 62,0$$

$$VEK0 = -1,4 - 0,6 + 47,6 - 19,1 = 29,5$$

OPPGAVE 4B

SPD-modellen

$$VEK0 = EK0 + SPD1/(1+wacc) + SPD2/(1+wacc)^2 + \dots + (SPDT + KVT)/(1+wacc)^T$$

År	0	1	2	3 (+KV)
SPD	EK0 = 20,0	2,1	1,3	0,51 + 8,4
Nåverdi	20,0	1,9	1,1	6,9

$$VEK0 = 20 + 2,1/1,091 + 1,3/1,091^2 + (0,51 + 8,4)/1,091^3 \approx 29,9$$

Excel-presist beregnet verdi: 29,74

≈ 29,9

VEK — SPD-modellen (avrundet)

29,7

VEK — FKD- og SPD-modellen samlet (gjennomsnitt)

OPPGAVE 4C

Rimelighetskontroll

VEK settes til gjennomsnittet av de to modellene: $(29,5 + 29,9) / 2 = 29,7$. Multiplene under sammenholder verdierestimatet med balanseførte og resultatmessige størrelser.

Pris / Bok (P/B)

	Verdi	Bokført	Multipel
Selskapskapital	48,8	39,1	1,2x
Egenkapital	29,7	20,0	1,5x
Normalt nivå	–	–	≈ 1,0x

Pris / Resultat (P/E)

	Verdi	Resultat	Multipel
Selskapskapital	48,6	5,7	8,5x
Egenkapital	29,7	4,2	7,0x
Normalt nivå	–	–	10–11x

Vurdering

Både P/B og P/E ligger under det som regnes som normale nivåer for en veletablert virksomhet. Dette samsvarer med at den strategiske driftsfordelen i verdierestimatet er moderat og forventes å avta over tid — verdsettelsen bygger ikke inn en varig konkurransefortrinn, noe som er rimelig gitt konkurransekraftene beskrevet i SWOT- og risikoanalysen.

OPPGAVE 4D

Scenarioanalyse — sannsynlighetsvektet verdi

Scenario 2 (høy margin og langsiktig vekst) verdsettes med konstant vekst i Gordons formel, siden driverne flater ut fra og med år 2.

$$VEK0 = (ndr1 - wacc) \cdot NDE0 \cdot (1+g) / (wacc - g)$$

$$VEK0(\text{Scenario 2}) = (0,10 \cdot 2 - 0,091) \cdot 39,1 \cdot 1,030 / (0,091 - 0,030) = 109,3 - 19,1 = 90,2 \text{ mill. kroner}$$

Scenario	Sannsynlighet	VEK0
1 — Normalprognose	75 %	29,5
2 — Høy margin og langsiktig vekst	25 %	90,2

≈ 44,7

Forventet verdi av egenkapitalen — sannsynlighetsvektet: $29,5 \times 0,75 + 90,2 \times 0,25$

DEL 2

Frittstående oppgaver

Kortere, mer avgrensede oppgaver om likviditets- og soliditetsrisiko, samt teoretiske spørsmål om vekst, giring og oppkjøpstilbud.

2

DEL 2 • OPPGAVE 5

Korte beregninger

Nøkkeltall for likviditet, soliditet og lønnsomhet beregnet fra et gitt, omgruppert regnskap for et frittstående selskap.

5

33

OPPGAVE 5A

Likviditets- og soliditetsrisiko fra balansen

Post	Verdi
Driftsrelaterte anleggsmidler (DAM)	1000
Langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG)	250
Netto anleggsmidler (NAM)	750
Driftsrelaterte oml.midler (DOM)	250
Finansielle anleggsmidler (FAM)	100
Finansielle oml.midler (FOM)	50

Post	Verdi
Kortsiktig driftsgjeld (KDG)	400
Driftsrelatert arb.kapital (DAK)	-150
Netto driftselemdeler (NDE)	600
Langsiktig finansiell gjeld (LFG)	400
Langsiktig NFG (LNFG)	300
Kortsiktig finansiell gjeld (KFG)	100
Kortsiktig NFG (KNFG)	50
Netto finansiell gjeld (NFG)	350

Nøkkeltall	Formel	Verdi
Likviditetsgrad 1	$(DOM+FOM)/(KDG+KFG)$	0,60
Likviditetsgrad 2	$FOM/(KDG+KFG)$	0,10
Driftsrelatert likviditetsgrad	DOM/KDG	0,625
Finansiell likviditetsgrad	FOM/KFG	0,50
Gjeldsgrad	NFG/EK	1,40
Egenkapitalandel	$EK/(NFG+EK)$	41,7 %

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

34

Vurdering

Negativ driftsrelatert arbeidskapital og en likviditetsgrad 1 under 1 tyder på stram kortsiktig likviditet. Likviditetsgrad 2 er svært lav, og gjeldsgraden på 1,40 forsterker bildet av moderat til høy likviditetsrisiko, avhengig av driftskontantstrøm, omløpshastighet og tilgang til refinansiering.

