



Zachariassen, Andreas Alm
Asbjørnsen, Jan Erik
06.2015

VERDSETTELSE AV BJELLAND AS

Masteroppgave i Økonomi og Administrasjon
Anvendt finans
Handelshøyskolen ved UiS



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Verdsettelse av Bjelland AS

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Bjelland AS

FORFATTER(E)

Studentnummer:

206915

.....

895310

.....

Navn:

Andreas Alm Zachariassen

.....

Jan Erik Asbjørnsen

.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger, / 2015

Underskrift administrasjon:

Sammendrag

Formålet med oppgaven er å estimere verdien til Bjelland AS. Verdiestimatet skal være representativt for hva en kunne oppnådd ved et eventuelt salg. Vi begynner med å presentere selskapet og bransjen. Deretter tar vi en gjennomgang av relevant teori og avgrensner metodene vi skal benytte. Kontantstrømetoden ble vurdert som mest hensiktsmessig. I tillegg blir det foretatt en relativ verdivurdering som kontroll av verdiestimatet. En strategisk- og regnskapsanalyse danner grunnlaget for vår forventning om de fremtidige kontantstrømmene, og disse blir neddiskontert med estimert avkastningskrav. Til slutt identifiseres verdidriverne i en sensitivitets- og scenarioanalyse.

Vi forutsetter fortsatt, men avtagende, vekst i de fremtidige kontantstrømmene. I den strategiske analysen registrerer vi en usikkerhet knyttet til veksten ettersom nedgangen i oljeprisen har forårsaket redusert aktivitet i regionen. Vi forventer derimot at store offentlige prosjekter vil dempe effekten av denne. Regnskapsanalysen indikerer også at selskapet står sterkt i forhold til konkurrentene, så derfor forventer vi avtagende vekst.

Vi har benyttet et estimert avkastningskrav på 16,62%. Grunnlaget for estimeringen er Kapitalverdimodellen. Kravet er videre justert for likviditetsrabatt og nøkkelpersonellrabatt. Vi kom fram til en estimert verdi på rundt 122 MNOK basert på kontantstrømodellen. Som en kontroll utførte vi en relativ verdsettelse mot et sammenlignbart oppkjøp.

Gjennomsnittsverdien av de mest relevante multiplikatorene gir en estimert verdi på mellom 108-143 MNOK. Dette tatt i betraktning, foreslår vi en verdi på 120 MNOK for Bjelland AS.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Figurliste.....	5
Forord	6
1. Innledning	7
1.1 Bakgrunn	7
1.2 Formål.....	7
1.3 Struktur og avgrensing.....	8
Del I Firma og omgivelser	9
2. Bjelland AS	10
2.1 Firma.....	10
2.2 Organisasjon og ansatte	11
2.3 Industri og bransje	11
Del II Teori og metode	13
3. Metode for verdsettelse	14
3.1 Valg av teoretisk modell.....	14
3.2 Relativ verdivurdering	15
3.3 Sammenligning mot FASB.....	16
4. Kontantstrømbaserte metoder	18
4.1 Kontantstrøm	19
4.2 Avkastningskravet	22
4.3 Kapitalverdimodellen	23
4.4 Kritikk av metoden	27
5. Relativ verdivurdering	28
5.1 Komparativ sammenligning	28
5.2 Omgjøring til multiplikatorer	28
5.3 Fordeler og ulemper.....	32
6. Forskningsmetode	33
6.1 Forskningsdesign	33
6.2 Utvalg	33
6.3 Innsamling og analyse data.....	34

Del III Verdsettelse	35
7. Strategisk analyse.....	36
7.1 PESTEL-analyse.....	36
7.2 Porters fem konkurransekrefter	39
7.3 Intern strategisk analyse	42
7.4 SWOT-analyse.....	44
8. Regnskapsanalyse	45
8.1 Omarbeiding av regnskapstall	45
8.2 Utvikling.....	47
8.3 Lønnsomhet	49
8.4 Likviditet	52
8.5 Soliditet.....	53
8.6 Konsekvens av vekst	53
8.7 Oppsummering	55
9. Verdsettelse basert på kontantstrømprosjeksjoner	56
9.1 Estimering av avkastningskrav	56
9.1.1 Ujustert avkastningskrav (KVM).....	56
9.1.2 Justeringer.....	60
9.1.3 Justert avkastningskrav	62
9.2 Kontantstrømestimering	62
9.3 Nåverdi estimering	66
10. Relativ verdivurdering.....	67
10.1 Sammenligning mot børsselskaper	67
10.2 Sammenlignbart oppkjøp.....	68
10.3 Oppsummering	69
11. Sensitivitets- og scenario analyse.....	70
11.1 Sensitivitetsanalyse.....	70
11.2 Scenarioanalyse	72
11.2.1 Pessimistisk utfall	73
11.2.2 Optimistisk utfall	73
11.3 Oppsummering	74
Del IV Konklusjon og vedlegg.....	75
12. Konklusjon	76
Referanseliste	77
Vedlegg	80

Figurliste

Figur 2-1 Organisasjonskart Bjelland AS	11
Figur 3-1 Verdsettelsesmetoder (basert på Fernandez, 2015).....	14
Figur 4-1 Beregning av fri kontantstrøm (Egenkapitalmetoden)	20
Figur 7-1 Porters fem konkurransekrefter	39
Figur 7-2 Strategiske kapabiliteter (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)	42
Figur 7-3 SWOT analyse.....	44
Figur 8-1 Omsetning etter næring (2007-2012) - Hentet fra SSB.no (10.04.2015).	47
Figur 8-2 Resultatanalyse Bjelland AS.	48
Figur 8-3 Omsetningsutvikling konkurrenter- normal og prosentvis (2009-2014).....	49
Figur 8-4 Driftsmarginer konkurrenter (2011-2014).....	50
Figur 8-5 Totalkapitalrentabilitet konkurrenter (2011-2014).....	50
Figur 8-6 Dekningsgrad – Store konkurrenter (2011-2014)	54
Figur 8-7 Driftsresultatgrad – Store konkurrenter (2011-2014).....	54
Figur 9-1 Estimerte beta verdier.....	59
Figur 9-2 "Accounting Beta" estimering.....	59
Figur 9-3 Ujustert avkastningskrav	60
Figur 9-4 Justert avkastningskrav	62
Figur 9-5 Kontantstrømestimering, hovedstørrelser	62
Figur 9-6 Estimert omsetningsvekst.....	63
Figur 9-7 Estimert nåverdi (kontantstrømmetoden).....	66
Figur 10-1 Relativ verdsettelse – Sammenligning børsnoterte selskaper	67
Figur 10-2 Relativ verdsettelse – Sammenligning oppkjøp.	68
Figur 10-3 Relativ verdsettelse – Oversikt.....	69
Figur 11-1 Analyse – Beta- og renteendring (tabell)	70
Figur 11-2 Analyse – Beta- og renteendring (graf).....	71
Figur 11-3 Effekt av endringer i avkastningskrav (tall i 1000*NOK)	72
Figur 11-4 Scenarioanalyse – Pessimistisk utfall.....	73
Figur 11-5 Scenarioanalyse – Optimistisk utfall.....	74

