



Universitetet
i Stavanger

**HANDELHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon
BØKBAO-1 20H

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE TEMATISKE
RETNING:

Regnskap og finans

TITTEL:

Verdsettelse av Time Gruppen AS

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Time Gruppen AS

Kandidatnr:

7711
.....

Navn:

Amanda Svihus
.....

VEILEDER:

Egil Steinberg

Forord

Denne oppgaven representerer avslutningen på min bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen på Universitetet i Stavanger. Oppgaven er skrevet innen de tematiske retningene regnskap og finans. Jeg fikk tidlig i studie en interesse for finansielle fag, og verdsettelse er et sentralt tema innen finans som jeg ønsket å få en dypere forståelse for. Jeg valgte å verdsette et privat selskap for å fordype meg i hvordan dette gjøres og problemstillingene som er knyttet til dette.

Jeg ønsker å takke veilederen min, Egil Steinberg, som har kommet med gode konstruktive tilbakemeldinger og god hjelp gjennom arbeidet og utfordringer med denne oppgaven. Jeg vil også benytte anledningen til å takke eierne av selskapet for god tilgang til regnskapene.

Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger

9. mai 2021

Amanda Svihus

Sammendrag

Formålet med min bacheloroppgave er å svare på problemstillingen «Hva er verdien av Time Gruppen AS våren 2021?». Time Gruppen eier to driftsselskaper, Time Interiør og Time Aluminium. I oppgaven vil jeg estimere en verdi på egenkapitalen til de to driftsselskapene for å finne et verdiestimat på den totale egenkapitalen i Time Gruppen.

I starten av oppgaven presenterer jeg selskapet og bransjen som selskapet opererer i. Videre tar jeg for meg flere teorier innenfor verdsettelse og går gjennom de ulike verdsettelses metodene, for deretter å beskrive valg av metode. Før jeg estimerer fremtidige kontantstrømmer foretar jeg en strategisk analyse, hvor jeg analyserer makro omgivelsene selskapet står overfor og som kan ha en påvirkning på selskapet. Det blir også gjennomført en regnskapsanalyse hvor jeg ser på ulike nøkkeltall og vurderer selskapenes økonomiske situasjon i dag. Jeg estimerte de fremtidige kontantstrømmene basert på historiske regnskapstall og tok hensyn til informasjonen fra den strategiske analysen. Gjennom oppgaven er historiske regnskapstall for Time Interiør og Time Aluminium hentet fra bedriftenes regnskapsprogram.

Jeg beregnet et foreløpig avkastningskrav ved å bruke bokførteverdier som vekter i wacc for å neddiskontere kontantstrømmene og komme frem til et foreløpig verdiestimat av egenkapitalen. Tilslutt i den fundamentale verdsettelsen gjør jeg en iterativ prosess, hvor jeg bruker den estimerte markedsverdien på egenkapitalen i en beregning av et nytt og mer realistisk avkastningskrav som brukes for å estimere en endelig verdi av egenkapitalen. Etter å ha gjennomført en verdsettelse baser på neddiskonterte kontantstrømmer, foretar jeg en relativ verdsettelse basert på ulike multipler. Ved bruk av denne verdsettelses metoden fikk jeg ulike verdiestimat enn fra den fundamentale verdsettelsen. Til slutt foretar jeg en sensitivitetsanalyse for å teste hvor følsom den estimerte verdien på selskapet er for endringer i ulike faktorer som inngår i den fundamentale verdsettelsen.

I den relative verdsettelsen ble den estimerte verdien av egenkapitalen til Time Gruppen, ved bruk av P/B, på 106 MNOK. Verdien av egenkapitalen jeg fikk ved å bruke metoden fundamental verdsettelsen ble estimert til like i overkant av 107 MNOK, som blir støttet opp av den relative verdsettelsen.

Innholdsfortegnelse

Forord	II
Sammendrag	III
Figur-, Tabell-, og Formel liste	VIII
<i>Figurer</i>	<i>VIII</i>
<i>Tabeller</i>	<i>VIII</i>
<i>Formler</i>	<i>IX</i>
1. Innledning	1
1.1 Valg av tema og oppgave.....	1
1.2 Formål og problemstilling.....	1
2. Presentasjon av Time Gruppen	2
2.1 Om selskapet.....	2
2.2 Historie.....	2
2.3 Organisasjonsstruktur	3
2.4 Visjon og mål.....	4
3. Presentasjon av bransjen	4
3.1 Etterspørsel.....	5
3.2 Konkurransen i bransjen	5
4. Verdsettelsesteori	5
4.1 Diskontert fri kontantstrøm.....	6
4.1.1 Egenkapitalmetoden	6
4.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen	6
4.1.1.2 Avkastningskrav til egenkapitalen	7
4.1.1.3 Terminalverdi	13
4.1.2 Totalkapitalmetoden	14
4.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen.....	14
4.1.2.2 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	15
4.1.2.3 Terminalverdi	17
4.2 Relativ verdsettelse	17
4.2.1 P/E-multippel.....	17
4.2.2 P/B-multippel.....	18
4.2.3 EV/EBITDA	18
4.3 Opsjonsbasert verdsettelse	19
4.4 Valg av metode	19
5. Strategisk analyse	20
5.1 PESTEL-analyse.....	20
5.1.2 Politiske forhold	20

5.1.3 Økonomiske forhold.....	21
5.1.4 Sosiokulturelle forhold.....	21
5.1.5 Teknologiske forhold	21
5.1.6 Samfunns/miljø forhold.....	22
5.1.7 Lovmessige forhold.....	22
5.1.8 Oppsummering PESTEL-analyse	23
5.2 Porter's five forces	23
5.2.1 Konkurrenter i bransjen	24
5.2.2 Nye aktører	25
5.2.3 Kjøpers maktposisjon	25
5.2.4 Leverandørens maktposisjon	26
5.2.5 Trussel om substitusjon.....	27
5.2.6 Oppsummering av Porter's five forces	28
5.3 SWOT Analyse.....	29
6. Regnskapsanalyse.....	30
6.1 Lønnsomhet.....	30
6.1.1 Totalkapitalrentabilitet.....	30
6.1.2 Egenkapitalrentabilitet	32
6.1.3 Driftsmargin	33
6.2 Likviditet.....	35
6.2.1 Likviditetsgrad 1	36
6.2.2 Likviditetsgrad 2.....	37
6.3 Soliditet.....	38
6.3 Oppsummering regnskapsanalyse	39
7. Fremtidige kontantstrømmer	39
7.1 Prognose for driftsinntekter.....	39
7.1.1 Fremtidige inntekter i Time Interiør	40
7.1.2 Fremtidige inntekter i Time Aluminium.....	42
7.2 Kostnader	43
7.2.1 Time Interiør.....	43
7.2.2 Time Aluminium.....	44
7.3 Avskrivninger.....	45
7.3.1 Time Interiør.....	45
7.3.2 Time Aluminium.....	46
7.4 Investeringer	46
7.4.1 Time Interiør.....	47
7.4.2 Time Aluminium.....	48
7.5 Skattesats	48

7.6 Endring i arbeidskapital.....	48
7.6.1 Time Interiør.....	49
7.6.2 Time Aluminium.....	50
7.7 Oppsummering fremtidige kontantstrømmer.....	50
8. Avkastningskrav.....	51
8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	51
8.1.1 Risikofri rente.....	52
8.1.2 Beta.....	52
8.1.3 Markedsrisikopremie.....	55
8.1.4 Avkastningskrav til egenkapitalen.....	55
8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	56
8.2.1 Gjeldskostnad.....	56
8.2.2 Andel av gjeld og egenkapital.....	56
8.2.3 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	57
8.3 Terminalvekst.....	57
9. Verdsettelse.....	58
9.1 Nåverdi av kontantstrømmer.....	58
9.2 Terminalverdi.....	59
9.3 Foreløpig estimert verdi av selskapene.....	59
9.4 Verdiestimering ved en iterativ prosess.....	60
10. Relativ verdsettelse.....	62
10.1 P/E-multippel.....	63
10.2 P/B-multippel.....	64
10.3 EV/EBITDA.....	65
10.4 Oppsummering relativ verdsettelse.....	66
11. Sensitivitetsanalyse.....	67
11.1 Endring i beta.....	67
11.2 Endring i terminalvekst.....	68
11.2 Endring i driftskostnader.....	69
11.3 Oppsummering av sensitivitetsanalyse.....	70
12. Konklusjon.....	71
Referanseliste.....	72
Vedlegg.....	76
Vedlegg 1 – Årsregnskap Time Interiør.....	76
Vedlegg 2 – Årsregnskap Time Aluminium.....	76
Vedlegg 3 – Balanseregnskap Time Interiør.....	77

<i>Vedlegg 4 – Balanseregnskap Time Aluminium</i>	<i>77</i>
<i>Vedlegg 5 – Arbeidskapital Time Interiør</i>	<i>78</i>
<i>Vedlegg 6 – Arbeidskapital Time Aluminium</i>	<i>78</i>

Figur-, Tabell-, og Formel liste

Figurer

Figur 1: Produkt fra Time Interiør og Time Aluminium.....	2
Figur 2: Organisasjonsstruktur.....	3
Figur 3: Porter's five forces, basert på Johnson et al. (2017).....	24
Figur 4: SWOT analyse	29
Figur 5: Driftsmargin 2017-2019, tall for sammenlignbare selskaper er hentet fra årsregnskapet (Proff.no).....	34
Figur 6: Driftsmargin 2017-2019, tall for sammenlignbare selskaper er hentet fra årsregnskapet (Proff.no).....	35
Figur 7: Time Interiørs og Time Aluminiums omsetning fra 2016-2020.....	40

Tabeller

Tabell 1: Fri kontantstrøm til egenkapitalen	7
Tabell 2: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	15
Tabell 3: Oppsummering av Porter's five forces.....	28
Tabell 4: Time Interiørs totalkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	31
Tabell 5: Time Aluminiums Totalkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	31
Tabell 6: Time Interiørs Egenkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	32
Tabell 7: Time Aluminiums Egenkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	33
Tabell 8: Time Interiørs driftsmargin siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet.....	34
Tabell 9: Time Aluminiums driftsmargin siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet	34
Tabell 10: Time Interiørs likviditetsgrad 1 siste 4 år, tall er hentet fra balansen	36
Tabell 11: Time Aluminiums likviditetsgrad 1 siste 4 år, tall er hentet fra balansen.....	36
Tabell 12: Time Interiørs likviditetsgrad 2 siste 4 år, tall er hentet fra balansen	37
Tabell 13: Time Aluminiums likviditetsgrad 2 siste 4 år, tall er hentet fra balansen.....	38
Tabell 14: Time Interiørs og Time Aluminiums egenkapitalprosent siste 4 år, tall er hentet fra balansene	38
Tabell 15: Estimert driftsinntekt 2021-2025 i Time Interiør.....	41
Tabell 16: Estimert driftsinntekt 2021-2025 i Time Aluminium	42
Tabell 17: Driftskostnader 2017-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet.....	43
Tabell 18: Prognose av driftskostnader 2021-2025 i Time Interiør	43
Tabell 19: Driftskostnader 2017-2020 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet.....	44
Tabell 20: Prognose av driftskostnader 2021-2025 i Time Aluminium.....	45
Tabell 21: Avskrivninger 2016-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	45
Tabell 22: Estimerte avskrivninger 2021-2025 i Time Interiør	45

Tabell 23: Avskrivninger 2016-2025 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	46
Tabell 24: Estimerte avskrivninger 2021-2025 i Time Aluminium	46
Tabell 25: Investeringer (CapEx) 2017-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	47
Tabell 26: Estimerte investeringer 2021-2025 i Time Interiør.....	47
Tabell 27: Investeringer (CapEx) 2017-2020 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen	48
Tabell 28: Estimerte investeringer 2021-2025 i Time Aluminium	48
Tabell 29: Arbeidskapital 2016-2019 i Time Interiør, tall er hentet fra balansen	49
Tabell 30: Prognose av arbeidskapital 2021-2025 i Time Interiør.....	49
Tabell 31: Arbeidskapital 2016-2019 i Time Aluminium, tall er hentet fra balansen.....	50
Tabell 32: Prognose av arbeidskapital 2021-2025 i Time Aluminium	50
Tabell 33: Estimerte fremtidige kontantstrømmer for Time Interiør	51
Tabell 34: Estimerte fremtidige kontantstrømmer for Time Aluminium	51
Tabell 35: Gjennomsnittlig unlevered beta	53
Tabell 36: Foreløpig nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Interiør	58
Tabell 37: Foreløpig nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Aluminium.....	59
Tabell 38: Foreløpig verdi av Time Interiør og Time Aluminium.....	60
Tabell 39: Foreløpig verdi av egenkapitalen i Time Gruppen	60
Tabell 40: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Interiør.....	61
Tabell 41: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Aluminium	61
Tabell 42: Ny nåverdi av terminalverdiene for Time Interiør og Time Aluminium	61
Tabell 43: Verdi av Time Interiør og Time Aluminium	62
Tabell 44: Verdi av egenkapitalen i Time Gruppen.....	62
Tabell 45: P/E for sammenlignbare selskaper.....	63
Tabell 46: P/B for sammenlignbare selskaper	64
Tabell 47: EV/EBITDA for sammenlignbare selskaper	65
Tabell 48: Oppsummering markedsverdi av EK i Time Gruppen, basert på relativ verdsettelse	66
Tabell 49: Ulike beta verdier og hvordan de påvirker totalverdien av Time Gruppen.....	67
Tabell 50: Ulik terminalvekst og endring i verdi på totalkapitalen til Time Gruppen	68
Tabell 51: Endring i driftskostnader og hvordan det påvirker verdien på totalkapitalen til Time Interiør.....	69
Tabell 52: Endring i driftskostnader og hvordan det påvirker verdien på totalkapitalen til Time Aluminium	70

Formler

Formel 1: Nåverdi.....	6
Formel 2: CAPM (Kapitalverdi modellen)	7
Formel 3: Regresjonsbeta	10
Formel 4: Brekkstangsformelen.....	11
Formel 5: Unlevered beta	11
Formel 6: Unlevered beta for selskapet	12
Formel 7: Levered beta for selskapet.....	12
Formel 8: Markedets risikopremie.....	13

Formel 9: modell for verdsettelse av aksjer	13
Formel 10: Terminalverdi	14
Formel 11: WACC (Weighted average cost of capital)	15
Formel 12: Gjeldskostnad	16
Formel 13: Rentedeckningsgrad	16
Formel 14: P/E multipl	18
Formel 15: PE ratio for dividende modellen	18
Formel 16: P/B multipl	18
Formel 17: EV/EBITDA multipl	19
Formel 18: Totalkapitalrentabilitet	30
Formel 19: Gjennomsnittlig totalkapital	30
Formel 20: Egenkapitalrentabilitet	32
Formel 21: Driftsmargin	33
Formel 22: Likviditetsgrad 1	36
Formel 23: Likviditetsgrad 2	37
Formel 24: Egenkapitalprosent	38
Formel 25: CapEx (Capital expenditures)	46
Formel 26: Arbeidskapital	49
Formel 27: Markeds beta	54
Formel 28: P/E	63
Formel 29: P/B	64
Formel 30: EV/EBITDA	65

1. Innledning

1.1 Valg av tema og oppgave

Temaet verdsettelse har vært gjennomgått i flere fag ved bachelorgraden i økonomi og administrasjon. Verdsettelse er et spennende tema og innebærer flere fagfelt, som gjør det til en interessant oppgave å skrive om. Jeg skal verdsette Time gruppen AS, et holding selskap som eier to driftsselskaper, Time Interiør AS og Time Aluminium AS. Jeg synes det var en spennende utfordring å verdsette dette selskapet og finne verdien av hele konsernet. Hvordan de to selskapene påvirker den totale verdien er noe som jeg synes er interessant og kommer til å se på i denne oppgaven.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere verdien til Time gruppen AS. Jeg vil finne egenkapitalverdien til Time Interiør, Time Aluminium og deretter Time gruppen, ved bruk av metoder fra verdsettelsesteori og også ta i bruk strategiske analyser som jeg vil ta hensyn til i verdsettelsen. Til slutt vil jeg komme frem til en total verdi for hele konsernet. Problemstillingen blir formulert som følger:

«Hva er verdien av Time Gruppen AS våren 2021?»

2. Presentasjon av Time Gruppen

2.1 Om selskapet

Time Gruppen AS er et holding selskap som eier to driftsselskaper, Time Interiør og Time Aluminium. Begge selskapene holder til på Kvål industriområdet på Ganddal i Sandnes hvor de har sine lager og produksjonslokaler. Time Interiør er en av landets største produsenter av glassvegger og systemvegger, og har gjennom en årrekke utviklet og levert innvendige glassvegger og systemvegger for nærings- og institusjonsbygg, samt offentlige bygg over hele landet. De har levert glassvegger til blant annet Equinor hovedkontor og Arkivenes hus (Time Interiør, u.å.). Time Aluminium har gjennom flere tiår produsert glassfasader, vindu og dører til samme type bygg, primært i Rogaland. Eksempel på prosjekter er Golf Tower og Gaudesete skole (Time Aluminium, u.å.). Nedenfor er bilder på eksempler av produkter levert av Time Interiør og Time Aluminium.



Figur 1: Produkt fra Time Interiør og Time Aluminium

2.2 Historie

Historien til selskapet som i dag er Time Gruppen, startet med oppkjøp av to konkursbo, Ganddal møbel og Time aluminium, i 1990. Frem til Ganddal møbel gikk konkurs, ble selskapet drevet av Byggmester sagan. Time aluminium var et eget selskap som holdt til på Bryne, dette gikk også konkurs i 1990 som følge av finanskrisen på slutten av 80-tallet. Konkursboet til begge selskapene ble oppkjøpt av samme eierne som driver selskapene i

dag, og ble inndelt i to avdelinger med juridisk navn Time Dør og Vindu. Navnet Ganddal møbel ble brukt bevisst videre på grunn av sitt rykte og omdømme. Ganddal Møbel hadde fokus på innredningsarbeid de første årene og startet utvikling og produksjon av dagens produkter gjennom 90-tallet. Frem til 1996 dreiv de med spesialinnredning til næringsbygg før de startet utvikling og produksjon av glassvegg til innvendig bruk i nærings- og institusjonsbygg. Time aluminium er en fasade entreprenør, som produserer dører og vinduer i aluminium. Samme år ble det foretatt første investering av et driftsbygg på Ganddal hvor Time Aluminium flyttet inn i nye lokaler.

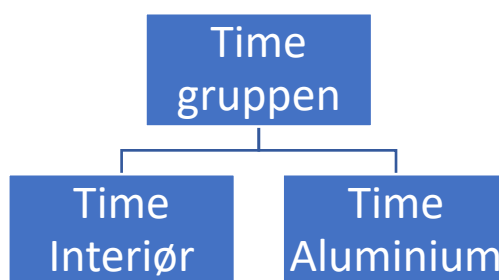
I 2004 ble det gjennomført en fisjon, hvor Time Dør og Vindu skilte ut driftsselskapene til to aksjeselskap, og Ganddal møbel endret da navn til Time Interiør. Samme år ble Time Dør og Vindu endret til TDV holding, som ble eier av de to driftsselskapene.

I 2005 ble driftsselskapet Rollform AS kjøpt opp og ble en del av TDV holding. Gjennom 2000-tallet ble det investert i eiendom lokalisert på Ganddal og Fetsund. I perioden 2004-2020 har det vært en jevn vekst i omsetning for Time Aluminium og Time interiør. TDV holding har hatt god inntjening og mulighet til å investere i selskap i samme bransje slik at markedsandelen økte.

I 2020 ble det foretatt en ny fisjon, to av driftsselskapene ble skilt ut av TDV holding, hvor to av medeierne overtok Time Aluminium og Time Interiør. Disse selskapene ble en del av et nytt holding selskap med navn Time Gruppen AS.

2.3 Organisasjonsstruktur

Figuren under viser organisasjonsstrukturen i konsernet, hvor Time Gruppen eier to driftsselskaper, Time Interiør og Time Aluminium.



Figur 2: Organisasjonsstruktur

2.4 Visjon og mål

Time Gruppen har som mål å videreutvikle og etablere selskaper i samme bransje for å skape muligheter for vekst og øke sin markedsandel. For å sikre mer forutsigbar produksjon har de også mål om å produsere egne råvarer.

Visjonen er å få et mest mulig bærekraftig material bruk og produksjon. Selskapet har høyt fokus på BREEAM-NOR sertifisering, som er Norges mest brukte miljøsertifiseringssystem for nybygg. Sertifiseringen sikrer at alle de viktigste aspektene ved bærekraft er tatt hensyn til, og består av ni kategorier – ledelse, helse- og innemiljø, energi, transport, vann, materialer, avfall, arealbruk og økologi samt forurensning (Byggalliansen, u.å.). Selskapet satser på produksjon med bærekraftig material valg som det stilles mer og mer krav til i bygge bransjen.

3. Presentasjon av bransjen

Time Gruppen opererer i byggebransjen som innebærer alle bedriftene innenfor bygg, anlegg og eiendom. Bransjen er godt utbredt i Norge og bidrar til mange arbeidsplasser og verdiskapning. Aktiviteten i byggebransjen har hatt en god vekst de siste årene.