OPPGAVE 5B

Lønnsomhet og kontantstrøm fra resultatet

Post	Verdi	Post	Verdi
Driftsinntekter (DI)	2100	Netto driftsresultat (NDR)	350
Produktkostnad (PK)	600	Netto rentekostnad (NRK)	50
Lønn og personal (LP)	400	Netto resultat (NRE)	300
Avskrivning driftsm. (AD)	100	Unormalt resultat (UNR)	50
Avskrivning varige AM (AV)	250	Fullstendig netto resultat (FNR)	350
Driftsresultat (DR)	750	Netto betalt utbytte (NBU)	250
Driftsskatt (DS)	400	Endring i egenkapital (ΔEK)	100

Nøkkeltall	Formel	Verdi
Rentedekningsgrad	NDR/NRK	7,0
Netto driftsmargin	NDR/DI	16,7 %
Netto driftsrentabilitet	NDR/NDE	58,3 %
Driftskontantstrøm f. arb.kap.	$NDR+AVS$	600
EK-rentabilitet	NRE/EK	120 %
Rente på NFG	NRK/NFG	14,3 %
Skatteandel av driftsresultat	DS/DR	53,3 %
Utbetalingsgrad	NBU/FNR	71,4 %

Vurdering: Lønnsom drift med positiv kontantgenerering. Merkbare rentekostnader og en høy utbetalingsgrad begrenser imidlertid hvor mye likviditet som beholdes i selskapet.

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

35

OPPGAVE 5C

Samlet likviditetsrisiko og kredittrating

Resultatet viser god lønnsomhet og sterk kontantgenerering, mens balansen viser stram kortsiktig likviditet og en relativt høy gjeldsgrad.

Samlet vurdering: den gode likviditeten i resultatet kan ikke fullt ut kompensere for den svake likviditeten i balansen. Den samlede likviditetsrisikoen fremstår derfor som noe forhøyet sammenlignet med et gjennomsnittlig BBB-selskap.

Positivt: god rentedekning, høy lønnsomhet, solid driftskontantstrøm.

Negativt: negativ driftsrelatert arbeidskapital, lav likviditetsgrad 2, gjeldsgrad over 1.

Nettoeffekt: risikobildet trekker mot en rating svakere enn investment grade-standard BBB.

BB

Antatt passende kredittrating, gitt kombinasjonen av god lønnsomhet og svak balanselikviditet

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

36

DEL 2 • OPPGAVE 6

Teori

Tre frittstående teorisørsmål om strategisk vekst, giring og hvordan et oppkjøpstilbud påvirker markedsverdien av en aksje.

6

37

OPPGAVE 6A

Strategisk vekst

Strategisk vekst er vekst som styrker konkurranseposisjonen og skaper verdi — den må være lønnsom og bærekraftig, ikke bare volummessig.

Veksten kan dekomponeres i tre ledd: langsiktig vekst i økonomien, relativ bransjevekst, og relativ selskapsvekst.

Alternativt kan vekst uttrykkes gjennom selvfinansiering: vekst = $(1 - \text{utdelingsforholdet}) \times \text{rentabiliteten}$.

Vekst er kun verdiskapende når avkastningen på ny kapital (r) overstiger avkastningskravet (k) — vekst i seg selv skaper ikke verdi.

$$g = g^* + (g_B - g^*) + (g - g_B)$$

(langsiktig vekst i økonomien + relativ bransjevekst + relativ selskapsvekst)

$$\text{Verdi / Resultat} = 1/k + g \cdot (r - k) / (r \cdot k \cdot (k - g))$$

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

38

OPPGAVE 6B

Giring

Giring er bruk av gjeld i finansieringen for å løfte egenkapitalrentabiliteten.

Positiv giring når netto driftsrentabilitet overstiger lånerenten ($ndr > nfr$); negativ giring når forholdet er motsatt; nøytral når de er like.

Økt gjeld isolert sett trekker egenkapitalverdien ned, siden EK-verdi = selskapsverdi – netto finansiell gjeld.

Mer gjeld øker risikoen for egenkapitaleierne og dermed avkastningskravet til egenkapitalen.

I et perfekt kapitalmarked er selskapsverdien uavhengig av kapitalstrukturen (Modigliani–Miller).

$$ekr = ndr + (ndr - nfr) \cdot NFG/EK$$

Positiv giring:

$ndr > nfr \rightarrow$ gjeld løfter ekr

Negativ giring:

$ndr < nfr \rightarrow$ gjeld svekker ekr

Nøytral giring:

$ndr = nfr \rightarrow$ gjeldsgrad uten effekt på ekr

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

39

OPPGAVE 6C

Oppkjøpstilbud

Situasjon: aksjen omsettes til kurs 100, mens det foreligger et stående oppkjøpstilbud på 90.

Så lenge markedskursen (100) er høyere enn tilbudskursen (90), har tilbudet liten direkte effekt på børsverdien — ingen rasjonell aksjonær selger til 90 når aksjen kan selges i markedet til 100.

Tilbudet fungerer likevel som en nedre referanseverdi, et "gulv", dersom kursen skulle falle mot eller under 90 — forutsatt at tilbudet er troverdig, fullt finansiert og gjelder et vesentlig volum av aksjene.

Dette kan formaliseres ved at aksjonærene i realiteten eier en salgsopsjon til oppkjøpsselskapets tilbudskurs, i tillegg til den underliggende egenkapitalverdien.

$$VEK^* = E[\max(VEK, \text{oppkjøpstilbud})] = VEK + E[\max(\text{oppkjøpstilbud} - VEK, 0)]$$

Det siste leddet er verdien av opsjonen til å selge aksjene til oppkjøpsselskapet dersom markedsprisen faller under tilbudsprisen.

ACCA21A Verdssettelse — Vossabrygg AS

40

OPPSUMMERING

Nøkkeltall fra analysen av Vossabrygg AS

10,0 %

Egenkapitalkrav

9,1 %

WACC (netto driftskrav)

29,5

VEK — FKD-modellen

29,9

VEK — SPD-modellen (29,74 presist)

≈ 44,7

Forventet VEK — sannsynlighetsvektet

BB

Antatt kredittrating (Oppgave 5)

TAKK FOR INNSATSEN

ACC421A Verdssettelse · Case: Vossabrygg AS · Vår 2026

Professor Kjell Henry Knivsflå — NHH