Forord

Denne oppgaven markerer slutten av vår 5-årige skolegang på Handelshøyskolen ved Universitetet i Stavanger. Ettersom vi har flere års erfaring fra finansielle foretak, var en oppgave innenfor verdsettelse et naturlig valg for oss. Erfaring innenfor verdsettelse er en attraktiv kunnskap å ha med seg videre, og våre arbeidsgivere uttrykte behovet for denne kompetansen allerede før vi startet med oppgaven.

Det har vært en veldig lærerik, men til tider utfordrende prosess. Vi har tilbrakt sene kvelder og lange helger med diskusjoner og skriving for å få dette i land. Mange artikler og bøker har blitt lest og oppgaven har blitt revidert og endret flere ganger. Vi mener sluttresultatet er en god avhandling, som gjennom grundig arbeid resulterte i et godt verdiestimat på Bjelland AS.

Vi ønsker å takke Bjelland AS for tillatelse til å fordype oss i deres virksomhet, samt god kommunikasjon og hjelpelighet underveis. Videre vil vi takke veileder, Bernt Arne Ødegård, for gode og konsise tilbakemeldinger. Venner og familie fortjener også en takk for motivasjonen og støtten vi har fått underveis.

Stavanger, 10.05.2015

Andreas Alm Zachariassen

Jan Erik Asbjørnsen

1. Innledning

Vi har valgt å verdsette bygg- og anleggsselskapet Bjelland AS. Selskapet har i likhet med mange andre opplevd nedgangstider som følge av finanskrisen. De siste årene har selskapet hatt markant vekst, som har gitt grunnlag for gode framtidsutsikter. En verdsettelse er derfor aktuell for Bjelland AS i dag fordi den vil gi dem nyttig informasjon om deres verdiutvikling.

Med en objektiv tilnærming vil vi forsøke å komme frem til et estimat på hva en eventuell kjøper er villig til å betale for selskapet.

1.1 Bakgrunn

Det kan være ulike grunner til at man verdsetter et selskap. Oppkjøp og salg, fusjoner og fisjoner, emisjoner, kredittvurderinger, nye partnerskap, taksering i forbindelse med låneopptak, eller selskapers egen interesse for å kartlegge verdiutviklingen kan være situasjoner som skaper behovet for en verdsettelse.

Det er derimot ikke slik at alle verdsettelse er like enkle å gjennomføre. Ofte baseres verdiesestimater på egenvurderinger og skjønnsestimat fra den enkelte. Knut Boye og Gunnar Dahl skriver i tidsskriftet Praktisk Økonomi & Finans (01/2002):

"Verdivurdering er ikke noen «eksakt vitenskap» der man kan regne seg frem til en «riktig» verdi." (Boye & Dahl, 2002, s.83)

En verdsettelse krever derfor en grundig gjennomgang av selskapet som skal vurderes, og det er avgjørende at riktige forutsetninger og realistiske antagelser blir lagt til grunn.

1.2 Formål

Formålet med oppgaven er å besvare følgende problemstilling:

- Hva er verdien til Bjelland AS?

En verdivurdering bygger på forventinger og forutsetninger fra markedet, og den faktiske verdien av et selskap er hva en potensiell kjøper er villig til å betale. For å besvare problemstillingen på best mulig måte, har vi følgende underspørsmål:

- Med hvilke argumenter kan vi forsvare at vår verddivurdering faktisk er representativ for en investor?
- Regionen Rogaland går en usikker framtid i møte med en tilbakeholden og forsiktig industri som følge av den store nedgangen i oljeprisen. Hvilken effekt har dette på selskapets estimerte verdi?

1.3 Struktur og avgrensning

En verdsettelse av et ikke-børsnotert selskap bygger hovedsakelig på skjønnsvurderinger og forutsetninger. Gjennom offentlige informasjon i sammenheng med uttalelser fra selskapet har vi prøvd å verdsette selskapet så hensiktsmessig som mulig. Det er derimot en umålbart grad av usikkerhet knyttet til framtidsutsikter i markedet. Det er derfor viktig å påpeke at vi beregner et prisestimat, og at en faktisk pris ved et eventuelt salg kan avvike fra vårt estimat.

Oppgaven er i hovedsak bygget på faget MØA370 Valuation, men har også innspill fra tidligere fag som BRE210 Finansregnskap i praksis, BØK260 Investering og Finansiering og BØK225 Organisasjonsteori.

Strukturen bygger på standard rammeverk for verdsettelse, med selskapsspesifikke valg av metoder og analyser underveis. Oppgaven er delt opp i fire deler:

1. Firma og omgivelser
2. Teori og metode
3. Verdsettelse
4. Konklusjon, samt referanseliste og vedlegg

Oppgaven starter med en innføring i selskapet og omgivelser i del I. Her dannes grunnlaget for de videre metodevalg og modellene. I del II tar vi for oss de ulike verdsettelsesmodellene og teknikkene som benyttes i dag, og selektiv utvelgelse av riktig metode og teknikk for selskapet vi verdsetter. Her beskrives også metode for datainnsamling. I del III utføres den faktiske verdsettelsen, og selskapsspesifikke forutsetninger blir lagt til grunn. Vi konkluderer og besvarer problemstillingen i oppgavens del IV, hvor også referanseliste og vedlegg til oppgaven ligger.