Produksjonen i byggevirksomheten hadde en produksjonsvekst på 39,5% fra 2010-2019 (Walther-Zhang, 2019). Byggenæringen har bedrifter over hele landet og består av alt i fra små aktører som enkeltpersons foretak til store selskaper som omsetter for flere milliarder kroner. I dag er det nesten 55 000 bedrifter innen bygg- og anleggsvirksomhet i Norge, disse bedriftene har tilsammen nesten 220 000 ansatte, som gjør byggenæringen til den nest største næringen i Norge etter olje og gass og den største distriktsnæringen (Byggenæringens landsforening, u.å.). Byggebransjen er en veldig bred bransje med mange ulike forretningsområder, jeg vil derfor avgrense bransjen som Time Gruppen opererer i til byggevareprodusent, hvor produksjonen består av glass- og systemvegger og produksjon av glassfasader, dører og vinduer.

3.1 Etterspørsel

Time Gruppens etterspørsel drives av hvorvidt nye bygg skal bygges eller eldre bygg skal renoveres. Time Interiørs inntekter kommer i hovedsak fra salg av system- og glassvegger til kontorlokaler som enten skal bygges eller pusses opp. Time Aluminiums salg består av fasader til bygg som utgjør størst del av inntektene. Befolkningen i Norge vokser hvert år, med det vil det alltid være nye skoler og andre institusjoner som skal bygges eller renoveres, og flere arbeidsplasser skapes som fører til bygging av næringsbygg og offentlige bygg. Dette øker etterspørselen for Time Gruppen. Et bygg vil oftere skifte ut sin innredning enn fasade, dette gjør at Time Interiør har et større marked enn Time Aluminium, og derfor høyere etterspørsel.

3.2 Konkurransen i bransjen

Både Time Interiør og Time Aluminium har flere konkurrenter, men begge selskapene er godt etablert i markedet. Time Interiør er en av få produsenter i landet av system- og glassvegger og de største konkurrentene i Norge er Moelven Modus AS og Modulvegger AS, i tillegg til et par konkurrenter i utlandet. I Rogaland er selskapet den eneste produsenten av sitt produkt og har derfor liten konkurranse lokalt. Time Aluminium har færre konkurrenter enn Time Interiør, men også et mindre marked som gjør konkurransen høyere. Selskapets største konkurrent på Vestlandet er Rubicon AS, som også har den høyeste markedsandelen.

4. Verdsettelsesteori

Alle eiendeler og selskaper har en verdi. Det finnes et bredt spekter av metoder og modeller for å verdsette og finne denne verdien. Damodaran har tre hovedtilnærminger til verdsettelse, (1) diskontering av fremtidige kontantstrømmer, (2) relativ verdsettelse og (3) opsjonsbasert verdsettelse. I dette kapitlet skal jeg i hovedsak redegjøre for to av tilnærmingene til verdsettelse som også vil anvendes senere i verdsettelsen av Time Gruppen, men vil også kort nevne hva opsjonsbasert verdsettelse går ut på.

4.1 Diskontert fri kontantstrøm

Diskontert fri kontantstrøm er en fundamental verdsettelse, hvor man finner nåverdien av alle fremtidige forventede kontantstrømmer. Alle eiendeler har en egenverdi (intrinsic value) som er et mål på hva eiendelen er verdt. Denne verdien kan bli estimert basert på fremtidige kontantstrømmer, vekst og risiko, og ved å neddiskontere kontantstrømmene med et valgt avkastningskrav får man en nåverdi (NPV). Når man verdsetter et selskap ved bruk av verdsettelses metoden diskontert fri kontantstrøm har vi en antakelse om at selskapet har en uendelig levetid. For å beregne en nåverdi på en eiendel trenger vi kontantstrømmen, estimert levetid og en diskonteringsfaktor som inneholder et avkastningskrav for eiendelen. Formelen som brukes for å beregne diskontert fri kontantstrøm er vist under:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_n}{(1+r)^t}$$

Formel 1: Nåverdi

NPV = Nåverdi

CF = Kontantstrøm

n = tidspunkt (periode)

r = avkastningskrav

Man kan finne nåverdi av en eiendel eller selskap ved bruk av to metoder, egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, disse skal jeg skal gå mer inn på nå.

4.1.1 Egenkapitalmetoden

4.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

Når man verdsetter ved bruk av egenkapitalmetoden, finner man fri kontantstrøm til egenkapitalen. Dette er kontantstrøm som er tilgjengelig for eierne og som brukes for å finne en estimert verdi på egenkapitalen. Utregning av fri kontantstrøm til egenkapitalen kan gjøres som vist under.

Årsresultat
+ Avskrivninger
- Investeringer
± Endring i arbeidskapital
± Endring i gjeld
= Kontantstrøm til EK

Tabell 1: Fri kontantstrøm til egenkapitalen

4.1.1.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskrav til egenkapitalen, også kalt egenkapitalkostnad, brukes når man skal verdsette et selskap ved bruk av egenkapitalmetoden. Avkastningskravet til egenkapitalen er den avkastningen investorer krever for en investering av sin egenkapital i selskapet, dette avkastningskravet inneholder en kompensasjon for den markeds risikoen en investor tar ved å investere i et selskap (Damodaran, 2012, s. 183). Avkastningskravet blir også brukt som diskonteringsrenten i nåverdi modellen vist i formel 1.

For å beregne et avkastningskrav til egenkapitalen bruker man ofte kapitalverdi modellen (CAPM) for å finne en forventet avkastning. Modellen bygger på 3 komponenter, (1) risikofri rente, (2) beta, et mål på systematisk risiko, dette er risiko som gjelder for hele markedet eller markedssegmentet og kan være endringer i makroøkonomien, finanskriser eller renteendringer, og (3) markedets risikopremie. Forventet avkastning for enhver investering inkluderer risiko, og markedets risiko premie er den ekstra avkastningen man får, i tillegg til den risikofrie renten, som en kompensasjon for denne risikoen. Forventet avkastning vil være høyere jo mer risikabel en investering er. Beta reflekterer kun systematisk risiko, dette betyr at kapitalverdi modellen tar kun hensyn til risiko som ikke kan diversifiseres bort. Beregningen av avkastningskravet er vist i formelen under.

$$r_E = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

Formel 2: CAPM (Kapitalverdi modellen)

r_E = Forventet avkastning til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_i = Beta for investeringen

$(r_m - r_f)$ = Markedets risikopremie

4.1.1.1.1 Risikofrirente

Alle modeller for risiko og avkastning i finans tar utgangspunkt i en rente som investorer kan få på risikofrie investeringer (Damodaran, 2012, s. 154). Dersom vi vet den forventede avkastningen på en investering med sikkerhet, forventet avkastning er lik faktisk avkastning, er dette en risikofri eiendel. Det forutsettes to krav for at en rente skal være risikofri, den ene er at renten ikke kan inneholde misligholds risiko, og det kan ikke være en reinvesterings risiko (Damodaran, 2012, s. 154).

En rente som ikke har misligholds risiko innebærer at långiveren 100% sikkert får pengene tilbake og renter blir betalt på avtalt tidspunkt. De eneste verdipapirene som kan være risikofrie er verdipapirer som er utstedt av staten, dette kan være statsobligasjoner. Alle private utstedere av verdipapirer er altså utelukket, selv de største og veletablerte selskapene har en misligholdsrisiko, alle selskaper kan gå konkurs. Det andre kravet for en risikofri rente er som nevnt at det ikke kan være en reinvesteringsrisiko. Hvis man har investert i en 5-årig statsobligasjon, kan kupongene man mottar på denne obligasjonen reinvesteres til en rente man ikke kan forutse hva vil være. Dermed kan man ikke vite at forventet avkastning vil være lik faktisk avkastning etter 5 år. For å unngå dette bør man finne en statsobligasjon som ikke gir noen renteutbetalinger i løpet av levetiden på obligasjonen.

I verdsettelse er det viktig at tidshorizonten på obligasjonen tilsvarer levetiden på kontantstrømmene. Når man verdsetter et selskap antar man som nevnt tidligere at selskapet har en uendelig levetid, man må derfor finne en lang statsobligasjon med lang tidshorizont, og bruker derfor ofte en 10-årig statsobligasjon.

4.1.1.1.2 Beta

I kapitalverdimodellen er beta et mål på systematisk risiko. Dette er markeds risiko som det ikke er mulig å diversifisere bort og som påvirker alle selskapene i markedet eller et markedssegment. Systematisk risiko kan være konjunkturer, naturkatastrofer og markedsrenter eller politiske forhold. Selv om beta kun måler systematisk risiko, er bedrifter også utsatt for usystematisk risiko. Beta til en investering er den risikoen investeringen gir relativt til en markedsportefølje (Damodaran, 2012, s. 183).

Markedsporteføljen har en beta lik 1, og er den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for alle selskaper. Ved utregning av beta ser man på hvordan markedsverdien av egenkapitalen til et selskap svinger i forhold til verdien av aksjeindeksen/markedsporteføljen og hvordan prosentviseendringer i avkastningen på aksjen samvarierer med avkastningen på markedsporteføljen. En høy egenkapitalkostnad for et selskap i forhold til andre selskaper tilsier at selskapet har høyere systematisk risiko enn andre selskaper, i kapitalverdi modellen er beta den eneste inputen som er bedriftsspesifikk og dermed kan gjøre at et selskap har høyere egenkapitalkostnad enn andre selskaper.

Det er i følge Damodaran tre tilnærminger for å estimere beta, den ene er å finne en regresjonsbeta ved å bruke historiske data på markedspriser for individuelle investeringer, den andre er å estimere beta basert på fundamentale karakteristikker på investeringen, og siste tilnærming er accounting beta (Damodaran, 2012, s. 183). Accounting beta går ut på å estimere risikoen basert på regnskapsdata, denne tilnærmingen er lite brukt og vil heller ikke brukes i oppgaven. Jeg skal nå se nærmere på regresjonsbeta og fundamental beta.

Regresjonsbeta

Man kan finne en historisk beta ved bruk av en regresjonsanalyse, som er en statistisk metode hvor man ser på sammenhengen mellom en uavhengig variabel og en avhengig variabel. I verdsettelse foretar vi en regresjonsanalyse for avkastning på en aksje mot avkastningen på en markedsindeks for å finne en regresjonsbeta for investeringen. Man finner da en sammenheng mellom aksje avkastningen og avkastningen på markedsporteføljen, denne sammenhengen er selskapets beta og et mål på selskapets risiko. Regresjonsbeta regner man ut som vist i formel 3.

$$\text{Regresjonsbeta} = \frac{\text{Kovarians } (r_E, r_m)}{\text{Varians } (m)}$$

Formel 3: Regresjonsbeta

r_E = Selskapets avkastning

r_m = Avkastning på markedsporteføljen

m = Markedsporteføljen

Regresjonsbeta har flere svakheter, blant annet har denne betaen en høy standardfeil. Den vil også reflektere selskapets forretnings mix gjennom regresjonsperioden og ikke den nåværende. I verdsettelse er det viktig å ta hensyn til fremtidige utsikter, og derfor kan det være et problem å bruke en beta basert på historiske data. En annen svakhet ved regresjonsbeta er at den reflekterer selskapets gjennomsnittlige økonomiske innflytelse gjennom perioden og ikke tilstanden i dag. Regresjonsbetaer vil som oftest være påvirket av støy fra markedet eller være skjev på grunn av estimeringsvalg, og vil derfor ikke være et godt estimat på egenkapitalens risiko til selskapet (Damodaran, 2012, s. 193).

Fundamental beta

En annen måte å estimere beta på er å se på det fundamentale i selskapet. Betaen i et selskap er bestemt av tre variabler, (1) hvilken type virksomhet selskaper er eller hvilket forretningsområde selskapet opererer i, (2) grad av markedsrett, og (3) selskapets gjeldsgrad (Damodaran, 2012, s. 193). Beta er som nevnt et mål på selskapets systematiske risiko, som vil si at en høy beta forteller at selskapet er mer sensitive til endringer i markeds forholdene relativt til en markedsportefølje.

Noen selskaper har høyere beta enn andre, selskaper som følger markedet er mer sensitive til markeds forhold, enn selskaper som er salgsstabile og uavhengig av den økonomiske situasjonen i markedet. Sykliske selskaper, som f.eks. selger biler, luksus varer eller flyturer, altså ikke essensielle varer, er forventet å ha en høyere beta enn selskaper som selger nødvendige varer som mat. Grad av markedsrett er definert som forholdet mellom faste og totale kostnader. Et selskap sies å ha høy markedsrett dersom de har høye faste kostnader i forhold til de totale kostnadene. Høy markedsrett vil også føre til at selskapet

kan ha høyere variasjon i driftsinntekter som igjen vil gi en høyere beta. (Damodaran, 2012, s. 194)

Gjeld har som nevnt en påvirkning på betaen til selskapet. Gitt at alt annet er likt, vil en økning i gjeldsgrad øke betaen til egenkapitalen i selskapet (Damodaran, 2012, s. 195). En økning i gjeld har også påvirkning på selskapets egenkapitalrentabilitet. Dersom gjelden i selskapet øker, vil egenkapitalrentabiliteten øke, og dersom gjeldskostnaden er lavere enn total kapitalrentabiliteten som ofte skjer i gode tider, vil dette gi en positiv effekt på egenkapitalrentabiliteten. I dårlige tider vil ofte gjeldskostnaden derimot være høyere enn total kapitalrentabiliteten, høyere gjeld da vil derfor gi en negativ påvirkning på egenkapitalrentabiliteten. Dette kan man se i formelen under.

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} * (ROC - i(1 - t))$$

Formel 4: Brekkstangsformelen (Damodaran, 2012, s. 288)

ROE = Egenkapitalrentabilitet (return on equity)

ROC = Total kapitalrentabilitet (return on capital)

$\frac{D}{E}$ = Gjeldsgrad

i = Gjeldskostnad

Når man skal estimere beta basert på fundamentale faktorer i selskapet, beregner vi en bottom up beta. Man starter da med å identifisere hvilke forretningsområder selskapet opererer i og finner en gjennomsnittlig gjeldspåvirket beta for sammenlignbare selskaper. Deretter må man finne en unlevered beta, altså en gjeldsupåvirket beta, for hvert forretningsområde som kan gjøres med formel 5 (Damodaran, 2012, s. 197).

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) * \frac{D}{E})}$$

Formel 5: Unlevered beta

β_u = Unlevered beta for egenkapitalen

β_L = Levered beta for de sammenlignbare selskapene

$\frac{D}{E}$ = Gjeldsgrad for de sammenlignbare selskapene

Etter man har funnet en unlevered beta for hvert forretningsområde, må man se på vektingen av verdi i de ulike forretningsområdene. Ved å bruke vektingene kan man finne en unlevered bottom up beta for selskapet vist i formel 6, og til slutt finne en levered beta som kan gjøres med formel 7 (Damodaran, 2012, s. 197).

$$\text{Unlevered beta}_{\text{selskap}} = \sum_{j=1}^{j=k} (\text{Unlevered beta}_j * \text{Verdi vekting}_j)$$

Formel 6: Unlevered beta for selskapet

$$\beta_L = \beta_u \left(1 + ((1 - t) * \frac{D}{E}) \right)$$

Formel 7: Levered beta for selskapet

β_L = Levered beta for selskapet

β_u = Unlevered beta for selskapet

4.1.1.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie måler hva investorer i gjennomsnitt krever som en ekstra avkastning for investering i markedsporteføljen relativt til en risikofri investering (Damodaran, 2012, s. 161). Markedsporteføljen er porteføljen som inneholder alle aksjer på markedet og er en veldiversifisert portefølje. Markedets risikopremie beregnes ved å ta differansen mellom forventet avkastning på markedsporteføljen og risikofri rente, dermed har også valg av risikofri rente implikasjoner for hvordan risikopremier er estimert. Det finnes to måter å estimere markedets risikopremie på, den ene er å se på historiske avkastninger, og den andre er å beregne en implisitt risikopremie.

I følge Damodaran estimerer vi vanligvis risikopremien i praksis ved å se på historiske premier opptjent av misligholdsfrie verdipapirer i løpet av en lang periode. Den faktiske avkastningen tjent på aksjer over en lang tidsperiode er estimert og blir sammenlignet med de faktiske avkastningene tjent på misligholdsfrie verdipapirer (Damodaran, 2012, s. 161). Vi finner et gjennomsnitt av avkastningene på de misligholdsfrie verdipapirene og avkastningen tjent på aksjer, ved å bruke geometrisk eller aritmetisk gjennomsnitt. Deretter har man en historisk markedsrisiko premie ved å ta differansen mellom de to avkastningene.

$$\text{Markedets risikopremie} = r_f - r_m$$

Formel 8: Markedets risikopremie

r_f = Risikofri rente

r_m = Avkastning på markedsporteføljen

I følge Damodaran finnes det en annen metode hvor man finner en implisitt risikopremie der man ikke trenger historiske data. Da antar man at markedet er riktig priset og kan bruke følgende modell for verdsetting av aksjer (Damodaran, 2012, s. 172-173)

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Forventet utbytte neste år}}{\text{Avkastningskrav} - \text{Vekstrate}}$$

Formel 9: modell for verdsettelse av aksjer

I denne modellen kjenner vi til 3 av komponentene; verdi, forventet utbytte neste år og vekstraten. Man kan da løse for avkastningskravet, og bruke kapitalverdimodellen til å finne en implisitt risikopremie.

4.1.1.3 Terminalverdi

Vi bruker en terminalverdi for å finne den evige kontantstrømmen etter noen år, siden man ikke kan beregne kontantstrømmer for hvert år i evig tid. Når vi skal beregne en terminalverdi bruker vi en stabil vekstrate og antar at selskapet har en stabil avkastning og varer evig. Det er viktig å huske på at den maksimale veksten ikke kan være høyere enn

veksten i BNP (bruttonasjonalprodukt). Er veksten i selskapet høyere enn veksten i BNP, vil det over tid bli større enn hele økonomien i nasjonen som selskapet er en del av, dette gir ingen mening. Man kan ha høyere vekst enn BNP i en periode, f.eks. i 5 år, men ikke i evig tid.

Det finnes tre ulike måter å finne den terminale verdien, den ene er å finne en likviditetsverdi, den andre er en multiplert tilnærming og den siste og mest brukte er den stabile vekstmodellen (Damodaran, 2012, s. 304-306). I verdsettelsen av Time Gruppen kommer jeg til å bruke den stabile vekstmodellen.

I beregningen av terminalverdien ved bruk av den stabile vekstmodellen, bruker man den siste kontantstrømmen i den perioden man regner egne kontantstrømmer for og multipliserer denne med den stabile vekstraten for å få en kontantstrøm i terminal året. Deretter dividerer man denne kontantstrømmen på avkastningskravet minus den stabile vekstraten. Når man har funnet en terminalverdi må man neddiskontere denne verdien til år 0 får å få en nåverdi. Formelen for terminalverdi er vist under.

$$Terminalverdi = \frac{CF_t * (1 + g)}{r - g}$$

Formel 10: Terminalverdi

CF_t = Kontantstrøm i år t

g = Stabil vekstrate

r = Avkastningskrav

4.1.2 Totalkapitalmetoden

4.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen

Når vi beregner kontantstrøm til totalkapitalen verdsetter man hele selskapet (enterprise value) og finner en total verdi til selskapet. Fri kontantstrøm til totalkapitalen er summen av kontantstrømmene til alle interessenter i selskapet (Damodaran, 2012, s. 380). Ved å verdsette med totalkapitalmetoden starter man med driftsresultat (=EBIT) før skatt i beregningen av kontantstrømmene. Siden vi her verdsetter alle eiendelene i selskapet

trenger vi ikke trekke fra endringer i gjelden i motsetning til egenkapitalmetoden.

Utrekning av fri kontantstrøm til totalkapitalen kan gjøres som vist under.

EBIT
- Skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
± Endring i arbeidskapital
= Kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 2: Fri kontantstrøm til totalkapitalen

4.1.2.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskrav til totalkapitalen, også kalt totalkapitalkostnad, bruker man for å neddiskontere kontantstrømmene for å finne verdien av selskapet. Totalkapitalkostnaden er det samlede avkastningskravet til både gjelden og egenkapitalen (Bøhren & Gjærums, 2016, s. 420). Avkastningskravet til totalkapitalen finner man ved å bruke formel 11, hvor man får en vektet gjennomsnittlig totalkapitalkostnad (WACC).

$$WACC = r_E * \frac{E}{E + D} + r_D * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

Formel 11: WACC (Weighted average cost of capital)

r_E = Egenkapitalkostnad

r_D = Gjeldskostnad

E = Markedsverdi av egenkapitalen

D = Markedsverdi av gjeld

E + D = Markedsverdi av totalkapitalen

t = Skatteprosent

Et selskap kan skaffe kapital gjennom både gjeld og egenkapital, derfor er totalkapitalkostnaden definert som et vektet gjennomsnitt av de to kapitalkildene, som vist i formel 11 (Damodaran, 2012, s. 211).

4.1.3.2 Gjeldskostnad

I følge Damodaran er gjeldskostnaden et mål på nåværende kostnad som et selskap må betale for å låne midler til finansiering av prosjekter, og er bestemt av følgende variabler; risikofri rente, misligholds risiko for selskapet og skattefordelen knyttet til gjeld (Damodaran, 2012, s. 211). Gjeldskostnaden er den renten som selskapet må betale for å låne penger. Man kan bruke risikofri rente og misligholdsrisiko for å beregne en gjeldskostnad, vist i formel 12.

$$\text{Gjeldskostnad} = \text{Risikofrirente} + \text{Misligholdsrisiko}$$

Formel 12: Gjeldskostnad

Damodaran har flere måter å finne en gjeldskostnad på. Den enkleste måten er dersom selskapet har utstedt langsiktige obligasjoner som er likvide og handles ofte, da kan avkastningen på disse obligasjonene brukes som gjeldskostnad. Ikke alle selskaper har utestående obligasjoner som ofte handles, men disse selskapene har ofte en rating som man kan bruke for å estimere en gjeldskostnad, hvor man også legger til misligholdsrisiko (Damodaran, 2012, s. 211).

Private og mindre selskaper har sjeldent utstedt obligasjoner og har heller ikke en rating, så da må man bruke andre måter for å finne en gjeldskostnad. Damodaran har to alternativer; nylig lånehistorikk eller å estimere en syntetisk rating. De fleste selskaper som ikke er ratet, låner fremdeles penger i bank eller andre finansielle institusjoner, man kan da se på lånet til selskapet og få et inntrykk av hvilken misligholdsrisiko selskapet har. Det andre alternativet er å estimere en syntetisk rating av selskapet, dette gjøres basert på en rentedekningsgrad (Damodaran, 2012, s. 211-2012). Damodaran har laget en tabell som viser sammenhengen mellom rentedekningsgrad for selskaper i ulike ratingklasser. I tabellen finner man riktig ratingklasse for selskapet og et påslag for misligholdsrisiko som legges til den risikofrie renten, man har da en gjeldskostnad som kan brukes. Utrekning av rentedekningsgrad er vist i formel 13.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Inntjening før renter og skatt}}{\text{Rentekostnader}}$$

Formel 13: Rentedekningsgrad

4.1.2.3 Terminalverdi

Beregning av terminalverdien vil være den samme for både total kapitalmetoden og egen kapitalmetoden som er forklart i kapittel 4.1.1.3. Ved bruk av total kapitalmetoden bruker man den siste kontantstrømmen til total kapitalen i perioden man regner kontantstrømmer for, og som nevnt i kapittel 4.1.1.3 multipliserer man denne med den stabile vekstraten for å få en kontantstrøm i terminal året.

4.2 Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse, verdsettes eiendeler relativt til prisen på lignende eiendeler i markedet. I følge Damodaran er det to komponenter for å gjøre denne metoden for verdsettelse, først standardiserer og konverterer man aksjekurs om til multipler av inntekt og bokførtverdi, deretter finner man sammenlignbare selskaper som disse multiplene sammenlignes med. Det å finne sammenlignbare selskaper er ofte en utfordring, ingen selskaper er identiske, og selskaper innenfor samme bransje kan fortsatt ha ulik risiko, vekst potensial og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453). Det er flere måter å gjøre en relativ verdsettelse på, man kan bruke multipler som P/E, P/B og EV/EBITDA, disse skal jeg gå mer inn på nå.

4.2.1 P/E-multippel

PE multippelen er den mest brukte og kan brukes for å verdsette et selskap relativt til et annet, den kan også brukes av analytikere for å analysere om markedet er under- eller overpriset. En PE som er høyere enn den historiske normen kan indikere at prisen på aksjen er overpriset, og motsatt hvis PE er lavere indikerer dette at prisen kan være underpriset. Selv om PE er den mest brukte, er den også den mest misbrukte og kan føre til feil grunnet selskapets finansielle fundament er ofte ignorert (Damodaran, 2012, s. 468). P/E (Price-earnings) ratio viser forholdet mellom prisen per aksjer og overskudd per aksje i en bestemt periode som kan være siste 12 måneder. Perioden bør være nær til i dag og budsjetterte data for neste 12 måneder kan også brukes. Utregning av PE er vist i formel 14.

$$PE = \frac{\textit{Pris per aksje}}{\textit{Overskudd per aksje}}$$

Formel 14: P/E multipl

Et selskap som har høy vekst vil ha en høy PE. Dersom selskapet ikke har behov for å reinvestere kan de betale ut høyere utbytte av overskuddet som vil føre til at PE multiplene øker. Høyere egenkapitalkostnad vil gi en lavere PE, egenkapitalkostnaden kan øke som følge av høyere risiko i selskapet, dermed vil selskaper med høy risiko ha en lav PE. Dette kan vises i formel 15 (Damodaran, 2012, s. 471).

$$PE = \frac{\textit{Payout ratio} * (1 + g)}{r - g}$$

Formel 15: PE ratio for dividende modellen

4.2.2 P/B-multipl

P/B er definert som prisen per aksje dividert med bokførtverdi av egenkapitalen per aksje, dette er vist i formel 16. PB (Price-book) multiplene er av flere grunner nyttig å analysere. Damodaran har tre grunner for å analysere P/B, for det første gir bokverdi et relativt, intuitivt mål på verdi som kan sammenlignes med markedsprisen. Ved sammenligning av P/B med andre firmaer kan den fortelle om selskapet er under- eller overvurdert og selv selskaper med negativt overskudd kan bli vurdert ved bruk av P/B (Damodaran, 2012, s. 511).

$$PB = \frac{\textit{Aksjepris}}{\textit{Bokverdi av egenkapital per aksje}}$$

Formel 16: P/B multipl

4.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplene viser den totale markedsverdien av selskapet, hvor EV (enterprise value) er selskapsverdien og EBITDA på norsk står for inntekt før renter, skatt, nedskrivninger og avskrivninger. I motsetning til P/E og P/B multiplene viser EV/EBITDA

hele verdien av selskapet. I følge Damodaran er det flere fordeler ved å bruke denne multippelen ved relativ verdsettelse. For det først er det få selskaper med negativ EBITDA i forhold til selskaper med negativt overskudd per aksje, forskjeller i avskrivnings metoder i forskjellige selskaper kan forårsake forskjeller i driftsinntekter eller nettoinntekt, men vil ikke påvirke EBITDA, og til slutt EV/EBITDA kan sammenlignes mye lettere med andre selskaper (Damodaran, 2012, s. 500). For å regne ut EV/EBITDA brukes formel 17.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{kotanter}}{EBITDA}$$

Formel 17: EV/EBITDA multipl

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Damodarans tredje hovedtilnærming til verdsettelse er basert på opsjoner. Denne metoden var i utgangspunktet brukt til å verdsette opsjoner, men kan også brukes til å finne verdien av eiendeler som har opsjonslignende funksjoner (Damodaran, 2012, s. 23). Ved å eie en opsjon har du en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge verdipapirer på et tidspunkt, som kalles call opsjoner og put opsjoner.

4.4 Valg av metode

I min verdsettelse av Time Gruppen vil jeg først og fremst gjøre en fundamental verdsettelse ved å bruke modellen diskontert kontantstrøm til totalkapitalen. Siden jeg skal verdsette et privat selskap kan en relativ verdsettelse være utfordrende på bakgrunn av at børsnoterte selskaper har ofte lavere risiko og ulik vekst potensial, de sammenlignbare selskapene har også flere ulike forretningsområder. Derfor ser jeg på fundamental verdsettelse som den beste metoden siden denne tar hensyn til det fundamentale i selskapet, jeg vil derfor legge tyngst vekt på denne metoden. Likevel kommer jeg til å gjøre en relativ verdsettelse for å se om den kan bygge opp under verdivurderingen i den fundamentale verdsettelsen. Time Gruppen er et konsern med to driftsselskaper, hvor begge selskapene driver innenfor forretningsområde byggeproduksjons bransjen. For å finne verdien av konsernet vil jeg først estimere fremtidige kontantstrømmer for de neste 5

årene og deretter beregne en terminalverdi for år 6 og fremover. Kontantstrømmene og terminalverdien vil bli neddiskonteres med et avkastningskrav. For å gjennomføre denne verdsettelsen skal jeg ta utgangspunkt i tidligere årsregnskap som jeg har fått tilsendt fra eierne av selskapet og ta hensyn til informasjonen fra den strategiske analysen. For å finne Time Gruppens verdi på egenkapitalen trekker jeg gjelden fra summen av totalverdien til begge selskapene.

5. Strategisk analyse

Jeg skal nå foreta en strategisk analyse av Time Gruppen, dette innebærer å analysere faktorer som har en påvirkning på selskapet og som er viktige å analysere for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Gjennom analysen vil jeg identifisere selskapets makroomgivelser og deres posisjon i markedet ved å ta i bruk modellene PESTEL-analyse og Porter's five forces.

5.1 PESTEL-analyse

En såkalt PESTEL-analyse kan brukes for å analysere makroomgivelsene som et selskap står overfor, dette inkluderer faktorene politikk, økonomi, sosiokulturelle forhold, teknologi, miljø/samfunn og lover (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér, 2017, s. 34). Jeg skal nå se på hvordan Time Gruppen påvirkes av de ulike faktorene.

5.1.2 Politiske forhold

Politiske forhold i en PESTEL-analyse representerer rollen staten har, eller andre politiske faktorer som har en påvirkning på makroomgivelsene til et selskap (Johnson, et al., 2017, s. 35). Politiske forhold kan påvirke byggebransjen som Time Gruppen opererer i. Selskapet leverer sine produkter til blant annet offentlige bygg over hele landet, og vil derfor ha høyere etterspørsel når staten setter i gang prosjekter som omhandler bygging eller vedlikehold av offentlige bygg eller institusjoner. Staten kan dermed ha stor påvirkning på aktiviteten i byggebransjen og kan bidra med tiltak i nedgangstider. I følge regjeringen.no vil staten trappe opp innsatsen for å få fart på norsk økonomi etter

koronakrisen, dette ved å innføre tiltak for økt aktivitet i bygge- og anleggsbransjen (regjeringen, 2020).

5.1.3 Økonomiske forhold

Makroomgivelsene er også påvirket av økonomiske faktorer som valutakurser, markedsrenter og svingninger i den økonomiske veksten verden over (Johnson, et al., 2017, s. 38). Lavkonjunkturer vil ha en negativ påvirkning på byggebransjen. Prosjekter kan bli satt på vent og flere bedrifter kan ha dårligere likviditet. Dette vil skape en negativ effekt på etterspørselen til Time Gruppen og dermed lavere inntjening. Selskapet selger materialer til andre selskaper i byggebransjen, dersom disse selskapene har dårlig likviditet kan dette føre til tap på fordringer. Time Gruppens leverandører kjøper inn noen materialer fra utlandet, dermed vil endringer i valutakurser ha en liten påvirkning på selskapet. Renteendringer vil ikke ha stor innvirkning på selskapet ettersom Time Gruppen har relativt lite gjeld.

5.1.4 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle faktorer som kan ha påvirkning på etterspørselen og tilbudet til en organisasjon er demografi, distribusjon, geografi og kultur. Sosiokulturelle forhold kan også ha implikasjoner på organisasjonens innovasjonsevne og effektivitet (Johnson, et al., 2017, s. 39-40). Befolkningen i Norge vokser for hvert år, dette betyr nye arbeidsplasser, offentlige bygg som skoler og sykehus skal utvides, dette gir flere byggeprosjekter. Storbyene vokser raskt og flere bygg skal bygges. Dette er faktorer som gir en positiv påvirkning på Time gruppens etterspørsel. Etter koronapandemien som har herjet verden over, er det også en mulighet for at flere arbeidsplasser går bort fra åpent kontorlandskap og over til flere lukkede kontorer. På en annen side kan koronapandemien også ha ført til mer hjemmekontor, som betyr færre kontorlokaler og kan føre til lavere etterspørsel for Time Interiør.

5.1.5 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold er en viktig faktor i makroomgivelsene, dette innebærer blant annet internett, nytt materiale og ny teknologi eller systemer som selskaper kan dra nytte av men

kan også utfordre andre (Johnson, et al., 2017, s. 43). Byggenæringen har de siste ti årene hatt lite teknologisk utvikling og utfordringer knyttet til det å ta i bruk ny teknologi sammenlignet med andre næringer. Teknologit utvikling og digitalisering kan derimot effektivisere produksjon av byggevarer. En fremtid med nye maskiner utstyrt med bedre teknologi til produksjon av byggematerialer kan øke både effektiviteten og produktiviteten til Time Gruppen. Det er viktig for selskapet å benytte seg av teknologiske fremskritt for å ha konkurransefortrinn i markedet. I dag er de fleste selskaper gode på digitalmarkedsføring gjennom både egne nettsider og kanaler på sosiale medier, dette blir sett på som helt nødvendig for å nå ut til kunder i dag. Time Gruppen har lagt lite vekt på markedsføring digitalt og er noe som bør fokuseres mer på for å holde tritt med markedet.

5.1.6 Samfunns/miljø forhold

Byggenæringen har gjennom historien stått for en stor del av samfunnets klimautslipp og miljøpåvirkning (Byggenæringens landsforening, u.å.). I dag er det viktigere enn noen gang med bærekraftig utvikling og befolkningen blir mer og mer bevisst på dette. Byggenæringen må redusere klimagass utslipp og begrense global oppvarming. BREEAM-NOR er Norges eneste metode for sertifisering av bærekraftige bygg (Byggtjeneste, u.å.). Det vil være nødvendig å fokusere på mer miljøvennlig materialbruk og utslippsfri produksjon for å skape godt omdømme og konkurransefordel i markedet nå når vi er inne i det grønne skifte. Samtidig kan dette også øke kostnadene til Time Gruppen.

5.1.7 Lovmessige forhold

Den siste faktoren i PESTEL analysen er forhold som omhandler blant annet lover, regler og reguleringer (Johnson, et al., 2017, s. 45). 1. januar 2020 ble det forbudt å bruke fossil fyringsolje til oppvarming av bygninger for å redusere utslipp av klimagasser (Regjeringen, 2019). Dette har hatt påvirkning på Time Gruppen da det har vært kostnader knyttet til å bytte ut oljefyren med andre oppvarmingsløsninger. Dette handler om økt fokus på å begrense global oppvarming som nevnt i kapittel 5.1.6., og det kan komme flere miljøkrav i fremtiden. Både Time Interiør og Time Aluminium må også forholde seg til lover og regler som blant annet omhandler sikkerhet på arbeidsplassen. I begge selskapene brukes maskiner som omhandler risikofylt arbeid, da stilles det høye krav til sikkerhet. Ifølge byggherreforskriften skal byggherren «sørge for at hensynet til sikkerhet, helse og

arbeidsmiljø på bygge- eller anleggsplassen blir ivaretatt» (Byggherreforskriften, 2009, § 5).

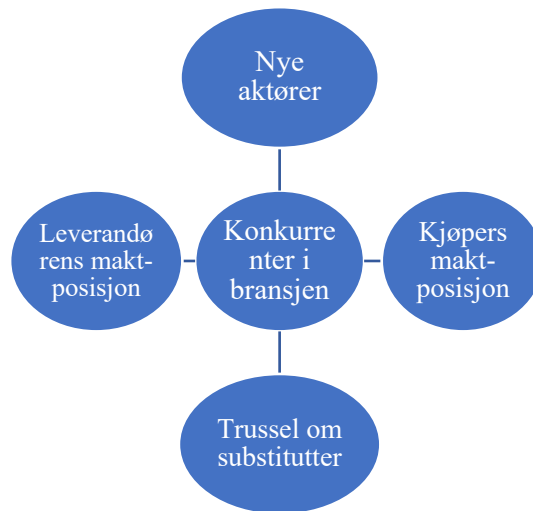
5.1.8 Oppsummering PESTEL-analyse

I PESTEL-analysen har jeg funnet flere faktorer som kan ha påvirkning på Time Gruppen de kommende årene, både muligheter og trusler. De største faktorene som selskapet er påvirket av er politiske forhold og sosiokulturelle forhold. Regjeringen har stor påvirkning på aktiviteten i byggebransjen. Time Gruppen er derfor i høy grad avhengig av staten når det gjelder igangsetting av nye prosjekter som de kan levere produkter til. Storbyene vokser raskt og befolkningen øker, dette kan føre til høy aktivitet i byggebransjen fremover og øke etterspørselen til Time Gruppen. Dette vil gi mulighet for økning i salgsinntekter de kommende årene.

Virkningene fra koronapandemien kan være vanskelig å forutsi. Pandemien har ført til mer hjemmekontor, dette kan bli mer vanlig i fremtiden og betyr færre kontorlokaler, noe som gir en negativ effekt på etterspørselen til Time Interiør. På en annen side kan koronapandemien også ha ført til mindre åpne kontorlandskap og mer lukkede kontorlokaler som kan øke etterspørselen. Samfunnsmessige og lovmessige forhold som økt fokus på bærekraft og lover knyttet til dette kan ha påvirkning på selskapet. Mer miljøvennlig materialbruk og utslippsfri produksjon blir viktigere for å ta vare på miljøet, men kan gi økte driftskostnader.

5.2 Porter's five forces

Porter's five forces er et rammeverk som består av fem krefter som alle henger sammen med konkurransen i markedet. Porter's rammeverk brukes for å analysere attraktiviteten til en bransje i forhold til de fem kreftene: rivalisering mellom konkurrentene, potensielle nye aktører, leverandørers og kjøpers maktposisjon og fare for substitutter. Han mener at dersom alle kreftene er høye og sterke, så er industrien lite attraktiv og reduserer muligheten for profitt (Johnson, et al., 2017, s. 64). Gjennom denne analysen vil jeg se på hvor intens konkurransen er i byggevareprodusent bransjen som Time Gruppen opererer i. Figuren under viser hvordan de fem kreftene henger sammen og hvilke faktorer som påvirker konkurransen i bransjen.



Figur 3: Porter's five forces, basert på Johnson et al. (2017)

5.2.1 Konkurrenter i bransjen

Sentrert i femkraftsmodellen er rivalisering mellom konkurrentene i bransjen.

Konkurrerende rivaler i en bransje er selskaper som retter seg mot samme kundegruppe og med liknende produkter eller tjenester. Jo høyere konkurransen er, desto høyere er rivaliseringen mellom dem. (Johnson, et al., 2017, s. 65). Høy rivaliserende konkurranse tilsier at mange selskaper tilbyr samme produkt til de samme kundegruppene, dette kan skape priskrig og føre til lavere lønnsomhet for selskapene som opererer i dette markedet. Hvor stort omfanget av rivaliseringen i en bransje er, er definert av fem faktorer: hvor mange konkurrentene er og omtrent samme størrelse, veksten i bransjen, høye faste kostnader, høye utgangsbarrierer og lite differensiering (Johnson, et al., 2017, s. 65).

Time Interiør

Byggevareprodusent bransjen består av mange aktører, men produsenter av system- og glassvegger er det få av. Time interiør er en av de største produsentene av system- og glassvegger i landet og har en høy markedsandel. Selskapet er godt etablert i markedet, men har noen få store konkurrenter, de største i Norge er Moelven Modus AS og Modulvegger AS, men de har også noen konkurrenter i utlandet. I Rogaland er selskapet den eneste produsenten av sine produkter og har derfor liten konkurranse lokalt.

Time Aluminium

Time Aluminium har liten markedsandel. Selskapet har få konkurrenter, men samtidig et mindre marked i forhold til Time Interiør. En av grunnen er at næringsbygg i mindre grad skifter fasade, som er Time Aluminiums sitt primær produkt, innredningen som Time Interiør derimot tilbyr, byttes oftere. Den største konkurrenten i lokalområdet er Rubicon AS som har størst markedsandel på Vestlandet. Time Aluminium kan utvide sin kundemasse ved at de nå også tilbyr produkter uten monterings tjeneste og kan selge mer på landsbasis og dermed skape en høyere markedsandel.

5.2.2 Nye aktører

Hvor stor konkurransen er i markedet påvirkes av hvor lett det er for nye aktører å starte opp i bransjen, jo lettere det er for nye aktører desto verre er det for etablerte selskaper. Hvor store inngangsbarrierene er i en bransje bestemmer hvor enkelt det er å komme inn i en bransje (Johnson et al., 2017, s. 66).

Det kreves relativt lite for å starte et byggefirma, men å starte produksjon av byggevarer derimot har høyere inngangsbarrierer. Byggevareprodusenter er arbeidsintensive med høye lønnskostnader som krever en høy omsetning. Produksjon av byggevarer forutsetter også dyre maskiner noe som vil være en høy kostnad for et ny oppstartet selskap.

Både Time Interiør og Time Aluminium har drevet i flere år og skapt seg flere lojale kunder. Time Interiør har kunder over hele landet, og det vil derfor være vanskelig for nye aktører å komme inn i markedet hvor kunder ofte foretrekker leverandører de har hatt relasjon til i flere år.

5.2.3 Kjøpers maktposisjon

Dersom kundene har høy maktposisjon kan de kreve lave priser eller dyre produkt- og tjenesteforbedringer. Kjøpers makt er høy dersom (1) noen få store kunder utgjør det meste av salget, (2) kjøperne enkelt kan bytte leverandør, (3) kjøperen har kapasitet til å produsere selv og (4) kjøperne er presset til å redusere kjøps kostnadene og lav innvirkning

på kvaliteten (Johnson et al., 2017, s. 68). Kundene er ikke alltid forbrukerne. For Time Gruppen, er deres kunder et mellomledd.

Time Interiør

Time Interiør er som tidligere nevnt en produsent av glass- og systemvegger og har kunder i hele Norge. Kundene er byggefirma og entreprenører, noe det er mange av i landet. Det er få leverandører av dette produktet, mens det er mange byggefirma som dermed har lav maktposisjon. Salget avhenger samtidig av aktiviteten i byggebransjen. Selskapet er den eneste leverandøren i Rogaland av sitt produkt, dette gjør også at lokale kunder vil ha lavere maktposisjon.

Time Aluminium

Time Aluminium leverer sine produkter primært på Vestlandet og har en stor konkurrent i Rogaland, dette medfører at kjøperne av glassfasader har noe høyere maktposisjon enn kjøperne av glass- og systemvegger. Selv om det er mange byggefirma i Norge er det også mange leverandører av glassfasader, dette gjør at kjøperne kan presse ned prisene. Kundene kjøper ofte i store volum til høye priser, derfor kan én kunde utgjøre store deler av salgsinntektene. Time Aluminium har i tillegg til å ha monteringsjeneste også nå som nevnt startet å tilby salg av varer uten montasje og kan med det skape en høyere markedsandel i landet.