Del I Firma og omgivelser

2. Bjelland AS

Bjelland AS er et lokalt mellomstort familieeid maskinentreprenørfirma lokalisert på Orstad i Klepp kommune. Markedet selskapet opererer i er hovedsakelig Rogaland, sør for Boknafjorden. Selskapet ble stiftet i 2002 av Ole Bjelland, som fortsatt er hovedaksjonær.

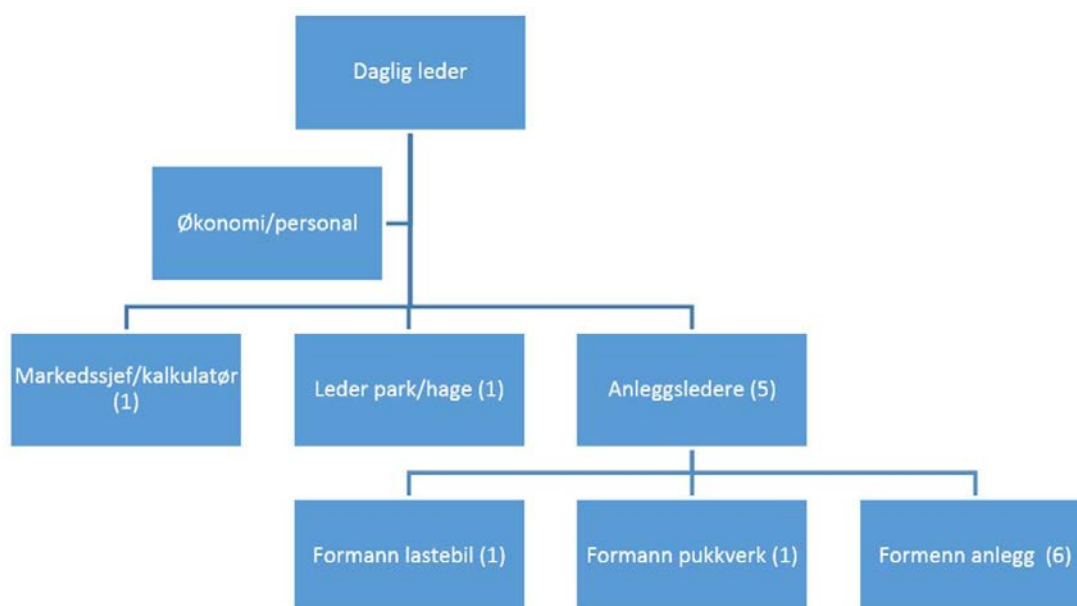
2.1 Firma

Siden oppstarten og frem til i dag har selskapet opplevd en kraftig vekst. I 2002 omsatte selskapet for ca. 8 MNOK, mens det i 2014 omsatte for ca. 160 MNOK. Bjelland AS utfører arbeid for både private, kommuner og Statens Vegvesen. Høsten 2013 skrev selskapet under på sin til nå største kontrakt siden oppstart. Denne gjaldt bygging av rundt 2,7km vei ved Sømmevågen på Sola. Dette anbudet har en totalverdi på 340 MNOK og arbeidet vil strekke seg over flere år (www.vegvesen.no, 2014). På denne kontrakten har selskapet inngått et samarbeid med Kruse Smith AS. Dette er organisert under Kruse Smith Bjelland Arbeidsfellesskap. Med denne jobben har Bjelland AS utfordret de store entreprenørene i regionen, og tatt et stort steg videre i utvikling av både selskap og organisasjon.

Selskapet har helt siden oppstarten hatt en jevn omsetningsøkning og overskudd. Selv gjennom finanskrisen klarte de seg greit med relativt gode resultater. Dette på grunn av langsiktige tilvirkningskontrakter. Først i 2010 fikk selskapet kjenne skikkelig på finanskrisen, gjennom en betydelig reduksjon i omsetningen. Til tross for omsetningssvikt i 2010, hadde selskapet et positivt resultat.

Bjelland AS har som målsetting å utføre jobber til avtalt tid og kvalitet. Som et ledd i dette fokuserer selskapet på å ha de riktige ansatte i form av motiverte og engasjerte medarbeidere.

2.2 Organisasjon og ansatte



Figur 2-1 Organisasjonskart Bjelland AS

Organisasjonen er liten og fleksibel. Den består av en stabil kjerne av nøkkelmedarbeidere som rapporterer jevnlig til daglig leder. Flere av disse er familiemedlemmer til daglig leder, noe som sikrer operasjonell stabilitet og kontinuitet. Kjernen har opparbeidet seg solid kompetanse gjennom mange år i bransjen.

Selskapet har hatt en jevn økning i antall ansatte. Siden oppstarten i 2002 har staben økt fra 8 til over 80 ansatte i 2014.

2.3 Industri og bransje

Bjelland AS har sitt hovedfokus på anleggsbransjen. Man kan dele inn virksomheten i fire områder: graving/entreprenør, transport av masse, pukkverk og park/hage. Selv om det er fire forutsetningsområder, er disse så tett knyttet sammen at man kan se på det som en samlet virksomhet.

Transportdelen er etablert for å slippe å være avhengig av underentreprenører for transport av masse i prosjektene sine. Selv om transport for så vidt er en egen bransje, er lastebilene spesialtilpasset til frakt av masse og vil dermed følge konjunktorene i entreprenør-virksomheten.

Pukkverket er hovedsakelig etablert for å kunne forsyne egne prosjekter med nødvendig masse. Dette medfører uavhengighet til de store entreprenørene. Pukk og grus selges også til konkurrenter, så dette området vil følge svingningene i entreprenørbransjen.

Park og hage er etablert for å kunne tilby totalleveranser i forbindelse med anbud. Selv om de også tilbyr skjøtsel og vaktmestertjenester for uteområder er dette en såpass begrenset del at det inkluderes i entreprenørvirksomheten.

Entreprenørbransjen er preget av sterk konkurranse og konjunktursvingninger. Dersom det blir nedgangstider i økonomien vil markedet merke fall i etterspørselen, og prisene vil bli presset nedover. Når dette forekommer vil ofte staten motvirke lavkonjunkturer ved å iverksette offentlige prosjekter. Det kan være veibygging, bygging av offentlige bygg, skoler, sykehus og lignende. I forhold til bygg- og anleggsbransjen så kan dette gi positive utslag. Lavkonjunkturer kan derfor bidra til økt aktivitet i bygg- og anleggsbransjen.