Time Interiørs kunder har lavere maktposisjon enn kundene til Time Aluminium. Samlet sett vil det si at Time Gruppens kjøpere har en moderat maktposisjon.

5.2.4 Leverandørens maktposisjon

Leverandørene er de som leverer råvarer til selskapet som brukes i produksjonen, dette kan også inkludere arbeidskraft og finansiering. Leverandørers makt er høy når (1) noen få leverandører styrer tilbudet, (2) det er dyrt å skifte leverandør, (3) leverandørene selv kan gå inn i bransjen og kutte mellomledd og (4) produktene er høyt differensiert (Johnson et al., 2017, s. 69).

Time Interiør

Time Interiør har to hovedleverandører hvor de handler råvarene profiler og glass av. Time Interiør sin leverandør av profiler er den eneste i sitt slag i Norge som har konkurransedyktige priser. Dersom Time Interiør skal bytte leverandør og fortsatt få konkurransedyktige priser må de importere fra utlandet. Selskapet er opptatt av lokalhandel og kortreiste produkter og ønsker derfor å holde på den norske leverandøren som da har en høy maktposisjon.

Glassleverandør er det flere av i Norge. De har selv mulighet for å gå inn i bransjen og kutte Time Interiør som mellomledd ved å selge glass direkte til byggefirma. Denne trusselen er svært lav siden det kreves høyere arbeidsintensivitet og det er dyrt å starte produksjon av det Time Interiør driver med. Konklusjonen blir at Time Interiørs leverandører har en moderat/høy maktposisjon.

Time Aluminium

Time Aluminium har en hovedleverandør som de handler aluminiumsprofiler av. Denne leverandøren har isolert sett høy maktposisjon, men da det finnes flere aluminiumsprofil produsenter i Norge, vil det ikke være hensiktsmessig å øke prisene med tanke på konkurransesituasjonen. Det er mulig for Time Aluminium å bytte leverandør, men dette vil være kostbart. Leverandøren er avhengig av å opprettholde sin omsetning og vil derfor ikke være tjent med høye priser.

En mulighet for Time Gruppen er å starte egen produksjon og leveranse av glass. Dette er også noe eierne vurderer i fremtiden. Ved å investere i egen leveranse av glass til andre byggefirma kan dette på langsikt generere høyere salgsinntekter.

5.2.5 Trussel om substitusjon

Substitutter er produkter eller tjenester som dekker samme behov hos kunden som en bransjes produkt eller tjeneste, men som ikke er av samme natur, dette vil øke konkurransesituasjonen i markedet og er en trussel for bransjen (Johnson et al., 2017, s. 67). Byggevarereprodusent bransjen som Time Interiør og Time Aluminium opererer i er det

liten fare for substitusjon. Varene de leverer er vanskelig å substituere og trusselen er derfor liten.

5.2.6 Oppsummering av Porter's five forces

Etter en analyse av Porter's fem krefter i Time Interiør og Time Aluminium har jeg funnet ut at konkurransen for Time Interiør er moderat, mens den er høyere for Time Aluminium. Time Interiør har færre konkurrenter i landet og er også den eneste produsenten av sine produkter i lokalområdet. Time Aluminium har større konkurranse i markedet og konkurrerer med flere produsenter. Trusselen om nye aktører i markedet er lav for begge selskapene, det er høye inngangsbarrierer i byggevareprodusent bransjen grunnet høye driftskostnader.

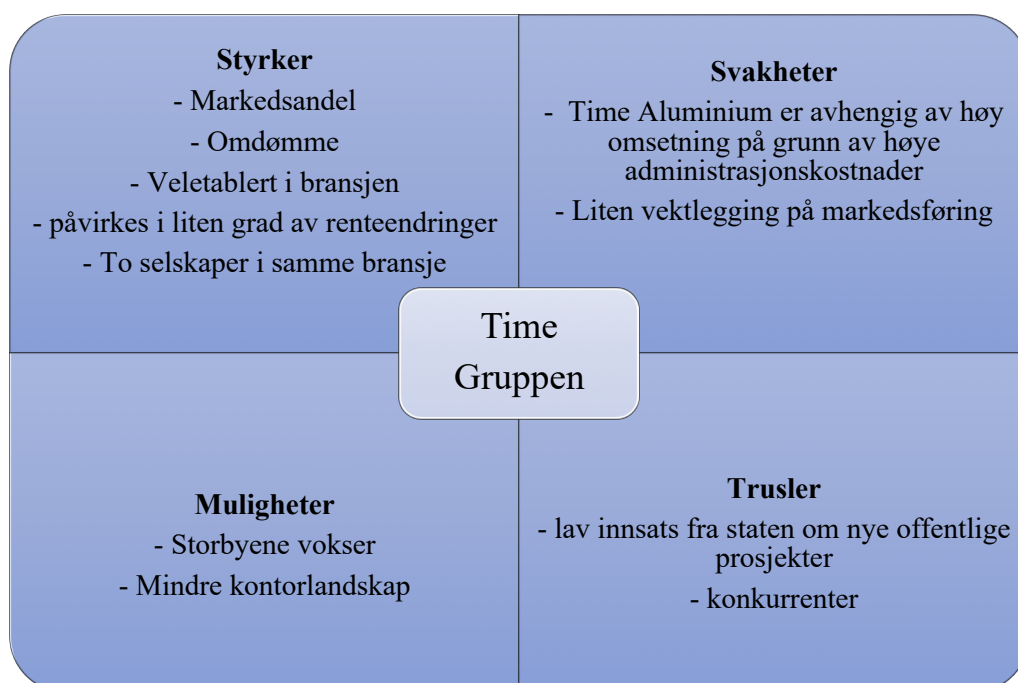
Kundene til de to selskapene har litt ulik maktposisjon. Time Interiørs kjøpere har lav til moderat maktposisjon på bakgrunn av at selskapet er en av få store produsenter i landet av glass- og systemvegger, men samtidig kan få kunder utgjøre store deler av salgssinntektene. Time Aluminiums kjøpere har noe høyere maktposisjon siden selskapet er en av mange produsenter av sitt produkt, i tillegg til at de har en stor konkurrent lokalt. Leverandørens makt er moderat, begge selskapene er avhengig av leverandørene og det er vanskelig å bytte. Det å starte egen produksjon av glass vil gjøre de mer uavhengige. Trusselen om substitusjon er liten i byggevareprodusent bransjen siden produktene er vanskelig å substituere. Tabell 3 under viser en oppsummering over i hvilken grad de fem kreftene påvirker Time Interiør og Time Aluminium.

	Time Interiør	Time Aluminium
Rivalisering mellom konkurrenter	moderat	moderat
Trussel fra nye aktører	lav	lav
Kjøpers maktposisjon	Moderat	moderat
Leverandørens maktposisjon	Moderat/høy	moderat
Trussel om substitusjon	lav	lav

Tabell 3: Oppsummering av Porter's five forces

5.3 SWOT Analyse

Jeg skal nå oppsummere den strategiske analysen i en SWOT analyse som tar for seg selskapets interne og eksterne forhold. SWOT analysen innebærer styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities) og trusler (threats), hvor styrker og svakheter er interne forhold som selskapet selv kan styre og muligheter og trusler er eksterne forhold som selskapet ikke har kontroll over. Jeg skal gjøre en sammenlagt analyse av både Time Interiør og Time Aluminium for å få en helhetlig vurdering på Time Gruppens interne og eksterne forhold. I PESTEL-analysen ble konklusjonen at Time Gruppen har mulighet for vekst i inntjening i årene fremover, dette på bakgrunn av befolkningsvekst og rask vekst i storbyene. Økt fokus på miljø kan gi høyere varekostnader og produksjonskostnader. I analysen av Porter's five forces fant jeg at både Time Interiør og Time Aluminium har en moderat konkurranse situasjon med lav trussel fra nye aktører, dette betyr at de i fremtiden har mulighet for vekst ved å oppnå en høyere markedsandel. Jeg har laget en oversikt over de eksterne og interne forholdene Time Gruppen står overfor i figuren under, som kan ha betydning for fremtidige kontantstrømmer.



Figur 4: SWOT analyse

6. Regnskapsanalyse

Jeg skal nå foreta en regnskapsanalyse av både Time Interiør og Time Aluminium som eies av Time Gruppen. Regnskapsanalysen går ut på å utarbeide det vi kaller nøkkel- eller forholdstall, disse kan brukes som sammenligningsgrunnlag i forhold til konkurrentene (Hoff & Pedersen, 2015, s. 177). Gjennom analysen vil selskapenes lønnsomhet, likviditet og soliditet bli vurdert og den historiske utviklingen de siste 4 årene.

6.1 Lønnsomhet

For å vurdere selskapets lønnsomhet foretar vi ofte rentabilitetsanalyser. Dette kan gjøres ved bruk av nøkkeltall som totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin. Nøkkeltallene kan fortelle evnen selskapet har til å tjene penger.

6.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten, også kalt totalavkastning, forteller hvor stor inntjening selskapet har hatt på den totale kapitalen som er investert i selskapet i en gitt periode, uavhengig av andelen egenkapital og gjeld (Hoff & Pedersen, 2015, s. 203). Formel 18 viser hvordan man kan regne ut totalkapitalrentabilitet for et selskap.

$$R_{TK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} * 100\%$$

Formel 18: Totalkapitalrentabilitet

Gjennomsnittlig totalkapital beregnes ved å legge sammen inngående balanse totalkapital og utgående balanse totalkapital og dividere dette på 2 for å få et gjennomsnitt. Formelen for gjennomsnittlig totalkapital er vist under.

$$\text{Gjennomsnittlig totalkapital} = \frac{IB \text{ totalkapital} + UB \text{ totalkapital}}{2}$$

Formel 19: Gjennomsnittlig totalkapital

Time Interiørs totalkapitalrentabilitet

År	2017	2018	2019	2020
Ordinært resultat før skatt	5 572 519	5 424 531	10 308 991	6 008 987
Rentekostnader	31 806	4 322	2 769	2 454
Gjennomsnittlig total kapital	14 796 866	14 481 580	16 440 533	16 746 044
Totalkapitalrentabilitet	37,9%	37,5%	62,7%	36%

Tabell 4: Time Interiørs totalkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

Totalkapitalrentabiliteten har vært positiv de siste fire årene og med god margin på målsettingen om å ha høyere avkastning enn man kan få på en risikofri plassering. Gjennomsnittet de siste fire år har vært på 43,7%, men vi kan se av tabellen at selskapet hadde en nedgang i 2020 fra året før som kan skyldes korona pandemien, men likevel en god avkastning. 2019 var et godt år med et høyt resultat før skatt som resulterte i en høy avkastning på total kapitalen. Time Interiør har de siste 4 årene hatt en veldig god og stabil lønnsomhet.

Time Aluminiums totalkapitalrentabilitet

År	2017	2018	2019	2020
Ordinært resultat før skatt	1 236 048	3 494 143	2 543 693	-2 893 733
Rentekostnader	16 035	14 785	37 139	20 081
Gjennomsnittlig total kapital	17 968 919	20 695 813	22 098 523	19 299 450
Totalkapitalrentabilitet	7%	17%	11,7%	-14,9%

Tabell 5: Time Aluminiums Totalkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

Time Aluminium har hatt en gjennomsnittlig total kapitalrentabilitet på 5,2% med en negativ rentabilitet i 2020 som skyldes et negativt resultat. Dette kan skyldes koronaviruset som har preget det siste året. Et gjennomsnitt på 5,2% betyr at selskapet har en svak lønnsomhet som bør forbedres. Det lave gjennomsnittet skyldes i stor grad det negative resultatet i 2020 og kan derfor ha lite betydning for hvordan det vil se ut de neste årene.

6.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på den kapitalen eierne har investert i selskapet. Avkastningen på egenkapitalen vil kun være positiv ved overskudd, dermed vil selskapet ha en negativ egenkapitalrentabilitet i en periode med underskudd.

Egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn avkastningen på en risikofri plassering for at det skal være gunstig for investorer å investere i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten kan beregnes som vist i formel 20.

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

Formel 20: Egenkapitalrentabilitet

Time Interiørs egenkapitalrentabilitet

År	2017	2018	2019	2020
Ordinært resultat før skatt	5 572 519	5 424 531	10 308 991	6 008 987
Gjennomsnittlig egenkapital	5 464 588	5 549 821	5 662 790	8 778 803
Egenkapitalrentabilitet	102%	97,7%	182%	68%

Tabell 6: Time Interiørs Egenkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

Time Interiørs avkastning på egenkapitalen har vært høy og stabil de siste fire år med en oppgang i 2019 som i likhet med totalkapitalrentabiliteten skyldes høyt ordinært resultat før skatt. Nedgangen i 2020 kan skyldes korona pandemien som førte til at byggeprosjekter ble satt på vent og kunder fikk dårligere likviditet, men likevel en god avkastning på 70%. Dette er i likhet med totalkapitalrentabiliteten, en indikator på at selskapet har en god lønnsomhet og god evne til å tjene penger.

Time Aluminiums egenkapitalrentabilitet

År	2017	2018	2019	2020
Ordinært resultat før skatt	1 236 048	3 494 143	2 543 693	-2 893 733
Gjennomsnittlig egenkapital	8 432 445	8 555 404	9 582 196	9 127 384
Egenkapitalrentabilitet	14,7%	40,8%	26,5%	-31,7%

Tabell 7: Time Aluminiums Egenkapitalrentabilitet siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

I likhet med Time Aluminiums totalkapitalrentabilitet, er også egenkapitalrentabiliteten i 2020 negativ som følge av underskudd. En negativ rentabilitet i 2020 er lite lønnsomt for eierne, denne må derfor bedres for at det skal være gunstig for aksjonærene å investere i selskapet. På bakgrunn av at 2020 var et unntaks år, antar jeg at årene før er mer representative for å vurdere hvordan lønnsomheten vil være de kommende årene. Gjennomsnittet de siste fire år har vært 12,5%, dette er en høyere avkastning enn man kan forvente på en risikofri investering. Gjennomsnittet blir også her sterkt påvirket av negativt resultat i 2020, og bør derfor ikke legges stor vekt på.

6.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er et annet nøkkeltall som kan brukes for å analysere et selskaps lønnsomhet. Selskapets driftsmargin forteller hvor stor andel av driftsinntektene de har igjen før finansielle forhold trekkes inn (Hoff & Pedersen, 2015, s. 216). Når man beregner driftsmarginen får man driftsresultatet i prosent av driftsinntektene og viser hvor mye selskapet får igjen for hver omsatt krone og hvor mye som er igjen til å dekke andre kostnader som renter og skatt. Driftsresultatet er uavhengig av hvordan selskapet er finansiert og viser derfor hvordan selve driften har gått (Hoff & Pedersen, 2015, s. 2016). Formelen for driftsmargin er vist under.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

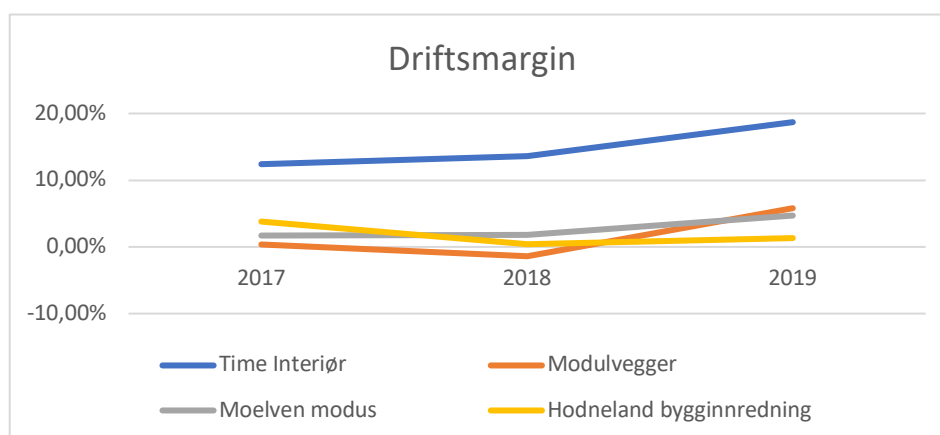
Formel 21: Driftsmargin

Time Interiør

År	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	5 480 977	5 280 004	10 104 094	6 009 516
Driftsinntekter	43 960 532	38 861 129	53 954 157	42 407 330
Driftsmargin	12,4%	13,6%	18,7%	14,2%

Tabell 8: Time Interiørs driftsmargin siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet

Time Interiør har de siste fire år hatt en høy og stabil driftsmargin. Dette betyr at selskapet har mye igjen til å betale rentekostnader og skatt. Siden selskapet ikke har hatt høy langsiktig gjeld de siste årene, har de heller ikke hatt betydelige rentekostnader som vil si at det som er igjen i bunn og grunn kun går til å dekke skattekostnader. I figuren under har jeg sammenlignet Time Interiør med konkurrentene og ser at selskapet har veldig høy driftsmargin i forhold til sine konkurrenter og dermed en bedre lønnsomhet. Det vil også si at selskapet får mer igjen for hver omsatt krone enn sine konkurrenter. 2020 er ikke tatt med i sammenligningen siden jeg ikke har tall for konkurrentene dette året.



Figur 5: Driftsmargin 2017-2019, tall for sammenlignbare selskaper er hentet fra årsregnskapet (Proff.no)

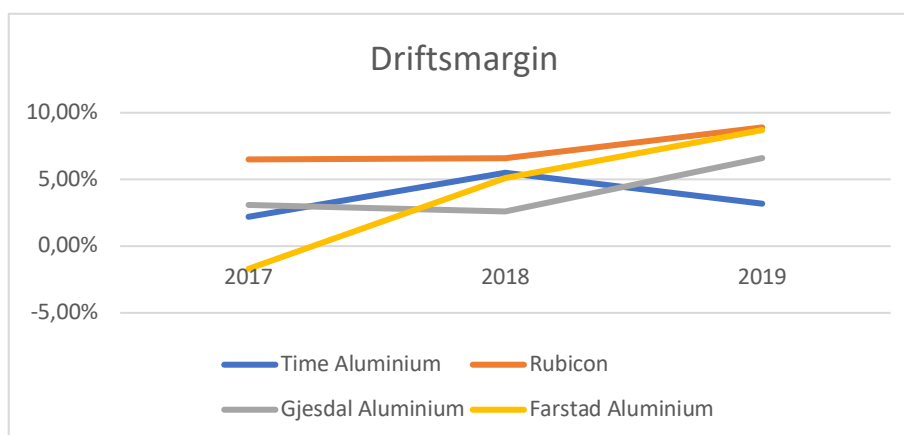
Time Aluminium

År	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	1 191 157	3 442 791	2 544 005	-2 878 120
Driftsinntekter	54 459 524	62 489 198	79 231 396	54 730 147
Driftsmargin	2,2%	5,5%	3,2%	-5,3%

Tabell 9: Time Aluminiums driftsmargin siste 4 år, tall er hentet fra årsregnskapet

Time Aluminium har ikke hatt like god driftsmargin som Time Interiør som skyldes høyere driftskostnader, men de har likevel noe igjen før finansielle forhold trekkes inn med unntak

av 2020 som var et uvanlig år. Selskapet har de siste årene ikke hatt betydelige rentekostnader som vil si at en lav driftsmargin likevel ikke skaper problemer. Figuren under viser en sammenligning av Time Aluminiums driftsmargin med konkurrentenes. Av diagrammet ser jeg at selskapets driftsmargin har variert fra år til år. 2019 er det eneste året de hadde lavest driftsmargin av alle de sammenlignbare selskapene. Jeg har heller ikke her tatt med 2020 siden konkurrentene ikke har offentliggjort sine regnskap enda.



Figur 6: Driftsmargin 2017-2019, tall for sammenlignbare selskaper er hentet fra årsregnskapet (Proff.no)

6.2 Likviditet

Når vi analyserer likviditeten til et selskap ser vi på deres evne til å betale løpende betalingsforpliktelser. Hoff & Pedersen definerer likviditet som «en beholdning av betalingsmidler som kontanter, bankinnskudd eller lett omsettbare verdipapirer» (Hoff & Pedersen, 2015, s. 257). I beregningen av likviditeten til selskapet vurderer vi omløpsmidlenes størrelse i forhold til den kortsiktige gjelden og legger til ubenyttet kassekreditt siden dette er en del av selskapets likviditetsreserve (Hoff & Pedersen, 2015, s. 234). For å analysere likviditeten til selskapet beregner vi både likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, hvor likviditetsgrad 2 inneholder de mest likvide omløpsmidlene. Hoff & Pedersen definerer de mest likvide omløpsmidlene som «de omløpsmidlene som i løpet av 0-3 måneder kan omgjøres til likviditet. Normalt kontanter, bankinnskudd og kundefordringer» (Hoff & Pedersen, 2015, s. 257). Mest likvide omløpsmidler vil derfor være fratrukket varelager som blir sett på som mindre likvid. Dersom et selskap har god likviditetsgrad forteller dette at selskapet har god evne og tilstrekkelig med midler til å betale sine løpende utgifter. I beregningen av likviditetsgrad har jeg lagt til kassekreditten på kortsiktig gjeld siden dette også er et kortsiktig lån.

6.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 forteller hvor god evne selskapet har til å betale sin kortsiktige gjeld. Likviditetsgrad 1 bør være høyere eller lik 2 (Visma, 2021). Dette er ikke et absolutt krav, men dersom forholdstallet er lik 2, tilsier dette at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld og egenkapital (Hoff & Pedersen, 2015, s. 234). Likviditetsgrad 1 kan beregnes med formel 22.