Konkurrentene er i varierende størrelser fra store internasjonale selskaper til små enkeltmannsforetak. Siden selskapet stort sett opererer i Rogaland er det de lokale entreprenørene som er hovedkonkurrenter. De største konkurrentene er T. Stangeland Maskin AS, Risa AS og Vassbakk & Stol AS. Dette er selskaper som har omsetning på rundt én milliard. Disse er mer involvert i større prosjekter, men kan også konkurrere om mindre prosjekter og i så tilfelle være en direkte konkurrent til Bjelland AS. De mest nærliggende å sammenligne seg med er Rygg Maskin AS og Nordbø Maskin AS, som er omtrent like i omsetning, antall ansatte og geografisk marked. I likhet med Bjelland AS har ikke disse selskapene kapasitet til å påta seg de største oppdragene alene.

Selv om selskapene konkurrerer mot hverandre om prosjekter er de også avhengige av å ha et godt forhold til hverandre. Dette på grunn av at man ofte må leie inn underentreprenører for avlaste arbeidsmengden i travle tider. Samtidig vil man også kunne leie seg ut til konkurrenter i tider med lavere aktivitet i eget selskap.

Bjelland AS har til nå konkurrert om små og mellomstore prosjekter, men som tidligere nevnt inngikk de et arbeidsfellesskap med Kruse Smith AS for å kunne være med i anbudet om et større veiprojekt. Dette er en kuriositet med bransjen at selskaper som i utgangspunktet konkurrerer med hverandre tidvis slår seg sammen for å kunne bli «store nok» til å være med i enkelte anbud.

Del II Teori og metode

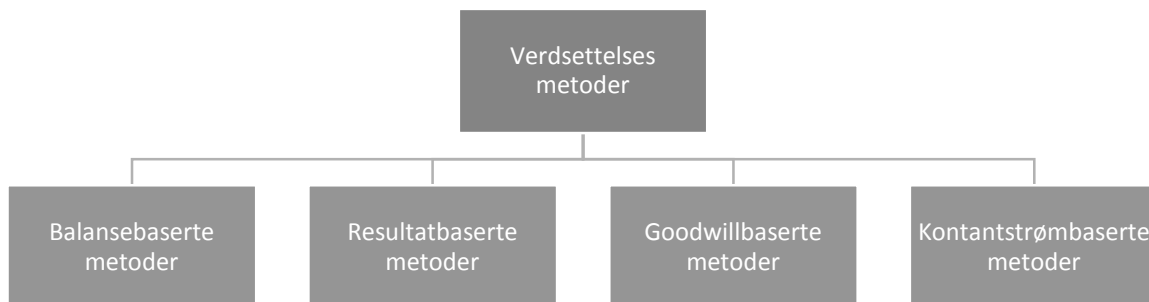
3. Metode for verdsettelse

Hensikten med en verdivurdering er å estimere en pris som er oppnåelig i markedet, og dermed reflekterer hva en eventuell kjøper er villig til å betale for selskapet. Hvordan vi skal estimere en så riktig verdi av selskapet som mulig, skal vi ta stilling til nå.

3.1 Valg av teoretisk modell

Det finnes utallige metoder for å verdsette et foretak. Modellene varierer fra veldig enkle til noen ganger kanskje overkompliserte. For at vi skal kunne estimere en så nøyaktig verdi av Bjelland AS så mulig, så er det avgjørende at vi benytter en gjennomførbar modell som tar høyde for flest variabler og faktorer som definerer vårt selskap. Dette for å gi et så rettviseende bilde av den faktiske verdien av selskapet som mulig.

For å kunne velge riktig teoretisk metode til å estimere verdien i selskapet har vi tatt en gjennomgang av hovedmetodene for verdsettelse som benyttes i dag. Pablo Fernandez (2015) nevner fire hovedgrupperinger for de mest brukte metodene: balanse- og resultatbaserte metoder, goodwillbaserte metoder og kontantstrømbaserte metoder.



Figur 3-1 Verdsettelsesmetoder (basert på Fernandez, 2015)

Disse grupperingene er igjen delt opp i flere metoder. Selv om Fernandez mener at det er de kontantstrømbaserte metodene som er de mest "korrekte", så har vi tatt en gjennomgang av alle grupperingene ettersom alle blir brukt mye i verdsettelse.

Etter en gjennomgang av hovedgrupperingene, fant vi ut at en retning innenfor de kontantstrømbaserte metodene vil være mest hensiktsmessig å benytte for å verdsette Bjelland AS. Dette er grunnet i at det er i selskapets fremtidige inntjening at verdien ligger. De balansebaserte metodene baserer seg på selskapets eiendeler i fastsettelsen av verdien. Denne metoden kan benyttes til å beregne likvidasjonsverdi, som tilsvarer en minimumsverdi av selskapet. De resultatbaserte metoden setter verdien basert på selskapets størrelse, omsetning, salgstørrelse etc. Vi har valgt å ikke fokusere på disse ettersom å ta utgangspunkt i kun selskapets eiendeler eller resultatkontoer vil kunne gi en kunstig lav verdi i forhold til de mer detaljorienterte kontantstrømbaserte metodene.

Bjelland AS er et selskap under vekst, og ettersom vi har god innsikt i selskapet mener vi de kontantstrømbaserte metodene er mest hensiktsmessige å benytte. Resultat- og balansekonti blir benyttet i den relative verdivurderingen.

Det kan derimot argumenteres for at vi kunne benyttet de goodwillbaserte metodene. Her tas det høyde for verdien av selskapets immaterielle eiendeler, som sammen med selskapets faktiske eiendeler, gir et estimat på selskapets verdi. Problemet ligger i å fastsette verdien av de immaterielle eiendelene ettersom denne verdien ikke er målbar. På grunn av sistnevnte har vi ikke valgt å benytte noen av de goodwillbaserte metodene.

Vi har kun valgt å fokusere på de kontantstrømbaserte metodene, og vil derfor ikke utdype de resterende metodene videre.

3.2 Relativ verdivurdering

Som en kontroll mot vår estimerte verdi gjennom de kontantstrømbaserte metodene, skal vi foreta en relativ verdivurdering som skal støtte opp om eller utfordre vår estimerte verdi. Her skal vi benytte forholdstall, som gjør det mulig å sammenligne vårt selskap mot lignende selskaper der faktiske markedsverdier er tilgjengelige. Det vil da være selskaper som enten er solgt eller der aksjene er i omløp på børs.

Dette er en populær metode ettersom den er enkel, rask og forholdsvis lett å bruke. Men hvis man er ukritisk til bruken av multiplikatorer så kan dette lett medføre til feilprising. Vi vil derfor bruke den relative verdivurderingen som et anslag av markedsverdien i selskapet, og benytte den som en kontroll av vår estimerte verdi.

3.3 Sammenligning mot FASB

FASB (Financial Accounting Standards Board) er en amerikansk non-profit organisasjon som jobber med utvikle og forbedre GAAP¹. Standard FASB2 ASC Topic 820 "Fair Value Measurement" gjelder hovedsakelig verdsettelse av eiendeler, men teknikkene kan sammenlignes med de som benyttes for verdsettelse av selskap. Vi har sammenlignet vår framgangsmåte mot FASB for å se hvordan standarden vurderer de forskjellige tilnærmingene for verdsettelse.

Etter artikkel 820 55-1 og paragraf 55-1 d) krever standarden at det tas stilling til hvilken verdsettelsesteknikk som er mest hensiktsmessig å benytte ut ifra tilgjengelig data. Standarden nevner følgende teknikker:

Level 1: Markedstilnærming (55-3A-C)

Level 2: Kostnadstilnærming (55-3D-E)

Level 3: Inntektstilnærming (55-3F-G)

Markedstilnærmingen går ut på å sammenligne priser og andre relevante data fra identiske eller sammenlignbare eiendeler. Her benyttes ofte multiplikatorer fra flere sammenlignbare eiendeler, ofte med ulike forholdstall mot hver sammenligning. Kostnadstilnærmingen setter verdien til eiendelen lik prisen en eventuell kjøper må betale for å kopiere en lignende eiendel. Begge de første metodene benytter derfor direkte, observerbare tall som kan måles på verdsettelsesdagen. Den tredje metoden baserer seg derimot på uobserverbare tall, som må estimeres etter skjønn. Denne metoden går ut på å konvertere fremtidig inntjening til et risikostjustert nåverdibeløp. Eiendelens evne til å genere fremtidig inntjening, og dens størrelse, fastsetter verdien.

I standardens 10-35-37 er det satt opp et hierarki etter hvilken metode som vektlegges høyest prioritet. Ettersom Level 1 metoden baserer seg på direkte tall fra identiske transaksjoner, vektlegges denne høyest prioritet i markedet. Level 1 metoden gir et direkte avstembart bilde av eiendelens nåverdi. Denne metoden er ansett som mest hensiktsmessig hvis den er gjennomførbar. Metoden har derimot store utfordringer med å finne

¹ GAAP (Generally Accepted Accounting Principles)

sammenlignbare/identiske transaksjoner. Ettersom det er flere faktorer som differensierer de forskjellige transaksjonene kan denne metoden være vanskelig å gjennomføre.

Metodene under Level 3 teknikkene ilegges minst prioritet i markedet. Dette er fordi Level 3 teknikkene baserer seg på antagelser som er uobserverbare, og kan derfor inneholde rom for feilvurderinger som resulterer i feilprising.

Hvis vi sammenligner dette mot vår planlagte verdsettelse, kan det forvares å benytte de kontantstrømbaserte metodene (Level 3 i FASB) med at vi benytter relativ verdsettelse i form av multiplikatorer (Level 1 i FASB) som kontroll. Hadde det vært gjennomført en transaksjon av et identisk selskap i samme marked, kunne vi i prinsippet kun benyttet oss av relativ verdsettelse. Ettersom det kun er sammenlignbare transaksjoner som har funnet sted, benytter vi den relative verdsettelsen som kontroll.

4. Kontantstrømbaserte metoder

Det grunnleggende for alle de kontantstrømbaserte metodene er å estimere selskapets fremtidige kontantstrøm, for så å neddiskontere kontantstrømmen til nåverdi med en diskonteringsrate som representerer kontantstrømmenes risiko (Damodaran, 2006). Denne typen verdsettelse krever en viss innsikt i selskapet som verdsettes ettersom den estimerte verdien bygger på et anslag av selskapets fremtidige inntjening. Tidshorizonten man estimerer varier hovedsakelig etter grad av kjennskap til selskapet, markedet og bransje. Hvis man kun baserer seg på historiske regnskapstall til å estimere den fremtidige kontantstrømmen, uten å ta høyde for interne og eksterne faktorer, vil man kunne få en diskutabel verdivurdering. Det er også viktig at man kjenner selskapet for å beregne en så korrekt neddiskonteringsrate som mulig. Her vil små marginer gjøre store utslag på den estimerte verdien.

Vi har tre metoder for å estimere verdibaserte kontantstrømprosjeksjoner. Metodene er henholdsvis totalkapitalmetoden, egenkapitalmetoden og APV (Adjusted Present Value) metoden (Damodaran, 2002). Alle metodene representerer ulike perspektiver av verdsettelsen, men metodene skal i teorien gi samme verdi dersom inputparameterne er benyttet korrekt.

$$\text{Nåverdi av totalkapitalen} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Kontantstrøm drift}_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$\text{Nåverdi av egenkapitalen} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Kontantstrøm egenkapital}_t}{(1 + k_e)^t}$$

Nåverdi av totalkapitalen (APV)

$$\begin{aligned} &= \text{Verdi av firma (som 100\% egenkapital finansiert)} \pm \text{Skattefordeler (ulempet)} \\ &- \text{Forventede konkurskostnader} \end{aligned}$$

Hvor,

WACC = Vektet avkastningskrav til totalkapitalen

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

Forskjellene mellom metodene går i hovedsak mot fordringshaverne av den beregnede kontantstrømmen. Ved benyttelse av total kapitalmetoden så beregner man den totale kontantstrømmen fra driften og neddiskonterer med en estimert WACC³ rate, før man trekker ut selskapets rentebærende gjeld for å finne verdien av egenkapitalen. Hvis man anvender egen kapitalmetoden er det kun kontantstrømmen til egenkapitalen og eierne som beregnes, før kontantstrømmen neddiskonteres med en rate som representerer selskapets egenkapitalkostnad.