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

Formel 22: Likviditetsgrad 1

Time Interiørs likviditetsgrad 1

År	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler + Ubenyttet kassekreditt	15 059 401	14 519 479	21 014 774	17 007 018
Kortsiktig gjeld	10 551 432	9 437 377	15 738 732	6 151 871
Likviditetsgrad 1	1,43	1,54	1,33	2,76

Tabell 10: Time Interiørs likviditetsgrad 1 siste 4 år, tall er hentet fra balansen

Av tabellen ser jeg at Time Interiør har hatt lavere likviditetsgrad enn kravet på minst 2 frem til 2020, men de har likevel en akseptabel betalingsevne de siste 4 år. Årsaken til høy likviditet i 2020 skyldes lav kortsiktig gjeld i forhold til egenkapital. Selskapet har ikke langsiktig gjeld som vil si at omløpsmidlene som ikke er finansiert med kortsiktig gjeld, er finansiert med egenkapital.

Time Aluminiums likviditetsgrad 1

År	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler + Ubenyttet kassekreditt	20 323 872	20 990 445	19 278 664	17 362 563
Kortsiktig gjeld	11 949 583	12 869 111	12 197 338	12 667 884
Likviditetsgrad 1	1,7	1,63	1,58	1,37

Tabell 11: Time Aluminiums likviditetsgrad 1 siste 4 år, tall er hentet fra balansen

Time Aluminium har de siste år hatt god likviditet med en nedgang i 2020. Dette skyldes nedgang i kortsiktige fordringer. Selskapet hadde også en liten økning i kortsiktig gjeld i 2020 fra året før grunnet en noe høyere leverandørgjeld.

6.2.2 Likviditetsgrad 2

Når vi beregner likviditetsgrad 2 trekker vi fra varelageret, dette blir sett på som et mindre likvid omløpsmiddel, og dermed har vi bare med de mest likvide omløpsmidlene.

Likviditetsgrad 2 bør være større eller lik 1 (Hoff & Pedersen, 2015, s. 234). Beregning av likviditetsgrad 2 kan gjøres med formel 23.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 23: Likviditetsgrad 2

Time Interiørs likviditetsgrad 2

År	2017	2018	2019	2020
Mest likvide Omløpsmidler	12 240 228	11 911 594	18 392 175	14 384 419
Kortsiktig gjeld	10 551 432	9 437 377	15 738 732	6 151 871
Likviditetsgrad 2	1,16	1,26	1,17	2,34

Tabell 12: Time Interiørs likviditetsgrad 2 siste 4 år, tall er hentet fra balansen

Jeg kan se av tabellen over at Time Interiør jevnt over har hatt en god likviditetsgrad 2 de siste årene med en betydelig oppgang i 2020 som skyldes høye likvide omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Varelageret utgjør en liten del av omløpsmidlene, dette er et mindre likvid omløpsmiddel, det vil derfor si at selskapet har en høy verdi av mest likvide omløpsmidler noe som er positivt. De har møtt det alminnelige kravet på over 1 hvert år og har derfor en god likviditet.

Time Aluminiums likviditetsgrad 2

År	2017	2018	2019	2020
Mest likvide Omløpsmidler	17 339 717	16 878 405	15 569 084	13 652 983
Kortsiktig gjeld	11 949 583	12 869 111	12 197 338	12 667 884
Likviditetsgrad 2	1,45	1,31	1,28	1,1

Tabell 13: Time Aluminiums likviditetsgrad 2 siste 4 år, tall er hentet fra balansen

Time Aluminium har hatt en nedgang i likviditetsgrad 2 fra 2017 som følge av en økning i kortsiktig gjeld og nedgang i omløpsmidler. Likevel har de hatt godt over kravet på 1 fram til nedgangen i 2020 som var et spesielt år. Jevnt over har Time Aluminium en god likviditetsgrad og har ikke problemer med å betale sine løpende forpliktelser.

6.3 Soliditet

Soliditet handler om hvordan selskapet skaffer og anvender kapital og hvordan kapitalen er finansiert. For å finne ut hvor solid selskapet er, kan man regne ut egenkapitalprosenten, da vil man få hvor mye andel av totalkapitalen som er egenkapital. Ifølge Hoff & Pedersen forteller egenkapitalprosenten hvor stor del av eiendelene selskapet kan tape før långivere og kreditorer blir berørt og hvor solid selskapet er til å tåle tap (Hoff & Pedersen, 2015, s. 372). Beregning av egenkapitalprosent er vist i formel 24.

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

Formel 24: Egenkapitalprosent

År	2017	2018	2019	2020
Time Interiør	35,3%	41,9%	29,3%	84,6%
Time Aluminium	41,6%	40%	46,6%	48,3%

Tabell 14: Time Interiørs og Time Aluminiums egenkapitalprosent siste 4 år, tall er hentet fra balansene

Jeg kan se av tabell 14 at begge selskapene har de siste fire årene hatt en god og solid egenkapitalprosent. Ifølge Hoff & Helbæk er et vanlig måltall for mange selskaper en egenkapitalprosent som er høyere enn 30% (Hoff & Helbæk, 2015, s. 329). Time Interiør

hadde i 2020 uvanlig høy egenkapitalprosent, dette skyldes veldig høy egenkapital i forhold til gjeld. Både Time Interiør og Time Aluminium har hatt en egenkapitalprosent på godt over 30% de siste årene, med unntak i 2019 for Time Interiør. Begge selskapene er i dag godt solide mot eventuelle tap.

6.3 Oppsummering regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen har jeg sett på selskapenes økonomiske situasjon de siste fire år. Time Interiør har hatt en god og stabil lønnsomhet alle årene, med en veldig høy egenkapitalrentabilitet og stabil driftsmargin. Time Aluminium har hatt mer variasjon og lavere rentabiliteten og driftsmargin, men likevel en relativt god lønnsomhet med unntak av 2020. Begge selskapene har god likviditet og dermed tilstrekkelig med midler til å betale sine løpende utgifter. Både Time Interiør og Time Aluminium er også godt solide selskaper og kan tåle eventuelle tap.

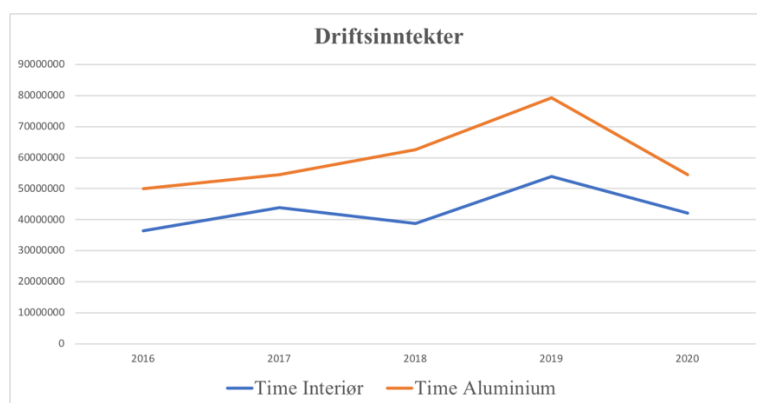
7. Fremtidige kontantstrømmer

Jeg skal nå estimere fremtidige kontantstrømmer for Time Interiør og Time Aluminium. Gjennom estimeringen skal jeg ta hensyn til faktorer i makroomgivelsene jeg fant i den strategiske analysen som har innvirkning på selskapene. Jeg skal i tillegg se på historiske regnskapstall og nøkkeltallene fra regnskapsanalysen i estimeringen.

7.1 Prognose for driftsinntekter

Både Time Interiør og Time Aluminium hadde en nedgang i driftsinntekter i 2020 som følge av koronaviruset. Fra 2016 til 2019 har Time Aluminium og Time Interiør hatt en vekst på henholdsvis 59% og 48%. Figuren under viser en oversikt over begge selskapenes driftsinntekter de siste fem år. Vi kan se at Time Aluminium har hatt en jevn vekst fra 2016 til 2019, mens Time Interiørs omsetning har variert mer. 2019 ser ut til å være et noe bedre år enn vanlig for Time Interiør og på grunn av nedgangen i 2020 som var et uvanlig år vil det være vanskelig å estimere fremtidige inntekter basert på et gjennomsnitt som kan være lite representativt. Dersom jeg ser bort i fra nedgangen i 2020, er gjennomsnittlig vekst per år fra 2016 til 2019 på 10%, jeg har valgt å bruke et geometrisk gjennomsnitt,

siden inntekten til Time Interiør svinger fra år til år, gir dette et bedre mål på veksten i perioden. Som nevnt kan 2019 være et bedre år enn normalen, derfor justerer jeg gjennomsnittet ned til 7%. For Time Aluminium er det geometriske gjennomsnittet per år 16,7% fra 2016 til 2019, men dette gjennomsnittet er også sterkt preget av den høye oppgangen i 2019, derfor velger jeg også her å justere gjennomsnittet ned til 14%. Begge selskapene har i dag begrenset vekst potensial som skyldes begrenset produksjonskapasitet, men dersom de utvider vil muligheten øke for høyere vekst i fremtiden.



Figur 7: Time Interiørs og Time Aluminiums omsetning fra 2016-2020

Når man estimerer fremtidig vekst for børsnoterte selskaper ser man ofte på 3 faktorer, historisk vekst, analytikers forventning til vekst og det fundamentale i selskapet, men for private selskaper vil vi ikke finne analytikers forventede vekst og historisk vekst må brukes forsiktig (Damodaran, 2012, s 681). Siden jeg verdsetter et privat selskap er dette noe jeg kommer til å ta hensyn til når jeg estimerer fremtidig vekst i driftsinntekter.

7.1.1 Fremtidige inntekter i Time Interiør

Time Interiør er et relativt ungt selskap med oppstart i 2008, selskapet har derfor mulighet for høy vekst, men har også hatt svingninger i inntektene de siste fem årene og har begrenset kapasitet når det gjelder produksjon, dette er noe jeg vil ta hensyn til. I 2019 hadde selskapet driftsinntekter på 53 954 157 kr mens de i fjor var på 42 407 330 kr, noe som er en betydelig nedgang. På grunn av pandemien har regjeringen trappet opp sin innsats for å øke aktiviteten i byggebransjen og samfunnet er nå på vei tilbake til normalen, dette vil gi positivt utslag på inntektene til Time Interiør. Med tanke på den høye omsetningen i 2019 sammenlignet med 2020 kan man forvente en betydelig oppgang i

driftsinntekter i 2021, samtidig kan dette være et bedre år enn normalen, jeg setter derfor en vekst på 15%.

Koronasituasjonen har ført til økt bruk av hjemmekontor som kan bli mer tatt i bruk i årene fremover og gi negativt utslag på selskapets etterspørsel. Samtidig har flere selskaper nå gått mer bort i fra åpne kontorlandskap og sannsynligvis vil skifte ut sine lokaler med lukkede kontorer, dette vil øke Time Interiørs etterspørsel og gi høyere salgsinntekter. Med dette setter jeg veksten i 2022 til 7%. Storbyene i Norge vokser raskt samtidig som vi har en høy befolkningsvekst, dette vil ha betydning for byggebransjen i fremtiden. Man kan anta mer bygging og utvidelse av offentlige bygg og institusjoner de kommende år. Dette vil øke aktiviteten i bransjen og gi positiv påvirkning på Time Interiørs etterspørsel og dermed gi vekst i inntekter. I kapittel 7.1 nevnte jeg at selskapet har hatt svingninger i driftsinntekter og har begrenset kapasitet for hvor mye de kan vokse, med dette og på bakgrunn av en antakelse om økt aktivitet i bransjen de kommende år setter jeg en vekst i 2023 til 4%.

Time Interiør er som nevnt tidligere en av få leverandører i landet av sitt produkt. Med kun et par store konkurrenter og også høye inngangsbarrierer som gir lav trussel fra nye aktører, har de mulighet for å skaffe seg en enda høyere markedsandel. Dette vil gi vekst i omsetning, men samtidig tar jeg hensyn til kapasiteten og svingningene og tror derfor selskapet vil holde seg på et stabilt nivå. Med dette setter jeg veksten i 2024 til 2%.

Med forutsetninger om høyere markedsandel og en økning i aktiviteten i bransjen, men samtidig store konkurrenter og begrenset kapasitet estimerer jeg en vekst i 2025 til 2%. Som jeg nevnte i innledningen til kapittelet, må man bruke historisk vekst med forsiktighet når man estimerer fremtidig vekst i private selskaper, derfor har jeg satt en lavere vekst i Time Interiørs driftsinntekter årene etter 2021. Veksten i terminalverdien etter 2025 kommer jeg også til å estimere lavt på bakgrunn av nevnte faktorer, dette kommer jeg tilbake til i kapittel 8.3.

Time Interiør	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter i hele 1000NOK	48 768	52 182	54 270	55 355	56 462
Vekst i %	15%	7%	4%	2%	2%

Tabell 15: Estimert driftsinntekt 2021-2025 i Time Interiør

7.1.2 Fremtidige inntekter i Time Aluminium

Som nevnt tidligere hadde også Time Aluminium i likhet med Time Interiør en nedgang i 2020 fra året før på grunn av koronapandemien. Fra 2016 til 2019 har de hatt en jevn økning i driftsinntekter uten svingninger, med et gjennomsnitt på 16,7% per år som jeg valgte å justere ned til 14% på grunn av den høye oppgangen i 2019. Nedgangen i 2020 fra året før er på -31%. På grunn av økt aktivitet i byggebransjen og en bedring i koronasituasjonen i 2021 er det rimelig å anta at Time Aluminium vil ha en høy vekst i omsetning i 2021, jeg setter derfor veksten til 30%. Selskapet har lavere markedsandel i landet enn sine konkurrenter, men siden de nå har startet å også tilby produkter uten monteringstjeneste, gjør at de kan levere mer på landsbasis og dermed utvide sin kundemasse som gir høyere markedsandel og økning i salgsinntekter, med dette setter jeg veksten i 2022 til 10%.

Veksten i befolkningen og storbyene vil gi positiv påvirkning på selskapet og med en forutsetning om høyere markedsandel i fremtiden setter jeg dermed veksten til 8% i 2023. Med høye inngangsbarrierer som gjør at trusselen for nye aktører er lav og med tanke på en høyere markedsandel setter jeg veksten lik 4% i 2024. Med dette og økt befolkning estimerer jeg en vekst på 3% i 2025. Jeg har her også vært forsiktig med å bruke historisk vekst i estimering av fremtidige driftsinntekter og har derfor estimert en lavere vekst etter 2021 siden de etter dette er tilbake til normalen. Terminalveksten etter 2025 for Time Aluminium vil jeg også estimere relativt lavt på bakgrunn av begrenset kapasitet dersom de ikke utvider, jeg kommer tilbake til dette i kapittel 8.3.

Time Aluminium	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter i hele 1000NOK	71 149	78 264	84 525	87 906	90 543
Vekst i %	30%	10%	8%	4%	3%

Tabell 16: Estimert driftsinntekt 2021-2025 i Time Aluminium

7.2 Kostnader

7.2.1 Time Interiør

Time Interiør	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	43 960 532	38 861 129	53 954 157	42 407 330
Varekostnad	22 364 069	18 181 540	27 372 525	21 005 560
Lønnskostnader	10 478 021	10 438 912	10 816 391	10 804 102
Andre driftskostnader	5 381 275	4 811 073	5 575 146	4 449 339
Sum	38 223 365	33 431 525	43 764 062	36 259 001
I % av driftsinntekter	87%	86%	81%	86%

Tabell 17: Driftskostnader 2017-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet

Gjennomsnittlig har de totale driftskostnadene i Time Interiør vært på 85% av driftsinntektene de siste fire år. Ut ifra tabellen over ser jeg at varekostnadene og andre driftskostnader øker når inntektene er høyere. Varekostnadene har i gjennomsnitt de siste fire årene vært på 50% av driftsinntektene. Andre driftskostnader har vært noe lavere i forhold til inntektene de siste to årene sammenlignet med årene før og ligget på 10% i 2019 og 2020, mens de var på 12% i 2017 og 2018. Lønnskostnadene er på et stabilt nivå med en liten økning de siste to årene og har i gjennomsnitt vært på 24% av inntektene.

I den strategiske analysen nevnte jeg at samfunnsmessige forhold som økt fokus på bærekraftigutvikling kan påvirke selskapets kostnader. Mer miljøvennlig materialbruk vil trolig øke varekostnadene og redusering av klimagasser kan gi økning i andre driftskostnader. Jeg nevnte også at det er blitt lovpålagt å gå vekk i fra oljefyring som har en påvirkning på selskapets kostnader. Det vil være vanskelig å forutse i hvor stor grad dette vil påvirke kostnadene, men jeg antar at det vil gi en liten økning i det lange løp. På bakgrunn av dette estimerer jeg varekostnadene til å øke til 51% av driftsinntektene og andre driftskostnader til å være på 11% de neste fem årene. Jeg antar at lønnskostnadene vil være stabile på 24% hvert år. Med dette setter jeg kostnadene til å være 86% av driftsinntektene de kommende år.

Time Interiør I hele 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter i hele 1000NOK	48 768	52 182	54 270	55 355	56 462
Kostnader i hele 1000NOK (86% av inntektene)	41 940	44 877	46 672	47 605	48 557

Tabell 18: Prognose av driftskostnader 2021-2025 i Time Interiør

7.2.2 Time Aluminium

Time Aluminium	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	54 459 524	62 489 198	79 231 396	54 730 147
Varekostnad	28 535 569	31 995 865	39 550 849	26 591 189
Lønnskostnader	19 010 314	20 948 298	28 326 172	24 889 507
Andre driftskostnader	5 684 173	6 045 445	8 116 743	5 298 724
Sum	53 230 056	58 989 608	75 993 764	56 779 420
I % av driftsinntekter	98%	94%	96%	104%

Tabell 19: Driftskostnader 2017-2020 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet

I Time Aluminium øker varekostnadene når salget øker. Jeg ser også at andre driftskostnader øker med driftsinntektene. Time Aluminium har høye administrasjonskostnader som gjenspeiles i lønnskostnadene i tabellen over, de er derfor avhengig av høy omsetning for å ikke gå med tap. De siste fire år har de totale driftskostnadene ligget mellom 94% og 104% av inntektene, hvor 2020 var et uvanlig år med høye lønnskostnader i forhold til inntekter. Gjennomsnittlig har varekostnadene ligget på 51% av driftsinntektene og andre driftskostnader har vært på 10% de siste fire år. Lønnskostnader har vært stabile mellom 34-36% frem til 2020.

Økt fokus på bærekraftig utvikling med mer miljøvennlig materialbruk og reduksjon av klimagasser kan også varekostnadene og andre driftskostnader øke i Time Aluminium i likhet med Time Interiør. Som nevnt har lønnskostnadene i dette selskapet stor sammenheng med inntektene i motsetning til Time Interiør, årsaken til dette er monterings tjenester. Dersom salget øker vil det føre med seg mer montasje og dermed øker lønnskostnadene.

I kapittel 5.2.3 nevnte jeg at selskapet nå i tillegg har startet å tilby salg av varer uten monterings tjeneste som gjør at de kan levere mer til andre deler av landet. Dette vil medføre økte salgsinntekter, men vil ikke øke lønnskostnadene siden det ikke vil være lønn knyttet til montering. Likevel vil det fortsatt være monterings tjeneste i lokalområdet som gjør at lønnskostnadene vil være høyere ved høyere salg, men de vil være lavere i forhold til salgsinntektene sammenlignet med tidligere år. På bakgrunn av konklusjonene ovenfor estimerer jeg videre totale driftskostnader til å være 96% av inntektene de neste fem årene som vist i tabellen under.

Time Aluminium	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter i hele 1000NOK	71 149	78 264	84 525	87 906	90 543
Kostnader i hele 1000NOK (96% av inntektene)	68 303	75 133	81 144	84 390	86 921

Tabell 20: Prognose av driftskostnader 2021-2025 i Time Aluminium

7.3 Avskrivninger

Time gruppen har flere maskiner i både Time Interiør og Time Aluminium som brukes i produksjonen av sine produkter. Anleggsmidlene i Time Gruppen avskrives over levetiden på fem år og med like stort beløp hvert år, altså lineær avskrivning. Investeringer og avskrivninger henger sammen og har lik størrelse i det lange løp. Når selskapet investerer i nytt utstyr eller en ny maskin avskrives det over levetiden i regnskapsmessig sammenheng, og avskrivningene vil derfor være på samme størrelse som kostnaden på investeringen over tid.

7.3.1 Time Interiør

Avskrivningene fra 2016 til 2019 har avtatt grunnet fall i anleggsmidlenes verdi som tilsier at anleggsmidlene nærmer seg ferdig avskrevet og er på tide å skifte ut. I midten av 2020 er det gjort en investering, dermed øker avskrivningene dette året.

Time Interiør	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivninger	397 700	256 190	149 600	86 000	158 000
Anleggsmidler	465 200	368 900	219 300	133 300	721 182

Tabell 21: Avskrivninger 2016-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

Grunnet fall i anleggsmidlenes verdi kan man anta nye investeringer de kommende år, dette kommer jeg tilbake til i kapittel 7.4. I kapittel 7.4.1 har jeg estimert fremtidige investeringer som henger sammen med avskrivningene. Tabellen under viser estimerte fremtidige avskrivninger basert på investeringer og fall i anleggsmidler som tyder på at det vil bli utskiftninger i årene som kommer.

Time Interiør	2021	2022	2023	2024	2025
Avskrivninger i hele 1000NOK	181	189	249	449	300

Tabell 22: Estimerte avskrivninger 2021-2025 i Time Interiør

7.3.2 Time Aluminium

Tabellen under viser at avskrivningene i Time Aluminium har økt betydelig de siste to årene, som skyldes høye investeringer i nye anleggsmidler. Frem til 2018 var avskrivningene veldig lave i likhet med anleggsmidlene som høyst sannsynlig har blitt skiftet ut de siste tre årene.

Time Aluminium	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivninger	84 000	38 310	56 800	693 627	828 000
Anleggsmidler	129 500	78 400	430 300	3 454 300	2 954 325

Tabell 23: Avskrivninger 2016-2025 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

Høye investeringer de siste årene vil medføre høye avskrivninger de kommende år. På grunn av investeringene som er gjort de siste tre årene, har jeg estimert null investeringer i 2021 og 2022 som jeg kommer tilbake til i kapittel 7.4.2, derfor forutsetter jeg at avskrivningene de to neste årene vil holde seg like som i 2020. Investeringene i 2018, 2019 og 2020 antar jeg er ferdig avskrevet i henholdsvis 2022, 2023, og 2024. Avskrivningene i 2024 og 2025 vil være betydelig lavere på bakgrunn av de estimerte investeringene.

Time Aluminium	2021	2022	2023	2024	2025
Avskrivninger i hele 1000NOK	828	828	670	143	179

Tabell 24: Estimerte avskrivninger 2021-2025 i Time Aluminium

7.4 Investeringer

For å finne investeringene (CapEx = Capital expenditures) til de to selskapene de siste 5 årene bruker jeg formel 25.

$$CapEx = \Delta PP\&E + current\ depreciation$$

Formel 25: CapEx (Capital expenditures)

$\Delta PP\&E$ = Endring i eiendom, bygninger og utstyr
Current depreciation = avskrivninger i perioden

Både Time Interiør og Time Aluminium har relativt kostbare maskiner sin produksjonen. Dette er anleggsmidler som på et tidspunkt må skiftes ut.

7.4.1 Time Interiør

I tabellen under kan man se at det var en liten investering i 2017, men etter det ble det ikke gjort noen nye investeringer før i 2020. Endringene i PP&E var negative fra 2017 til 2019 som betyr fall i anleggsmidlenes verdi. Det er vanskelig å forutse hvordan investeringene vil se ut de neste årene siden de har ingen tydelig sammenheng med driftsinntektene, og det vil derfor ikke være mulig å estimere fremtidige investeringer basert på historiske. Jeg velger å se på hvor lønnsomt selskapet er og behovet for nye anleggsmidler når jeg skal estimere fremtidige investeringer, jeg vil også ta hensyn til fremtidige utsikter i estimeringen.

Time Interiør	2017	2018	2019	2020
$\Delta PP\&E$	-96 300	-149 600	-86 000	587 882
Avskrivninger i perioden	256 190	149 600	86 000	158 000
CapEx	159 890	0	0	745 822

Tabell 25: Investeringer (CapEx) 2017-2020 i Time Interiør, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

I kapittel 7.3.1 nevnte jeg ut ifra tabell 21 at det har vært et fall i anleggsmidlenes verdi, det kan bety utrangering av gamle maskiner og utstyr som fører til nye investeringer de kommende år. Selskapet har en god lønnsomhet og høy driftsmargin i forhold til at de ikke har rentekostnader som gjør at de har mulighet til å gjøre investeringer. Samtidig ble det gjort en høy investering i 2020 og man kan derfor ikke anta høye investeringer årene etter. På bakgrunn av høy investering i 2020 setter jeg investeringene til å være null i 2021 og antar noen investeringer i 2022 og 2023. På grunn av estimert vekst i driftsinntekter, god lønnsomhet og mulig utskiftning av maskiner og utstyr i fremtiden estimerer jeg høyere investeringer i 2024 og 2025.

Time Interiør	2021	2022	2023	2024	2025
Investeringer i hele 1000NOK (CapEx)	0	200	300	1 000	500

Tabell 26: Estimerte investeringer 2021-2025 i Time Interiør

7.4.2 Time Aluminium

I tabellen under fremgår det at investeringene i Time Aluminium har variert veldig fra år til år siden 2017. Det har blitt gjort store investeringer de siste tre årene, man kan derfor forvente lite investeringer de kommende år. 2019 var et godt år for selskapet med en høy omsetning, som førte til høye investeringer dette året.

Time Aluminium	2017	2018	2019	2020
$\Delta PP\&E$	-26 800	930 800	2 445 100	-508 975
Avskrivninger i perioden	38 310	56 800	693 627	828 000
CapEx	11 510	987 600	3 138 727	319 025

Tabell 27: Investeringer (CapEx) 2017-2020 i Time Aluminium, tall er hentet fra årsregnskapet og balansen

På bakgrunn av høye investeringer de siste årene og lav lønnsomhet, estimerer jeg null i investeringer de neste to årene. I 2023 og 2024 estimerer jeg investeringene til å være henholdsvis 200 000 og 300 000. Etter flere år med lite investeringer, estimert vekst i driftsinntekter og forutsetning om forbedret lønnsomhet, setter jeg investeringene i 2025 til å være 500 000.

Time Aluminium	2021	2022	2023	2024	2025
Investeringer i hele 1000NOK (CapEx)	0	0	200	300	500

Tabell 28: Estimerte investeringer 2021-2025 i Time Aluminium

7.5 Skattesats

Time gruppen har en skattesats på 22%, som er den norske skattesatsen i 2021. Jeg antar at denne vil være den samme de neste årene og vil derfor bli brukt i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer.

7.6 Endring i arbeidskapital

For å finne endring i arbeidskapital skal jeg først og fremst finne arbeidskapitalen per år fra 2016 til 2020 for å se på endringene fra år til år. Arbeidskapitalen finner jeg ved ta differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld som vist i formelen under.

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Formel 26: Arbeidskapital

7.6.1 Time Interiør

Time Interiør	2016	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	13 126 837	14 563 137	12 890 452	19 023 179	12 887 327
Kortsiktig gjeld	7 558 929	9 302 943	8 262 176	14 463 402	4 893 622
Arbeidskapital	5 567 908	5 260 194	4 628 276	4 559 777	7 993 705
AK i % av driftsinntekter	15%	12%	12%	8%	19%

Tabell 29: Arbeidskapital 2016-2019 i Time Interiør, tall er hentet fra balansen

Tabellen over viser at Time Interiør har hatt en gjennomsnittlig arbeidskapital i prosent av driftsinntekter på 13,2%. De siste årene har arbeidskapitalen variert mellom 8% og 19%. Selskapet hadde i 2019 en god omsetning, men på grunn av et høyt konsernbidrag ble kortsiktig gjeld uvanlig høy dette året, som derfor skyldes en lav arbeidskapital i prosent av omsetning. Arbeidskapitalen i 2020 var spesielt høy som følge av høye kundefordringer, dette skyldes utsatte betalingsfrister på grunn av koronasituasjonen som skapte likviditetsproblemer for flere selskaper. Fra 2016 til 2018 har arbeidskapitalen hatt lite variasjon med det gjennomsnitt på 13%. Det er vanskelig å forutse fremtidig arbeidskapital, men jeg velger videre en tilnærming ved å estimere arbeidskapitalen til å være 14% av driftsinntektene. Siden arbeidskapitalen i 2020 er betydelig høyere enn de foregående årene, velger jeg å gjøre en justering for endringen i 2021. Jeg setter derfor endringen i 2021 lik gjennomsnittlig endring fra 2017 til 2019. Oversikt over fremtidig arbeidskapital er vist i tabellen under.

Time Interiør I hele 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	48 768	52 182	54 270	55 355	56 462
Arbeidskapital	6 828	7 305	7 598	7 750	7 905
Endring i arbeidskapital	-336	477	293	152	155

Tabell 30: Prognose av arbeidskapital 2021-2025 i Time Interiør

7.6.2 Time Aluminium

Time Aluminium	2016	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	15 269 755	20 323 872	20 425 570	19 203 843	12 509 362
Kortsiktig gjeld	5 624 670	7 889 512	11 071 080	8 582 907	9 808 042
Arbeidskapital	9 645 085	12 434 360	9 354 490	10 620 936	2 701 320
AK i % av driftsinntekter	19%	20%	15%	13%	5%

Tabell 31: Arbeidskapital 2016-2019 i Time Aluminium, tall er hentet fra balansen

Tabell 31 over viser oversikt over Time Aluminiums arbeidskapital de siste fem årene, man kan se at den har variert mellom 13% og 20% av driftsinntektene frem til en betydelig nedgang i 2020. Den lave arbeidskapitalen i 2020 skyldes i hovedsak lav omsetning og lave kundefordringer sammenlignet med årene før. Arbeidskapitalen i 2020 vil derfor ikke være representativ når jeg skal estimere fremtidig arbeidskapital, jeg velger derfor å se på gjennomsnittet fra 2016 til 2019 som er på 17% av driftsinntekter, denne justerer jeg ned til 16%. På bakgrunn av at arbeidskapitalen i 2020 er betydelig lav vil det bli en unormal høy endring i 2021, derfor velger jeg en tilnærming dette året og setter endringen her til å være lik endringen i 2019. Tabell 32 viser oversikt over fremtidig arbeidskapital.

Time Aluminium	2021	2022	2023	2024	2025
I hele 1000NOK					
Driftsinntekter	71 149	78 264	84 525	87 906	90 543
Arbeidskapital	11 384	12 522	13 524	14 065	14 487
Endring i arbeidskapital	1 266	1 138	1 002	541	422

Tabell 32: Prognose av arbeidskapital 2021-2025 i Time Aluminium

7.7 Oppsummering fremtidige kontantstrømmer

Tabellene under viser oversikt over estimerte fremtidige kontantstrømmer for Time Interiør og Time Aluminium. År 2025 er grunnlaget for terminalverdien som jeg kommer tilbake til i kapittel 8.3, derfor setter jeg investeringene til å være lik avskrivningene dette året. Grunnen er at disse skal være like over tid, og da vil dette gi et mer korrekt bilde for videre vekst i fremtiden.

Time Interiør 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	48 768	52 182	54 270	55 355	56 462
Driftskostnader	41 940	44 877	46 672	47 605	48 557
EBITDA	6 828	7 305	7 598	7 750	7 905
-Avskrivninger	181	189	249	449	500
EBIT	6 647	7 116	7 349	7 301	7 405
-Skatt	1 462	1 566	1 617	1 606	1 629
+Avskrivninger	181	189	249	449	500
-Investeringer	0	200	300	1 000	500
+/- Endring AK	-336	477	293	152	155
= Kontantstrøm til totalkapitalen	5 701	5 063	5 388	4 992	5 621

Tabell 33: Estimerte fremtidige kontantstrømmer for Time Interiør

Time Aluminium 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	71 149	78 264	84 525	87 906	90 543
Driftskostnader	68 303	75 133	81 144	84 390	86 921
EBITDA	2 846	3 131	3 381	3 516	3 622
-Avskrivninger	828	828	670	143	500
EBIT	2 018	2 303	2 711	3 373	3 122
-Skatt	444	507	596	742	687
+Avskrivninger	828	828	670	143	500
-Investeringer	0	0	200	300	500
+/- Endring AK	1 266	1 138	1 002	541	422
= Kontantstrøm til totalkapitalen	1 136	1 486	1 583	1 933	2 013

Tabell 34: Estimerte fremtidige kontantstrømmer for Time Aluminium

8. Avkastningskrav

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

I dette kapitlet skal jeg estimere avkastningskravet til Time Gruppens egenkapital. Driftsselskapene Time Interiør og Time Aluminium, som Time Gruppen eier, er begge selskaper som opererer i samme bransje, jeg skal derfor finne et avkastningskrav som vil gjelde for begge selskapene og som vil bli brukt i verdsettelsen av Time Gruppen. Kapitalverdimodellen som jeg redegjorde for i kapittel 4.1.1.2 vil brukes for å finne egenkapitalkostnaden.

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten som vil bli brukt i kapitalverdimodellen er norsk 10-årig statsobligasjon. Som nevnt i kapittel 4.1.1.1 er dette de eneste verdipapirene som er risikofrie og i verdsettelse av et selskap antar vi at selskapet har en uendelig levetid og derfor brukes en obligasjon med lang tidshorisont. Per 08.04.2021 er renten på 10-årige statsobligasjoner 1,41%, denne vil bli brukt som risikofri rente i kapitalverdimodellen for å finne egenkapitalkostnaden (Norges Bank, 2020)

8.1.2 Beta

Time Gruppen er et privat selskap og det er dermed ikke mulig å bruke regresjonsbeta basert på historiske aksjekurser for å finne en beta for egenkapitalen. Jeg skal estimere en bottom up beta ved å se på det fundamentale i selskapet. Ifølge Damodaran er det 3 variabler betaen i et selskap er bestemt av, (1) hvilken bransje selskapet opererer i, (2) grad av markedsmakt, og (3) selskapets gjeldsgrad (Damodaran, 2012, s. 193). Estimering av beta basert på fundamentale faktorer i Time Gruppen består av flere steg. Først må man identifisere bransjen selskapet opererer i, deretter finne sammenlignbare selskaper og beregne en gjennomsnittlig gjeldsupåvirket beta for disse selskapene, til slutt kalkuleres en gjeldspåvirket beta for Time Gruppen.

Time Gruppen opererer i byggebransjen, på Oslo børs er det to selskaper som opererer i samme bransje, AF Gruppen og Byggma. De to selskapene vil bli brukt som sammenlignbare selskaper. I og med at dette er selskaper som i bunn og grunn er veldig ulike fra Time Gruppen ved at de har mange flere forretningsområder og er mye større selskaper med lavere risiko, skal jeg også ta hensyn til Damodarans bransje beta og gjeldsgrad i estimeringen for å få et mer nøyaktig estimat på Time Gruppens egenkapital beta. I tillegg vil jeg estimere en total gjeldsupåvirket beta, som jeg kommer tilbake til.

Tabellen under viser en oversikt over selskapenes gjeldspåvirket beta, gjeldsgrad og skattesats, i tillegg til Damodarans bransje beta og gjeldsgrad som er hentet fra Damodarans hjemmeside (Damodaran online, 2021). Disse er brukt for å finne en gjennomsnittlig gjeldsupåvirket beta. Gjeldsgrad for Byggma og AF Gruppen har jeg

funnet ved å dividere langsiktig gjeld på markedsverdien. Langsiktig gjeld i Byggma er hentet fra årsrapporten for 2020 (Byggma, 2020, s. 11). Langsiktig gjeld i AF Gruppen er hentet fra selskapets årsrapport (AF Gruppen, 2020, s. 4). Markedsverdiene for begge selskaper er hentet fra Nordnet 4. mai 2021, og levered beta er hentet fra E24 Børs 1. mai 2021.

	Levered beta	Gjeldsgrad	Skattesats
AF Gruppen	0,40	5%	22%
Byggma	0,40	14%	22%
Damodarans bransje estimat	1,09	26%	
Gjennomsnitt	0,63	15%	

Tabell 35: Gjennomsnittlig unlevered beta

$$\text{Gjennomsnittlig unlevered beta}_{\text{byggibransjen}} = \frac{0,63}{(1 + (1 - 0,22) * 0,15)} = 0,56$$

I estimeringen av avkastningskravet til egenkapitalen skal jeg som nevnt bruke kapitalverdimodellen. I denne modellen er beta et mål på systematisk risiko, altså risiko som det ikke er mulig å diversifisere bort. Investorer som har investert i selskaper som er børsnotert har ofte fordelt formuen sin i flere store selskaper for å redusere risikoen og dermed oppnå diversifisering. Ifølge Damodaran ser vi investeringens risiko gjennom øynene til den marginale investoren når man verdsetter et børsnotert selskap. Vi antar samtidig at investorene er veldiversifisert, og kan derfor definere risikoen som risikoen til markedsporteføljen som er en diversifisert portefølje. For de fleste private selskaper er ofte eieren den eneste investoren og har en tendens til å ha all sin formue investert i selskapet og har dermed ikke mulighet for å diversifisere (Damodaran, 2012, s. 668). Time Gruppen har to eiere der begge trolig har størsteparten av sin formue investert i dette selskapet og er derfor ikke diversifisert, de er med dette eksponert for all risiko i selskapet og ikke bare markeds risikoen som beta måler.

Damodarans måte å justere for dette er å estimere en total beta. For å gjøre dette kan man se på den gjennomsnittlige korrelasjonen mellom selskaper i byggebransjen og markedsporteføljen. Korrelasjonen forteller hvor mye aksjekursen i et selskap samvarierer med markedsporteføljen. Ifølge Damodaran kan markeds beta defineres med formel 27 (Damodaran, 2012, s. 672):

$$\text{Markeds beta} = \frac{\text{korr}(r_i, r_m) * \text{std}(r_i)}{\text{std}(r_m)}$$

Formel 27: Markeds beta

$\text{korr}(r_i, r_m)$ = Korrelasjonen mellom aksjekurs og markedsportefølje

$\text{std}(r_i)$ = Standardavviket til aksjekursen

$\text{std}(r_m)$ = Standardavviket til markedsporteføljen (systematisk risiko + usystematisk risiko)

Standardavviket til egenkapitalen i private selskaper måler total risiko som vil si at telleren i formelen måler andelen av selskapets risiko som er markeds relatert, altså systematisk risiko (Damodaran, 2012, s. 672). For å finne en total gjeldsupåvirket beta for et privat selskap kan man da dividere den gjeldsupåvirkede betaen i bransjen på den gjennomsnittlige korrelasjonskoeffisienten for bransjen (Damodaran, 2012, s. 673).

Gjeldsupåvirket beta for bransjen som Time Gruppen opererer i er på 0,56. På Damodarans hjemmeside finner jeg at gjennomsnittlig korrelasjon med markedet for byggebransjen er på 55,51% (Damodaran online, 2021). Med dette får jeg en total gjeldsupåvirket beta for Time Gruppen på 1 som vist i formelen under. Denne betaen måler både systematisk og usystematisk risiko.

$$\text{Total gjeldsupåvirket beta} = \frac{0,56}{0,5551} = 1,0$$

Formel 28: Total gjeldsupåvirket beta

Til slutt i beregningen av en bottom up beta finner jeg gjeldspåvirket beta for selskapet. Siden Time Gruppen er et privat selskap har det ikke markedsverdi på egenkapitalen, det er derfor blitt brukt bokført verdi av egenkapital og gjeld for å finne en gjeldsgrad for selskapet. Jeg bruker total gjeldsupåvirket beta som jeg beregnet i formel 27 for å finne gjeldspåvirket beta for Time Gruppen som er vist i formelen under.

$$\text{Gjeldspåvirket beta}_{\text{Time Gruppen}} = 1,0 * (1 + (1 - 0,22) * 0,459) = 1,4$$

Total gjeldspåvirket beta blir 1,4. Dette er en veldig høy beta og innebærer som nevnt både systematisk og usystematisk risiko, som betinger at investorene i Time Gruppen har all sin formue i dette selskapet. Det kan tenkes at aksjonærene eier mer enn disse aksjene. Man kan også argumentere for at en verdsettelse kan vurderes ut fra en potensiell kjøpers perspektiv. Denne kjøperen kan være diversifisert, men det kan man jo ikke vite. På bakgrunn av nevnte argumenter velger jeg å beregne en beta på den tradisjonelle måten ved å bruke den gjennomsnittlige gjeldsupåvirket betaen på 0,56. Gjeldspåvirket beta blir da 0,8 som vist i formelen under.

$$\text{Gjeldspåvirket beta}_{\text{Time Gruppen}} = 0,56 * (1 + (1 - 0,22) * 0,459) = 0,8$$

Jeg velger å avrunde betaen til 0,8 og legger tyngst vekt på denne siden jeg antar at aksjonærene i Time Gruppen trolig eier litt mer enn aksjene i dette selskapet. På bakgrunn av den totale betaen på 1,4 som inneholder både systematisk og usystematisk risiko og usikkerheten rundt diversifisering, velger jeg å justere opp betaen til 0,95, som vil bli brukt videre i estimeringen av avkastningskravet til egenkapitalen.

8.1.3 Markedsrisikopremie

De siste 10 årene har PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens forening hvert år gjennomført undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet» (PwC, 2020, s. 3). Markedsrisikopremien i det norske markedet har de siste 10 årene vært stabil med en median på 5%, også i 2020 er nivået på markedsrisikopremien 5%. Siden jeg verdsetter et privat selskap vil jeg ta hensyn til markedsrisikopremien for private equity (ikke-børsnotert selskap), som er noe høyere enn de øvrige aktørene og ligger på 5,5% (PwC, 2020, s. 8). I beregningen av avkastningskravet kommer jeg til å bruke markedsrisikopremien på 5,5%.

8.1.4 Avkastningskrav til egenkapitalen

For å estimere avkastningskravet til Time Gruppens egenkapital skal jeg, som nevnt tidligere, bruke kapitalverdimodellen som inneholder risikofri rente, markedsrisikopremie og beta. Gjennom dette kapittelet har jeg funnet alle komponentene som trengs i

beregningen. I formelen under finner jeg et avkastningskrav på 7%, som vil bli brukt som egenkapitalkostnad i videre beregning av totalkapitalkostnaden.

$$r_{EK} = r_f + \beta * (r_m - r_f) = 1,41\% + 0,95 * 5,5\% = 7\%$$

8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

8.2.1 Gjeldskostnad

Som nevnt i kapittel 4.1.3.2 er enkleste måte å finne gjeldskostnad på dersom selskapet har utstedt langsiktige obligasjoner, avkastningen på obligasjonene kan da brukes som gjeldskostnad. Time Gruppen er et privat og mindre selskap og har ikke utstedt obligasjoner, det vil derfor være vanskeligere å finne en gjeldskostnad for dette selskapet. Alternativt kan man finne gjeldskostnad for Time Gruppen ved å estimere en syntetisk rating av selskapet, basert på en rentedekningsgrad, men dette vil heller ikke ha en hensikt siden det ikke er vanlig å rate mindre selskaper i tillegg har selskapet veldig lave rentekostnader. Jeg har derfor vært i kontakt med eierne av selskapet som forteller at dersom de skulle tatt opp et lån i banken, ville trolig renten vært på 2,5%. Jeg kommer til å bruke denne som gjeldskostnad i beregningen av totalkapitalkostnaden.