APV metoden skiller seg litt ut fra de to første metodene ettersom man her verdsetter selskapet som om det kun er finansiert med egenkapital, før man trekker fra/legger til verdien av de skattemessige fordelene som følge av gjelden i selskapet. Ved benyttelse av APV metoden må man også estimere eventuelle konkurskostnader som følge av økt gjeldsgrad og dermed økt risiko for konkurs. Denne metoden benyttes hvor det ikke er ideelt å benytte en lik diskonteringsrate for hele driften, men heller ønsker å neddiskontere forskjellige kontantstrømmer med ulik risikorate. Dette kan gjelde selskaper hvor det er forventet at kapitalstrukturen kommer til å endres under estimeringsårene. Da vi ikke har identifisert noe som skulle tilsi endringer i selskapets kapitalstruktur, er ikke denne metoden hensiktsmessig å benytte i dette tilfellet.

Gjenværende muligheter vil da være egenkapital- eller total kapitalmetoden. Bjelland AS er et selskap som kun er finansiert med egenkapital. Derfor har vi valgt å benytte egen kapitalmetoden, og må neddiskontere med et estimert avkastningskrav til egenkapitalen.

4.1 Kontantstrøm

Når vi da har valgt å benytte egen kapitalmetoden som modell ligger neste utfordring i estimere selskapets kontantstrøm. Titman og Martin (2014) benytter i denne sammenheng begrepet "fri" kontantstrøm, som er definert ved andelen penger som er tilgjengelig for utdeling til fordringshaverne. Andel fri kontantstrøm er den kapitalen utover den nødvendige kapitalen for å opprettholde driften. Ved benyttelse av egen kapitalmetoden beregnes den frie kontantstrømmen etter oversikten i Figur 4-1.

³ WACC (Weighted Average Cost of Capital) er en gjennomsnittlig kapitalkostnads rate som er vektet forholdsvis mellom selskapets gjelds- og egenkapital andel.

	Netto driftsinntekter
-	Operasjonelle kostnader (inkludert avskrivninger)
=	Inntekter før renter og skatt (EBIT)
-	Skatt
=	Netto operasjonell profitt etter skatt (NOPAT)
+	Avskrivninger
-	Kapitaliserte kostnader
-	Økning i netto arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm

Figur 4-1 Beregning av fri kontantstrøm (Egenkapitalmetoden)

Selv om oversikten ser tilsynelatende enkel ut er det viktig å bemerke seg et par ting. Vi legger til selskapets avskrivninger ettersom disse ikke er en faktisk kostnad, men kun en regnskapsmessig verdi som periodiserer tidligere års investeringer. Dette tilsier at årets kapitaliserte kostnader skal trekkes ut med det totale beløpet, siden investeringene påvirker kontantstrømmen i det året de oppstår. Det siste man gjør er å trekke ut økningen i netto arbeidskapital. Denne økningen representerer låst kapital i selskapet som ikke er tilgjengelig for fordeling. Låst kapital må dermed trekkes fra.

Videre må vi fastslå en tidshorisont for estimering av kontantstrømmen. Bjelland AS vil i teorien kunne generere inntekt i all fremtid, men når tidshorisonten øker vil estimeringen av kontantstrømmen omfatte større usikkerhet. En tommelfinger regel er å benytte en tidshorisont mellom 3-5 år (Titman og Martin, 2014) med en detaljert prognose avhengig av størrelsen på selskapet, vekstutsikter og hvilket marked selskapet opererer i. Ettersom Bjelland er et veletablert, lokalbasert selskap med stabil vekst over de siste årene, har vi valgt å estimere kontantstrømmene 5 år fram i tid. Estimater utover 5 år vil føre til større usikkerhet rundt verdsettelsen.

Etter prognosetiden på 5 år vil det som sagt være vanskeligere å estimere i detalj hvordan den frie kontantstrømmen kommer til å utløpe seg. I lengden kan man anta at selskapets vekst vil bli mindre eller lik veksten i bransjen selskapet operer i. Denne veksten kan i teorien være konstant i all fremtid, eller det kan oppstå uforutsette hendelser og problemer for selskapet som påvirker verdien. Det er derfor knyttet stor usikkerhet til verdien selskapet vil generere

utover den prognoserte 5 års perioden. Denne verdien er omtalt som terminalverdien og er et estimat på selskapets restverdi etter prognosetiden.

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Kontantstrøm egenkapital}_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{\text{Terminalverdi}_n}{(1 + k_e)^n}$$

Damodoran (2002) nevner tre metoder for å beregne terminalverdien. Den første metoden forutsetter at selskapet vil opphøre en gang i framtiden, og man beregner derfor salgsværdien av eiendelene selskapet besitter. De to andre metodene forutsetter fortsatt drift: Den første av disse estimerer en multiplikator til inntektene, salget eller eiendelene, og stratifiserer terminalverdien basert på denne multiplikatormodellen. Den siste metoden forutsetter at kontantstrømmen vil vokse med konstant vekst over tid. Terminalverdien er da en nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene.

Metode én kan benyttes til å sette en nedre verdi ved likvidasjon. Ettersom vi ikke har teknisk kompetanse til å verdsette maskinparken, og fordi nedleggelse av driften til Bjelland AS ikke er av stor sannsynlighet, har vi ikke valgt å benytte denne metoden. Ved forutsetting om fortsatt drift i selskapet mener vi at å benytte en forventet, generell vekstrate vil bidra til mindre usikkerhet i verdsettelsen, enn at vi estimerer en multiplikator. En estimert multiplikator er bundet opp med flere risikomomenter og vil derfor ha større sannsynlighet for å gi et missveiledende bilde av den faktiske verdien. Vi har derfor valgt å benytte metode tre. Denne metoden omtales også som "the Gordon Growth model" der formelen er vist under.

$$\text{Terminalverdi}_{(t=5)} = \frac{\text{Kontantstrøm}_{(t+1)}}{(r - g)}$$

Hvor,

r = Avkastningskravet⁴

g = Konstant vekstrate

⁴ Avkastningskravet er ved benyttelse av egenkapitalmetoden er som nevnt lik k_e , ettersom vi neddiskonterer kontantstrømmen fra egenkapitalen.