8.2.2 Andel av gjeld og egenkapital

Time Gruppen har ikke markedsverdi på egenkapitalen siden det er et privat selskap. Det vil derfor bli brukt bokført verdi av gjeld og egenkapital i konsernet som vekt i beregningen av avkastningskrav for totalkapitalen ved bruk av WACC formelen som ble beskrevet i kapittel 4.1.2.2. Basert på dette avkastningskravet vil jeg til slutt få en markedsverdi av egenkapitalen som igjen vil bli brukt som andel av egenkapital i WACC formelen i en iterativ prosess for å se hvor mye avkastningskravet endrer seg og få en mer realistisk verdi av selskapet. Jeg vil derfor først få en foreløpig verdi av Time Gruppen, før jeg gjør denne iterative prosessen, dette kommer jeg tilbake til i kapittel 9.4.

Bokført verdi av egenkapitalen i Time gruppen er 11,1mill og bokført verdi av gjeld er 5,1mill. Formlene under viser andel av egenkapital og gjeld som skal brukes i beregningen av total Kapitalkostnaden.

$$\text{Andel egenkapital} = \frac{11,1\text{mill}}{11,1\text{mill} + 5,1\text{mill}} = 68,5\%$$

$$\text{Andel gjeld} = \frac{5,1\text{mill}}{11,1\text{mill} + 5,1\text{mill}} = 31,5\%$$

8.2.3 Avkastningskrav til total kapitalen

For å finne et avkastningskrav til Time Gruppens total kapital skal jeg som nevnt bruke WACC formelen. Gjennom kapittel 8 har jeg funnet alle komponentene jeg trenger i formelen for å regne avkastningskravet. I formelen under står EK for bokførtverdi av egenkapitalen og G er bokførtverdi av gjeld.

$$r_{wacc} = r_E * \frac{EK}{EK + G} + r_D * \frac{G}{EK + G} * (1 - t)$$

$$r_{wacc} = 7\% * 0,685 + 2,5\% * 0,315 * (1 - 22\%) = 0,07 = 5\%$$

Jeg har nå beregnet et avkastningskrav på 5%, dette er et foreløpig avkastningskrav som vil brukes for å estimere foreløpige markedsverdier. Som nevnt tidligere vil disse markedsverdiene bli brukt i en iterativ prosess i kapittel 9.4, for å estimere et nytt avkastningskrav og deretter ny markedsverdi.

8.3 Terminalvekst

Etter år 2025 skal jeg bruke en terminalverdi siden det ikke er mulig å beregne kontantstrømmer i evig tid. Fra terminalåret (2026) og fremover antar jeg at selskapet varer evig og er stabilt med en konstant vekstrate. Som jeg nevnte i kapittel 4.1.1.3 er det viktig å huske på at veksten i terminalverdien ikke kan være høyere enn veksten i BNP. Jeg skal

bruke den stabile vekstmodellen for å finne en terminalverdi til Time Gruppen, utgangspunktet for denne verdien er kontantstrømmen i år 2025.

Veksten i 2025 for Time Interiør har jeg estimert til 2% og i Time Aluminium er den estimert til 3%. På bakgrunn av svingninger i driftsinntektene fra år til år og begrenset produksjonskapasitet setter jeg terminalveksten i perioden fra og med 2026 til evig tid, til 0,5% for begge selskapene.

9. Verdsettelse

I dette kapitlet skal jeg estimere verdien av Time Gruppen ved bruk av verdsettelsesmodellen diskontert fri kontantstrøm. Jeg skal først finne verdien av de to driftsselskapene Time Interiør og Time Aluminium for deretter å legge sammen verdien av de to selskapene og trekke fra gjeld i Time Gruppen. Til slutt vil jeg få en verdi av den totale egenkapitalen i konsernet.

9.1 Nåverdi av kontantstrømmer

Jeg har nå beregnet og estimert alle elementer som må være med i en verdsettelse, og kan gjennomføre verdiberegningen av Time Gruppen. Fremtidige kontantstrømmer ble oppsummert i kapittel 7.7, og vil nå bli neddiskontert med avkastningskravet på 5%. Formelen for nåverdi som ble beskrevet i kapittel 4.1 vil brukes for å finne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til Time Interiør og Time Aluminium som er vist i tabell 36 og 37.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + 0,07)^t}$$

Time Interiør	2021	2022	2023	2024	2025
I hele 1000NOK					
Kontantstrøm til totalkapitalen	5 701	5 063	5 388	4 992	5 621
Nåverdi av kontantstrøm	5 430	4 592	4 654	4 107	4 404
SUM Nåverdi av kontantstrømmer	23 187				

Tabell 36: Foreløpig nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Interiør

Time Aluminium I hele 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Kontantstrøm til totalkapitalen	1 136	1 486	1 583	1 933	2 013
Nåverdi av kontantstrøm	1 082	1 348	1 367	1 590	1 577
SUM Nåverdi av kontantstrømmer	6 964				

Tabell 37: Foreløpig nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Aluminium

9.2 Terminalverdi

I kapittel 8.3 estimerte jeg en terminalvekst på 0,5% for begge selskapene. Denne vil nå bli brukt i den stabile vekstmodellen sammen med den siste kontantstrømmen i perioden for å finne en terminalverdi for begge selskapene. Terminalverdien vil legges til nåverdien av kontantstrømmene for å estimere en markedsverdi. Utrekning av de foreløpige terminalverdiene til begge selskaper er vist under, i hele 1000NOK.

$$Terminalverdi_{Time\ Interiør} = \frac{5\,621 * (1 + 0,005)}{0,05 - 0,005} = 125\,536$$

$$Terminalverdi_{Time\ Aluminium} = \frac{2\,013 * (1 + 0,005)}{0,05 - 0,005} = 44\,957$$

Terminalverdiene må neddiskonteres fra år 2025 til i dag med avkastningskravet for å få en nåverdi, dette er vist i formlene under.

$$Nåverdi\ av\ terminalverdi_{Time\ Interiør} = \frac{125\,536}{(1 + 0,05)^5} = 98\,360$$

$$Nåverdi\ av\ terminalverdi_{Time\ Aluminium} = \frac{44\,957}{(1 + 0,05)^5} = 35\,225$$

9.3 Foreløpig estimert verdi av selskapene

Får å finne totalverdien til de to selskapene, summerer jeg de neddiskonterte kontantstrømmene og legger til nåverdien av terminalverdien. Med dette får jeg en verdi på totalkapitalen til begge selskapene vist i tabellene under.

Verdiberegning i hele 1000NOK Time Interiør		Verdiberegning i hele 1000NOK Time Aluminium	
Nåverdi av kontantstrømmer	23 187	Nåverdi av kontantstrømmer	6 964
Nåverdi av terminalverdi	98 360	Nåverdi av terminalverdi	35 225
Verdi av totalkapital	121 547	Verdi av totalkapital	42 189

Tabell 38: Foreløpig verdi av Time Interiør og Time Aluminium

For å finne verdien av den totale egenkapitalverdien i Time Gruppen legger jeg sammen totalverdien i begge selskapene og trekker fra gjeld i konsernet som er på 5,1mill. Foreløpig totalverdi og egenkapitalverdi i Time Gruppen er vist i tabell 39 under.

Verdiberegning av Time Gruppen i MNOK	
Totalverdi	163,7
Netto gjeld	5,1
Verdi av egenkapital	158,6

Tabell 39: Foreløpig verdi av egenkapitalen i Time Gruppen

9.4 Verdiestimering ved en iterativ prosess

Jeg nevnte i kapittel 8.2.2 at jeg skulle gjøre en iterativ prosess for å få en bedre estimert verdi av selskapet siden jeg i utgangspunktet ikke hadde markedsverdier til å bruke i WACC formelen. En iterativ prosess er når en handling blir gjentatt eller repetert, som vil si at en evaluerer eller regner noe ut gjentatte ganger, og bruker den beregnede verdien for neste evaluering. Jeg har nå funnet en foreløpig markedsverdi av totalkapitalen og egenkapitalen til Time Gruppen. Den foreløpige markedsverdien av egenkapitalen vil nå bli brukt for å finne de nye vektene som skal brukes i WACC formelen for å få et nytt avkastningskrav til totalkapitalen. Vektene som skal brukes er vist i formlene under, hvor markedsverdi av gjeld er bokført verdi av gjeld som ble brukt tidligere.

$$\text{Andel av egenkapital} = \frac{158,6}{158,6 + 5,1} = 0,97$$

$$\text{Andel av gjeld} = \frac{5,1}{158,6 + 5,1} = 0,03$$

De nye vektene settes inn i WACC formelen og gir nå et nytt og mer realistisk avkastningskrav til totalkapitalen som vist i formelen under.

$$r_{wacc} = 7\% * 0,97 + 2,5\% * 0,03 * (1 - 22\%) = 7\%$$

Det nye avkastningskravet er i underkant av 7% som jeg velger å avrunde til 7% og tilsvarer avkastningskravet til egenkapitalen. Dette gir mening og skyldes at andel av markedsverdien av egenkapital er betydelig høyere enn andel av gjeld. Jeg skal nå neddiskontere kontantstrømmene til Time Interiør og Time Aluminium og terminalverdien med det nye avkastningskravet, og deretter estimere en ny verdi av egenkapitalen til Time Gruppen som vil være en mer realistisk verdi.

Time Interiør I hele 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Kontantstrøm til totalkapitalen	5 701	5 063	5 388	4 992	5 621
Nåverdi av kontantstrøm	5 328	4 422	4 398	3 808	4 007
SUM Nåverdi av kontantstrømmer	21 963				

Tabell 40: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Interiør

Time Aluminium I hele 1000NOK	2021	2022	2023	2024	2025
Kontantstrøm til totalkapitalen	1 136	1 486	1 583	1 933	2 013
Nåverdi av kontantstrøm	1 062	1 298	1 292	1 475	1 435
SUM Nåverdi av kontantstrømmer	6 562				

Tabell 41: Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i Time Aluminium

I tabellen under har jeg regnet ut ny terminalverdi og nåverdi av terminalverdien med det nye avkastningskravet på 7%.

	Time Interiør	Time Aluminium
Terminalverdi	86 909	31 124
Nåverdi av terminalverdi	61 965	22 191

Tabell 42: Ny nåverdi av terminalverdiene for Time Interiør og Time Aluminium

De nye neddiskonterte kontantstrømmene og terminalverdiene for hvert selskap vil nå legges sammen for å få en ny verdi på totalkapitalen og egenkapitalen. De nye verdiene er vist i tabellene under.

Verdiberegning i hele 1000NOK Time Interiør		Verdiberegning i hele 1000NOK Time Aluminium	
Nåverdi av kontantstrømmer	21 963	Nåverdi av kontantstrømmer	6 562
Nåverdi av terminalverdi	61 965	Nåverdi av terminalverdi	22 191
Verdi av totalkapital	83 928	Verdi av totalkapital	28 753

Tabell 43: Verdi av Time Interiør og Time Aluminium

Ny totalverdi og egenkapitalverdi av Time Gruppen etter en iterativ prosess er vist i tabell 44. Dette er en lavere verdi grunnet høyere avkastningskrav på 7% enn den jeg fikk i utgangspunktet på 5%. Denne verdien vil være et bedre og mer realistisk verdiestimat.

Ny verdiberegning av Time Gruppen i MNOK	
Totalverdi	112,7
Netto gjeld	5,1
Verdi av egenkapital	107,6

Tabell 44: Verdi av egenkapitalen i Time Gruppen

10. Relativ verdsettelse

Relativ verdsettelse går ut på å verdsette en eiendel eller et selskap relativt til hva markedet er villig til å betale for lignende eiendeler eller selskaper. Jeg skal nå verdsette Time Gruppen relativt til børsnoterte selskaper som opererer i byggebransjen ved bruk av multiplene P/E, P/B og EV/EBITDA. De sammenlignbare selskapene jeg skal verdsette relativt til er Byggma og AF Gruppen. Utfordringen med denne type verdsettelse er at sammenlignbare selskaper aldri er identiske, de kan ha ulik risiko, vekst potensial, og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453).

Å gjøre en relativ verdsettelse for et privat selskap er en større utfordring enn det er for børsnoterte selskaper. Damodaran har to tilnærminger for å gjøre denne type verdsettelse for privat selskap, den ene er å se på hvilken pris lignende selskaper er solgt for, den andre

tilnærmingen er å se på markedspriser for børsnoterte selskaper og justere for fundamentale forskjeller (Damodaran, 2012, s. 695). Det vil være utfordrende å finne prisen på tilsvarende solgte produksjonsbedrifter, derfor bruker jeg tilnærming 2, og verdsetter Time Gruppen relativt til børsnoterte selskaper og deretter justerer for forskjeller. Nøkkeltallene P/E og P/B for Byggma og AF Gruppen i dette kapittelet er hentet fra Nordnet 26. april 2021 (Nordnet, 2021). EV/EBITDA multiplene for Byggma og AF Gruppen er hentet fra Yahoo finance 26. april 2021 (Yahoo finance, 2021).

10.1 P/E-multippel

Oversikt over P/E for de sammenlignbare selskapene er vist i tabell 45. P/E multippelen for Byggma og AF Gruppen er regnet ut ved å dividere markedsprisen per aksje med resultat per aksje. Dette vil være det samme som å dividere markedsverdien til egenkapitalen på årsresultatet. Byggma og AF Gruppens P/E er basert på de siste 12 sammenhengende månedene og tallene er hentet fra den siste offentliggjorte rapporten (Nordnet, 2021).

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi på EK}}{\text{Årsresultat}}$$

Formel 29: P/E

Tabellen under viser oversikt over P/E for AF Gruppen og Byggma. Gjennomsnittet er på 23,43 og vil brukes for å estimere verdien på den totale egenkapitalen i Time Gruppen

Selskap	AF Gruppen	Byggma
P/E	22,99	23,87
Gjennomsnitt	23,43	

Tabell 45: P/E for sammenlignbare selskaper

For å gjøre en relativ verdsettelse for Time Gruppen legger jeg sammen årsresultatene for Time Interiør og Time Aluminium på henholdsvis 4,6 mill og -2,3 mill, hentet fra selskapenes årsregnskap for 2020. Jeg får da et samlet årsresultat for Time Gruppen på 2,3 mill. Ved å multiplisere det samlede årsresultatet og den gjennomsnittlige P/E for de

sammenlignbare selskapene, får jeg en verdi av den totale egenkapitalen i Time Gruppen på 58,6 mill. På bakgrunn av at 2020 er et unntaks år og førte til negativt resultat i Time Aluminium vil verdien i denne verdsettelsen være relativt lav og lite relevant.

$$\text{Markedsverdi av EK}_{\text{Time Gruppen}} = 23,43 * 2,3 = 53,9$$

10.2 P/B-multippel

En god grunn til å bruke P/B multippelen er at bokført verdi er relativt stabil og et intuitivt mål på verdien som kan bli sammenlignet med markedsprisen (Damodaran, 2012, s. 511). P/B multippelen beregnes ved å dividere markedsverdien av egenkapitalen på bokførtverdi av egenkapitalen.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokførtverdi av EK}}$$

Formel 30: P/B

P/B multiplene for Byggma og AF Gruppen er hentet fra Nordnet og er beregnet ved å dividere prisen på aksjen på bokført verdi per aksje (Nordnet, 2021). Tabell 41 viser oversikt over selskapenes P/B.

Selskap	AF Gruppen	Byggma
P/B	8,10	2,73
Gjennomsnitt	5,4	

Tabell 46: P/B for sammenlignbare selskaper

I en relativ verdsettelse av Time gruppen ved bruk av P/B multippelen trenger jeg bokførtverdi av egenkapitalen, denne skal multipliseres med den gjennomsnittlige P/B for de sammenlignbare selskapene som gir en estimert verdi av egenkapitalen i Time Gruppen. Bokførtverdi av egenkapitalen i Time Interiør og Time Aluminium er på henholdsvis 11,9 mill og 7,7 mill. Jeg legger sammen de to verdiene for å få en samlet bokførtverdi av egenkapitalen, som er på 19,6 mill. Gjennomsnittlig P/B for de sammenlignbare

selskapene er på 5,4. I formelen under har jeg beregnet en estimert verdi av egenkapitalen i Time Gruppen.

$$\text{Markedsverdi av EK}_{\text{Time Gruppen}} = 5,4 * 19,6 = 106$$

10.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplene beregnes med formel 31, og er en totalverdi multiplene, i motsetning til de andre multiplene som kun inneholder markedsverdi av EK. EV står for enterprise value som er definert som markedsverdi av egenkapitalen pluss markedsverdi av gjeld minus kontanter. EBITDA er inntjening før rentekostnader, skatt, nedskrivninger og avskrivninger. EV/EBITDA multiplene for Byggma og AF Gruppen er per 26.04.2021 på henholdsvis 9,83 og 16,27 (Yahoo finance, 2021).

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{kontanter}}{EBITDA}$$

Formel 31: EV/EBITDA

Tabell 47 viser oversikt over de sammenlignbare selskaperes EV/EBITDA multipler og et gjennomsnitt av de to som vil brukes for å beregne en totalverdi av Time Gruppen.

Selskap	AF Gruppen	Byggma
EV/EBITDA	16,27	9,83
Gjennomsnitt	13	

Tabell 47: EV/EBITDA for sammenlignbare selskaper

Total EBITDA for Time Gruppen er på 4,8 mill, hvor EBITDA for Time Interiør og Time Aluminium er på henholdsvis 6,2 mill og -2 mill. Ved å benytte gjennomsnittlig EV/EBITDA for Byggma og AF Gruppen kan jeg estimere totalverdien av Time Gruppen. Dette er vist i formelen under, hvor jeg får en EV på 62 mill for selskapet. Ved å trekke fra gjelden på 5,1 mill blir verdien av egenkapitalen estimert til 57 mill.

$$EV = 13 * 4,8 = 62$$

I likhet med verdsettelsen basert på P/E, blir også verdien her relativt lav som skyldes negativ EBITDA i Time Aluminium i 2020.

10.4 Oppsummering relativ verdsettelse

Gjennom den relative verdsettelsen har jeg brukt multiplene P/E, P/B og EV/EBITDA, som har gitt tre ulike verdiestimat på egenkapitalen i Time Gruppen. Tabell 48 under viser en oppsummering av de ulike verdiestimatene basert på den relative verdsettelsen.

MNOK	Markedsverdi av Time Gruppens egenkapital
P/E	58,6
P/B	106
EV/EBITDA	57

Tabell 48: Oppsummering markedsverdi av EK i Time Gruppen, basert på relativ verdsettelse

Av tabellen over ser jeg at markedsverdien av egenkapitalen basert på relativ verdsettelse ved bruk av P/B ga høyest verdi og ble estimert til 106 mill. Verdiestimatet på egenkapitalen ved bruk av EV/EBITDA og P/E er betydelig lavere enn verdien basert på P/B, som blant annet skyldes at 2020 var et uvanlig år og førte til negativt resultat i Time Aluminium. De to verdiestimatene vil derfor ikke være relevant siden det i stor grad skyldes det negative resultatet.

Jeg nevnte innledningsvis i kapitlet at jeg skulle justere for forskjeller på bakgrunn av fundamentale forskjeller. Byggma og AF Gruppen er store selskaper med flere forretningsområder, lavere risiko og høyere vekstpotensial sammenlignet med Time Gruppen. Med dette kunne jeg argumentert for en nedjustering av de estimerte verdiene, men på bakgrunn av et unntaksår som førte til negativt resultat i Time Aluminium vil dette ikke være hensiktsmessig.

11. Sensitivitetsanalyse

I en verdsettelse av et selskap eller en eiendel tar man flere forutsetninger og antakelser om fremtiden og estimerer fremtidige verdier på bakgrunn av dette. Det vil alltid være usikkerhet rundt disse forutsetningene knyttet til verdsettelsen. Jeg skal derfor gjøre en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor følsom den estimerte verdien på selskapet er for endringer i de faktorene som inngår i verdsettelsen. I denne sensitivitetsanalysen har jeg valgt å se på endring i beta og dermed også avkastningskravet, terminalvekst og kostnader.

11.1 Endring i beta

I kapittel 8.1.2 estimerte jeg en bottom up beta for Time Gruppen på 0,95. Jeg skal nå se på hvordan endring i betaen vil påvirke selskapets verdi. I analysen av hvordan endringen i beta påvirker verdien bruker jeg avkastningskravet jeg fant i den iterative prosessen i kapittel 9.4 med de nye vektene i wacc siden denne gir et mer korrekt bilde på hva avkastningskravet vil være. Tabellen under viser oversikt over endringer og hvordan disse påvirker totalverdien på selskapet, avkastningskravene har jeg valgt å avrunde.

Beta	Avkastningskrav til EK	WACC	Verdi på totalkapitalen til Time Gruppen (MNOK)
0,55	4%	4%	211
0,7	5%	5%	164
0,8	6%	6%	134
0,95	7%	7%	113
1,1	7%	7%	113
1,3	8,6%	8%	97
1,4	9%	9%	86
1,5	10%	10%	76

Tabell 49: Ulike beta verdier og hvordan de påvirker totalverdien av Time Gruppen

Som jeg nevnte i kapittel 9.4 har selskapet høy andel av markedsverdi på egenkapitalen i forhold til andel av markedsverdi på gjeld siden de per i dag har lite gjeld. Dette gjør at en endring i beta vil gi tilnærmet samme totalkapitalkostnad som egenkapitalkostnad, dermed vil en endring i beta ha stor påvirkning på verdien av selskapets totalkapital.