4.2 Avkastningskravet

I prosessen for å velge et hensiktsmessige avkastningskrav bruker økonomer begrep som kapitalkostnad (Titman, Sheridan og Martin, John D, 2014). Et avkastningskrav skal reflektere hvilken avkastning eiere og andre fordringshavere kan regne med å motta ved å investere i tilsvarende investering med samme risiko. Avkastningskravet som vi skal fastsette må derfor både sees mot markedet og kapitalleverandørene.

I selskaper som både er finansiert med gjeld og egenkapital anvender man WACC (Weighted Average Cost of Capital) som avkastningskrav. WACC er en gjennomsnittlig vektet rate av kapitalkravene til alle fordringshaverne. Det er viktig å bemerke seg at WACC ikke kan betegnes som kapitalkostnad, ettersom det ikke er en kostnad, men et vektet gjennomsnitt av en kostnad og avkastningskravet (Fernandez, WACC: Definition, Misconceptions and Errors, 2015) . Denne benyttes til å neddiskontere den frie kontantstrømmen til nåverdi, og dermed resulterer i investeringens verdi. I WACC tas det også høyde for skattefradraget til gjeldskostnaden som reduserer neddiskonteringsraten. Formelen for estimering av WACC er som følger:

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

Hvor,

E = Markedsverdien til egenkapitalen

D = Markedsverdien til gjelden

r_E = Avkastningskravet til egenkapitalen

r_D = Avkastningskravet til gjelden

t = Selskapets skatterate

Bjelland AS er kun finansiert med egenkapital som medfører at gjeldsleddet i WACC formelen blir 0. Dermed blir WACC lik avkastningskravet til egenkapitalen (r_E).

$$D = 0 \Rightarrow \frac{D}{E + D} * r_D * (1 - t) = 0$$

4.3 Kapitalverdimodellen

Avkastningskravet til egenkapitalen er en rate som representerer den forventede fortjenesten investorene krever på en gitt investering. Avkastningskravet kan fastsettes på flere måter, men Kapitalverdimodellen (KVM)⁵ er modellen som blir mest brukt. Det engelske begrepet for modellen er Capital Asset Pricing Model (CAPM), der "Capital Asset" henviser til enhver eiendel som benyttes til å generer penger. Siden KVM ble utviklet på startet av 1960-tallet så er den fortsatt regnet som et av de store gjennombruddene innen finansteorien. Før KVM ble utviklet så fantes det kun teorier innenfor prising av risiko og risikomåling for porteføljer av eiendeler, men ingen gode teorier for enkeltstående eiendeler (Schølberg, 2009). Modellen er formulert som følger:

$$\text{Forventet fortjeneste} = \text{Riskofri rente} + \text{Beta} * \text{Markedets riskopremie}$$

Eller så kan modellen formuleres matematisk som:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j(E(R_m) - R_f)$$

Hvor,

$E(R_j)$ = Forventet avkastningskrav til eiendelen

β_j = Eiendelens markedsrisiko

$E(R_m)$ = Forventet avkastning på markedsporteføljen

R_f = Risikofri rente

Det er flere økonomer som er kritiske til modellen. Fernandez (2015) argumenterer for at KVM er en absurd modell fordi forutsetningene, prediksjonene og konklusjonene ikke forholder seg til slik verden virkelig er. KVM baserer seg så på forutsetninger som for

⁵ Kapitalverdimodellen (KVM) er mest kjent på engelsk som CAPM (Capital Asset Pricing Model).

eksempel at alle investorer har homogene forventinger om fortjeneste, kan låne ubegrenset til risikofri rente, og alle investorer over samme tidshorison.

Prediksjonene til KVM tilsier videre at alle investorene vil ha en lik markedsrisiko, alltid kombinere risikofrie eiendeler til markedsporteføljen, og ha likt forventet avkastningskrav til den forventet variansen på markedsporteføljen. Fernandez mener disse forutsetningene og prediksjonene er urealistiske og at KVM simplifiserer virkeligheten. Dette er også Fama og French (2004) enige i og referer til at empiriske tester viser at de fleste av applikasjonene i modellen er ugyldige.

Schølberg (2009) uttrykker også sin skepsis til KVM i tidsskriftet Magma, og mener at eneste grunnen til at modellen ikke enda er forkastet er fordi vi i dag ikke har en alternativ modell som kan utfordre KVM med de samme teoretiske kvalitetene. Schølberg stiller seg videre kritisk til objektiviteten rundt fastsettelsen av avkastningskravet, og mener at det generelt kan settes spørsmåltegn til estimaters pålitelighet. Om resultatet av å benytte KVM gir et mindre subjektivt resultat enn ren tipping blir derfor et ubesvart, empirisk spørsmål.

På tross av kritikken rundt KVM velger vi å benytte modellen i fastsettelse av egenkapitalkravet til Bjelland AS. Dette er både grunnet i at modellen er en av de mest anvendte og aksepterte modellene som finnes per i dag, som tilsier at vårt estimerte avkastningskrav vil være en tilnærming av hva en hypotetisk interessent ville benyttet.

Inputparameterne i KVM:

KVM består av både mikro- og makrovariabler, der mikrovariablene representerer selskapsspesifikk input og makrovariablene representerer markedsspesifikk input. Markedsvariablene kommer fram i den matematiske KVM formelen som den risikofrie renten (R_f) og som markedets risiko premie (uttrykt som $E(R_m) - R_f$). Mikrovariabelen er representert som β_j , og er et mål for selskapets markedsrelaterte risiko.

- Risikofri rente:

For å definere den risikofrie renten kan vi ta utgangspunkt i en risikofri investering. En risikofri investering kan betraktes som der en investors forventede avkastning er lik den faktiske avkastningen. Når vi snakker om forventet avkastning i finans omtaler vi risikoen

som variansen mellom forventede og den faktiske avkastningen. Med andre ord er investeringen risikofri dersom det ikke er noen varians i den forventede avkastningen (Damodaran, 2008).

Et krav for at investeringen er fri for risiko er at det er ingen misligholdsrisiko. Dette betyr at ingen investeringer i privateide selskaper, på tross av størrelse, betegnes som risikofrie ettersom det er en viss fare for at selskapet ikke kan oppfylle egne løfter. Et annet krav er at det ikke kan være noen re-investeringsrisiko som kan resultere i at den forventede avkastningen avviker fra den faktiske avkastningen. Damodaran (2008) mener derfor at eneste investeringen som kan betegnes som risikofri er statspapirer og statsobligasjoner. Dette er fordi staten har mulighet til å trykke penger, og vil i teorien alltid kunne oppfylle sine fordringer.