11.2 Endring i terminalvekst

Time Interiør og Time Aluminium er selskaper som har mulighet for høy vekst, men dette forutsetter økning i produksjons kapasiteten. På bakgrunn av svingninger i omsetning og begrenset kapasitet i dag satte jeg terminalveksten til 0,5%. Jeg skal nå se på hvordan verdien på driftsselskapene endres ved økning eller reduksjon i terminalveksten og deretter endringen av Time Gruppens total kapital.

Terminalvekst	Verdi på Time Interiørs total kapital (MNOK)	Verdi på Time Aluminiums total kapital (MNOK)	Verdi på Time Gruppens total kapital (MNOK)
0,2%	81	27,7	108,7
0,5%	83,9	28,8	112,7
0,7%	86	29,5	115,5
0,9%	88,3	30,3	118,6
1,2%	91,9	31,6	123,5
1,5%	95,9	33	128,9
2%	103,7	35,8	139,5
2,5%	113,2	39,3	152,5

Tabell 50: Ulik terminalvekst og endring i verdi på total kapitalen til Time Gruppen

Av tabellen over ser jeg at endring i terminalvekst vil ha høyest påvirkning på verdien til Time Interiørs total kapital siden dette selskapet har høyere markedsverdi sammenlignet med Time Aluminium. Endring i veksten vil totalt sett påvirke hele konsernets verdi. Jeg satte en lav terminalvekst på 0,5% på bakgrunn av begrenset kapasitet, dermed vil en liten økning eller reduksjon i terminalveksten ha veldig liten påvirkning på total kapitalverdien i Time Gruppen. Dersom selskapene derimot øker produksjons kapasiteten og kan få potensial for høyere terminalvekst på over 1,5% vil dette gi en mer betydelig økning i verdien. Time Gruppen er lite sensitive til små endringer og må ha en betraktelig høyere terminalvekst for at verdien skal ha en betydelig økning. En av årsakene til dette er at selskapet har et relativt høyt avkastningskrav på 7%, som gjør at kontantstrømmer langt frem i tid får relativt lav verdi i nåverdiberegningen, med et lavere avkastningskrav ville verdien vært mer påvirket av endringer i terminalveksten.

11.2 Endring i driftskostnader

I kapittel 7.2 estimerte jeg fremtidige driftskostnader for Time Interiør og Time Aluminium til å være på henholdsvis 86% og 96% av driftsinntektene. Time Aluminium har veldig høye administrasjonskostnader som gjør at de har relativt høye totale driftskostnader i prosent av inntektene. Økt fokus på bærekraftig utvikling kan føre til flere krav og regler fra regjeringen som kan gi høyere kostnader. Jeg nevnte også at Time Aluminium har mulighet for reduksjon i lønnskostnader i forhold til driftsinntekter med tanke på levering uten montasje. Jeg skal nå se på hvor mye endring i kostnadene vil påvirke Time Interiør og Time Aluminium.

Endring i driftskostnader	Ny Driftskostnad (prosent av driftsinntekter)	Verdi på Time Interiørs total kapital (MNOK)
-2%	84%	97
-1,5%	84,5%	93,8
-1%	85%	90,5
0%	86%	83,9
1%	87%	77,4
1,5%	87,5%	74,1
2%	88%	70,8

Tabell 51: Endring i driftskostnader og hvordan det påvirker verdien på total kapitalen til Time Interiør

Av tabellen over ser jeg at en endring på +/- 2% vil gi en endring i verdien på total kapitalen til Time Interiør på ca. 13 millioner, men selskapet vil likevel ha en relativt høy verdi ved både en økning og reduksjon. Liten endring i driftskostnadene vil ha liten betydning, og selskapet er derfor i liten grad følsomme for endringer i driftskostnadene.

Endring i driftskostnader	Ny Driftskostnad (prosent av driftsinntekter)	Verdi på Time Aluminiums totalkapital (MNOK)
-3%	93%	60
-2%	94%	49,6
-1%	95%	39,2
0%	96%	28,8
1%	97%	18,4
1,5%	97,5%	13,1
2%	98%	7,9

Tabell 52: Endring i driftskostnader og hvordan det påvirker verdien på totalkapitalen til Time Aluminium

For Time Aluminium ser jeg av tabellen over at endring i driftskostnadene har stor påvirkning på verdien. Dersom selskapet reduserer driftskostnadene med 3% vil dette gi en betydelig høy økning i verdien. En økning på 2% derimot vil medføre en stor reduksjon i verdien på totalkapitalen. Time Aluminium er derfor veldig sensitive for endringer i driftskostnadene.

11.3 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Gjennom sensitivitetsanalysen så jeg på hvordan endringer i beta, avkastningskrav, terminalvekst og kostnader påvirker verdien på selskapet. Endring i beta vil ha stor påvirkning på avkastningskravet til egenkapitalen og videre på totalkapital avkastningskravet på grunn av høy markedsverdi på egenkapital i forhold til gjeld. Med dette vil verdien på totalkapitalen til Time Gruppen påvirkes i stor grad ved endring av beta. Endring i terminalveksten derimot er selskapet mindre sensitive til, dette skyldes blant annet relativt høyt avkastningskrav. Liten endring i veksten påvirker verdien av Time Gruppen i liten grad. Dersom selskapet får potensial for høyere vekst på over 1,5% vil verdien ha en mer betydningsfull økning. I sensitivitetsanalysen valgte jeg også å se på selskapenes sensitivitet i forhold til endring i driftskostnader. På bakgrunn av at Time Aluminium har veldig høye lønnskostnader ønsket jeg å se på hvor sensitiv verdien på selskapet var til små endringer. Jeg fant ut at selskapets verdi endres betydelig ved små endringer i driftskostnadene i motsetning til Time Interiør som ikke er like sensitive. Totalt sett vil Time Gruppen være mest sensitive for endringer i driftskostnader og endring i avkastningskrav som følge av endring i beta.

12. Konklusjon

Formålet med oppgaven var å estimere verdien til Time Gruppen AS med problemstillingen «Hva er verdien av Time Gruppen AS våren 2021?». Gjennom oppgaven har jeg estimert en verdi på Time Gruppen med utgangspunkt i fundamental verdsettelse basert på neddiskonterte fremtidige kontantstrømmer. Jeg foretok en strategisk analyse hvor jeg så på hvordan selskapet påvirkes av makroomgivelsene og hvilke betydninger det vil ha for selskapets fremtidige utsikter. Det ble også gjennomført en regnskapsanalyse for å se på selskapenes økonomiske situasjon i dag. På bakgrunn av den strategiske analysen og historiske regnskapstall estimerte jeg fremtidige kontantstrømmer. En problemstilling som oppstod siden jeg verdsatte et privat selskap var at jeg ikke hadde markedsverdier på egenkapital til å bruke som vekter i avkastningskravet til totalkapitalen. Jeg valgte derfor å bruke bokførte verdier og til slutt gjøre en iterativ prosess med de nye markedsverdiene som vekter, og fikk da et nytt og mer realistisk avkastningskrav på 7%. Videre kom jeg da frem til en egenkapitalverdi på 107,6 millioner kroner.

I beta beregningen la jeg størst vekt på den tradisjonelle betaen jeg fikk på 0,8 som kun inneholder systematisk risiko. På grunn av usikkerheten om eierne er diversifisert eller ikke valgte jeg å justere betaen opp til 0,95 på bakgrunn av en total beta på 1,4. Jeg kunne igjen gjort en iterativ prosess i den tradisjonelle beta beregningen og brukt den nye markedsverdien på egenkapitalen for å beregne gjeldsgrad som kunne blitt brukt for å beregne en ny gjeldspåvirket beta. Dette ville resultert i en lavere beta på 0,6, men det er rimelig å anta at en beta på 0,95 muligens er mer realistisk.

Jeg har brukt mest tid på verdsettelsesmetoden neddiskonterte kontantstrømmer, men har i tillegg gjort en relativ verdsettelse basert på P/E, P/B og EV/EBITDA. Verdivurdering basert på P/B ga en estimert egenkapitalverdi på 106 MNOK. Verdien jeg fikk ved å bruke EV/EBITDA og P/E er betydelig lavere på bakgrunn av negativt resultat i Time Aluminium, de blir derfor ikke tatt i betraktning.

Hovedtilnærmingen gir en verdi på egenkapitalen i Time Gruppen like i overkant av 107 millioner kroner. Verdien har en usikkerhet i forutsetningene knyttet til beta, avkastningskrav og vekst brukt i den fundamentale verdsettelsen. Denne usikkerheten styrkes av den relative verdivurderingen.

Referanseliste

AF Gruppen (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra

<https://afgruppen.no/globalassets/investor/arsrapporter/af-arsrapport-2020.pdf>

Byggalliansen. (u.å.). Nysgjerrig på BREEAM-NOR? Hentet 18. januar 2021 fra

<https://byggalliansen.no/sertifisering/om-breeam/nysgjerrig-pa-breeam-nor/>

Byggenæringens landsforening (u.å.). Om oss. Hentet 26. januar 2021 fra

<https://www.bnl.no/vi-bygger-norge/om-bygg--og-anlegg/om-oss/>

Byggenæringens landsforening (u.å.). Om byggenæringen. Hentet 26. januar 2021 fra

<https://www.bnl.no/om-oss/om-byggenaringen/>

Byggherreforskriften. (2009). Forskrift om sikkerhet, helse og arbeidsmiljø på bygge- eller anleggsplasser (FOR-2009-08-03-1028). Hentet fra

<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2009-08-03-1028>

Byggma (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra

<https://www.byggma.no/media/7152/byggma-aarsrapport-2020.pdf>

Byggtjeneste (u.å.). Hva er BREEAM/BREEAM-NOR? Hentet 18. januar 2021 fra

<https://byggtjeneste.no/breeam-nor/>

Bøhren, Ø. & Gjørum, P. I. (2016). *Finans: Innføring i investering og finansiering*.

Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3. utg). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Damodaran online (2021, 8. januar). Betas by Sector (US) – Building materials. Hentet fra

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Damodaran online (2021, 8. januar). Total Betas by Sector (US) – Building materials. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

E24 Børs (2021) AF Gruppen - Estimer. Hentet 1. mai 2021 fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/AFG.OSE>

E24 Børs (2021). Byggma - Estimer. Hentet 1. mai 2021 fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/BMA.OSE>

Hoff, K. G. & Helbæk, M. (2015). *Økonomistyring 2 Driftsregnskap og budsjettering* (6. utg). Oslo: Universitetsforlaget.

Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2015). *Grunnleggende regnskap 2 Analyse av finansregnskapet* (2. utg). Oslo: Universitetsforlaget.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2017). *Exploring strategy* (11. utg). Harlow, UK: Pearson Education Limited.

Nordnet (2021). AF Gruppen - Nøkkeltall. Hentet 26. April 2021 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105572-af-gruppen>

Nordnet (2021). AF Gruppen – Selskapsinformasjon. Hentet 4. mai 2021 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105572-af-gruppen>

Nordnet (2021). Byggma - Nøkkeltall. Hentet 26. April 2021 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105571-byggma>

Nordnet (2021). Byggma – Selskapsinformasjon. Hentet 4. mai 2021 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105571-byggma>

Norges Bank. (2020, 8. april). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Proff. (2021). Farstad Aluminium AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/farstad-aluminium-as/ålgård/metaller-og-metallvarer/IF6SLZE07S4/>

Proff. (2020). Gjesdal Aluminium AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/gjesdal-aluminium-as/nesttun/metaller-og-metallvarer/IFVL6IY07S4/>

Proff. (2020). Hodneland Bygginredning AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/hodneland-bygginredning-as/hagavik/møbler/IG56Y0L015G/>

Proff. (2020). Moelven Modus AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/moelven-modus-as/drammen/produsenter/IFQD0GI016D/>

Proff. (2020). Modulvegger AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/modulvegger-as/åmot/produsenter/IFTBINO016D/>

Proff. (2020). Rubicon AS - Nøkkeltall. Hentet 29. april 2021 fra <https://proff.no/nokkeltall/rubicon-as/klepp-stasjon/bygningshåndverkere/IG26B1M07TR/>

PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

Regjeringen (2019, 24. november). Forbud mot fossil fyringsolje til oppvarming av bygninger. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/forbud-mot-oljefyr--til-oppvarming/id2678986/>

Regjeringen (2020, 29. mai). Tiltak for økt aktivitet i bygge- og anleggsbransjen. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/tiltak-for-okt-aktivitet-i-bygge--og-anleggsbransjen/id2704416/>

Time Aluminium. (u.å.). Hentet 14. januar 2021 fra <https://time-as.no/aluminium/>

Time interiør. (u.å.). Hentet 14. januar 2021 fra <https://time-as.no/interior/>

Visma. (u.å.). Likviditet. Hva er likviditet? Hentet 11. mars 2021 fra <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/l/likviditet/>

Walther-Zhang, Y. (2019, 8. november). Veksten fortsetter i bygge- og anleggsaktiviteten. Hentet fra <https://www.ssb.no/bygg-bolig-og-eiendom/artikler-og-publikasjoner/veksten-fortsetter-i-bygge-og-anleggsaktiviteten>

Yahoo finance (2021). AF Gruppen - statistikk. Hentet 26. April 2021 fra <https://finance.yahoo.com/quote/AFG.OL/key-statistics?p=AFG.OL>

Yahoo finance (2021). Byggma - statistikk. Hentet 26. April 2021 fra <https://finance.yahoo.com/quote/BMA.OL/key-statistics?p=BMA.OL>

Vedlegg

Vedlegg 1 – Årsregnskap Time Interiør

Time Interiør Årsregnskap	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	43 960 532	38 861 129	53 954 157	42 407 330
varekostnad	22 364 069	18 181 540	27 372 525	21 005 560
Sum Prod.lønn	5 013 384	5 205 230	5 856 409	5 749 089
Adm. lønn	2 723 800	2 590 340	2 160 600	2 128 828
Sum arb.g.avg	2 303 414	2 237 411	2 797 321	2 888 076
Sum annen personalkostn.	437 423	405 931	2 062	32 742
Avskrivninger	256 190	149 600	86 000	158 000
Sum andre driftskostnader	5 381 275	4 811 073	5 575 146	4 435 519
Driftsresultat	5 480 977	5 280 004	10 104 094	6 009 516
Sum finansinntekt	132 730	148 850	207 664	1 925
Sum finanskostnad	31 806	4 322	2 769	2 454
Resultat før skatt	5 581 901	5 424 532	10 308 989	6 008 987
Skattekostnad	1 228 018	1 193 397	2 267 843	1 379 050
Årsresultat	4 353 883	4 231 135	8 041 146	4 629 937

Vedlegg 2 – Årsregnskap Time Aluminium

Time Aluminium Årsregnskap	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	54 459 524	62 489 198	79 231 396	54 730 147
varekostnad	28 535 569	31 995 865	39 550 849	26 591 189
Sum Prod.lønn	9 738 157	10 131 971	13 469 811	11 473 710
Adm. lønn	4 371 896	5 541 015	7 186 689	6 683 216
Sum arb.g.avg	4 105 903	4 573 434	6 083 678	5 377 879
Sum annen personalkostn.	794 358	701 877	1 585 994	1 355 549
Avskrivninger	38 310	56 800	693 627	828 000
Sum andre driftskostnader	5 684 173	6 045 445	8 116 743	5 298 724
Driftsresultat	1 191 158	3 442 791	2 544 005	-2 878 120
Sum finansinntekt	60 926	66 139	36 827	3 620
Sum finanskostnad	16 035	14 785	37 139	20 081
Resultat før skatt	1 236 049	3 494 145	2 543 693	-2 894 581
Skattekostnad	271 931	768 712	559 585	-636 808
Årsresultat	964 118	2 725 433	1 984 108	-2 257 773

Vedlegg 3 – Balanseregnskap Time Interiør

Time Interiør Balanseregnskap	2017	2018	2019	2020
Sum immaterielle eiendeler	602 167	319 204	295 632	295 632
Sum Anleggsmidler	368 900	219 300	133 300	721 182
Varelager	2 819 173	2 607 885	2 622 599	2 622 599
Kundefordringer	3 728 483	4 453 895	3 354 423	6 297 311
Kortsiktige fordringer	7 606 250	5 450 604	12 645 559	3 609 030
Forskuddsbetalt				135 836
Bankinnskudd, kontanter	409 231	378 068	400 598	358 387
Sum omløpsmidler	14 563 137	12 890 452	19 023 179	13 023 163
Sum Eiendeler	15 534 204	13 428 956	19 452 111	14 039 977
Egenkapital	5 479 037	5 620 605	5 704 974	11 871 961
Avsetninger	1 248 489	1 175 201	1 275 330	1 258 249
Kassekreditt	-496 264	-1 629 027	-1 991 595	-3 983 855
Leverandørgjeld	2 619 383	1 611 084	2 608 684	3 366 409
Skyldig off. Avgift	1 270 594	1 569 794	1 715 116	1 527 213
Annen kortsiktig gjeld	5 412 966	5 081 298	10 139 602	
SUM Kortsiktig gjeld	9 302 943	8 262 176	14 463 402	4 893 622
Sum Kortsiktig Gjeld	10 055 168	7 808 350	13 747 137	2 168 016
Sum Gjeld og Egenkapital	15 534 205	13 428 955	19 452 111	14 039 977

Vedlegg 4 – Balanseregnskap Time Aluminium

Time Aluminium balanseregnskap	2017	2018	2019	2020
Sum immaterielle eiendeler	67 976	65 508	38 624	38 624
Sum Anleggsmidler	78 400	430 300	3 454 300	2 945 325
Varelager	2 984 155	4 112 040	3 709 580	3 709 580
Kundefordringer	15 229 202	10 926 411	16 005 194	7 928 354
Kortsiktige fordringer	1 464 454	4 513 271	-1 522 913	-98
Forskuddsbetalt				408 822
Bankinnskudd, kontanter	646 061	873 848	1 011 982	871 526
Sum omløpsmidler	20 323 872	20 425 570	19 203 843	12 918 184
Sum Eiendeler	20 470 248	20 921 378	22 696 767	15 902 133
Egenkapital	8 520 665	8 590 142	10 574 250	7 678 630
Avsetninger	2 169 334	1 798 031	3 614 431	2 859 842
Kassekreditt	1 890 737	-537 875	-74 821	-4 444 379
Leverandørgjeld	3 692 375	3 123 277	3 830 453	4 147 331
Skyldig off. Avgift	3 183 343	3 636 145	4 295 305	3 442 674
Annen kortsiktig gjeld	1 013 794	4 311 658	457 149	2 218 037
SUM Kortsiktig gjeld	7 889 512	11 071 080	8 582 907	9 808 042
Sum Kortsiktig Gjeld	11 949 583	12 331 236	12 122 517	8 223 505
Sum Gjeld og Egenkapital	20 470 248	20 921 378	22 696 767	15 902 135

Vedlegg 5 – Arbeidskapital Time Interiør

Arbeidskapital Time Interiør					
	2016	2017	2018	2019	2020
Varelager	2 392 488	2 819 173	2 607 885	2 622 599	2 622 599
Kundefordringer	7 788 128	3 728 483	4 453 895	3 354 423	6 297 311
Kortsiktige fordringer	2 500 000	7 606 250	5 450 604	12 645 559	3 609 030
Bankinnskudd, kontanter	0	409 231	378 068	400 598	358 387
Omløpsmidler	12 680 616	14 563 137	12 890 452	19 023 179	12 887 327
Leverandør gjeld	2 404 790	2 619 383	1 611 084	2 608 684	3 366 409
Skyldig off. Avgift	1 221 255	905 651	1 227 502	1 358 673	1 210 836
Skyldig skatt	404 024	364 943	342 292	356 443	316 377
Annen kortsiktig gjeld	3 528 860	5 412 966	5 081 298	10 139 602	0
Kortsiktig gjeld	7 558 929	9 302 943	8 262 176	14 463 402	4 893 622
Arbeidskapital	5 121 687	5 260 194	4 628 276	4 559 777	7 993 705
Driftsinntekter	36 413 774	43 960 532	38 861 129	53 954 157	42 407 330
AK i % av driftsinntekter	14 %	12 %	12 %	8 %	19 %

Vedlegg 6 – Arbeidskapital Time Aluminium

Arbeidskapital Time Aluminium					
	2016	2017	2018	2019	2020
Varelager	3136049	2984155	4112040	3709580	3709580
Kundefordringer	8008364	14687270	10926411	16005194	7928354
Kortsiktige fordringer	3453250	2006386	4513271	-1522913	-98
Bankinnskudd, kontanter	672092	646061	873848	1011982	871526
Omløpsmidler	15269755	20323872	20425570	19203843	12509362
Leverandør gjeld	3705786	3692375	3123277	3830453	4147331
Skyldig off. Avgift	1272272	2569440	2813739	3875249	2551614
Skyldig skatt	646612	613903	844604	952757	891060
Annen kortsiktig gjeld	0	1013794	4311658	457149	2218037
Kortsiktig gjeld	5624670	7889512	11071080	8582907	9808042
Arbeidskapital	9 645 085	12 434 360	9 354 490	10 620 936	2 701 320
Driftsinntekter	49908449	54459524	62489198	79231396	54730147
AK i % av driftsinntekter	19 %	20 %	15 %	13 %	5 %