- Markedets risikopremie:

Markedets risikopremie er betegnelsen på forskjellen mellom investorenes forventede avkastning på markeds porteføljen ($E(R_m)$), og den risikofrie renten (r_f). Altså den forventede meravkastningen utover en risikofri investering. I følge Damodaran (2015) kan denne premien estimeres på 3 måter:

1. Undersøkelser
2. Historisk premium
3. Implisitt premium

Den første metoden innebærer å undersøke/spørre investorene om hva deres krav om avkastning er i risikofylte investeringer, og på den måten få et innblikk i hva den typiske investoren forlanger. Ettersom det er mange forskjellige investorer i markedet, ligger utfordringen i å identifisere en representativ gruppe investorer som kan aggregeres opp til å representere det totale markedet.

Når det gjelder den andre metoden estimerer man en historisk premium basert på historisk avkastning, som representerer forventingen i markedet. Den tredje metoden ser på markedsrater og priser på eiendeler som handles i dag, og kvantifiserer disse til å estimere en premium som kan gi uttrykk for forventningen.

- Selskapets markedsrelaterte risiko:

I KVM modellen er den selskapsspesifikke mikrovariabelen representert med beta (β_j).

Betaen er et mål på hvordan en aksje/selskap forholder seg til markedssvingninger. Intervallet betaen befinner seg i er hovedsakelig $[0,2]$ ⁶. Hvis betaen = 1 vil aksjen/selskapet bevege seg identisk med markedet. Hvis $\beta < 1$ ($\beta > 1$) så vil aksjen/selskapet bevege seg mindre (mer) enn markedet.

I KVM modellen økes/redueres markedspremien som en effekt av betaen, og betaen avgjør derfor vederlaget en investor krever for å påta seg ekstra risiko. Risikoen er her eiendelens systematiske risiko, altså markedsrisikoen, som ikke kan diversifiseres bort i en portefølje med andre eiendeler. Beta verdien er definert ved formelen under:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Hvor,

β_j = Selskapsspesifikk risiko

$Cov(R_j, R_m)$ = Kovariansen mellom eiendelens avkastning og markedets avkastning

$Var(R_m)$ = Variansen til markedsavkastningen

Betaen til en aksje/selskap er som regel estimert gjennom regresjon av historisk avkastning mot børsindeksen, der stigningstallet på regresjonslinjen representerer eiendelens beta (Damodaran, udatert). Selv om teorien bak estimering av beta er forholdsvis enkel, er det noen vurderinger man må ta som kan gi utslag på beta verdien:

1. Valg av markedsindeks
2. Tidshorisont
3. Avkastningsintervall (daglig/månedlig/årlig)

Som en konsekvens av vurderingene over hender det at betaestimatene varierer mellom de som estimerer den. Damodaran nevner derfor tre alternative metoder til enkle regresjons-betaer:

⁶ Teoretisk sett kan en ha aktiva med beta høyere enn 2 og mindre enn 0.

1. Modifisert regresjons betaer
2. Relativt risiko mål
3. "Bottom-Up" betaer

Den første metoden går ut på å modifisere den estimerte regresjonsbetaen til å reflektere selskapets nåværende operasjonelle og finansielle drift, slik at betaen er anvendelig for fremtidige perioder. Den andre metoden er å bruke relative risikomål til å fastsette betaen. Her kan for eksempel den relative volatiliteten eller regnskapsmessig resultat, sammenlignes mot markedet. Til sist så har vi "Bottom-Up" betaer som går ut på å identifisere de forskjellige områdene selskapet opererer i, for så å estimere en vektet gjennomsnittlig beta som skal reflekterer den nåværende operasjonelle driften i selskapet.

4.4 Kritikk av metoden

Det er mange som er kritiske til å beregne eiendelers og selskapers verdi gjennom de kontantstrømbaserte metodene. Blant annet Stenheim (2008) uttrykker sin bekymring rundt å fastsette en hypotetisk markedsverdi uten å basere seg på en eneste transaksjon. Han mener at denne markedsverdien vil være svært subjektiv. Markedsverdien skal reflektere verdien som et fiktivt marked er villig til å betale for selskapet. utfordringene med at verdsettelsen kun baserer seg på en prediksjon av forventede, fremtidige kontantstrømmer er at den kun reflekterer vurderingene til en mindre gruppe mennesker. Det kan derfor settes spørsmål til objektiviteten rundt estimeringen.

5. Relativ verddivurdering

Relativ verdsettelse går ut på å verdsette selskapet basert på faktiske markedspriser på lignende selskap. I motsetning til kontantstrømmetoden, der vi beregner verdi på bakgrunn av skjønneestimer om fremtidig inntjening, ser vi nå på observerbare priser i markedet. Hvis markedet er korrekt skal i teorien de kontantstrømbaserte metodene og relativ verdsettelse gi nokså lik verdi (Damodaran, 2006). I tilfellene der markedet er over-entusiastisk og systematisk overpriser eiendeler, eller motsatt underpriser, så kan fremgangsmåtene gi store forskjeller i verdiestimatene.

Vi har to komponenter i relativ verdiestimering. Den første komponenten sammenligner identiske eller lignende eiendeler mot eiendelen som skal vurderes. Den andre komponenten er å konvertere priser til multiplikatorer.

5.1 Komparativ sammenligning

Denne komponenten handler om å se på priser i lignende eiendeler/selskaper. I prinsippet så er denne komponenten veldig enkel i utførelsen, men det kan oppstå problemer med å finne lignende selskaper. Etersom selskapsspesifikke faktorer spiller en stor rolle for verdien av et selskap kan man ikke benytte komparativ sammenligning hvis det avviker mye mellom selskapene som blir sammenlignet. I praksis er det derfor ikke vanlig å kun benytte komparativ verdsettelse alene, men benytte denne i sammenheng med multiplikatorer.

5.2 Omgjøring til multiplikatorer

Ved å omgjøre priser til standardiserte tall kan man verdsette eiendeler mot komparative selskaper. Omgjøringen til standardiserte priser kan baseres på flere grunnlag, men Damodaran (2002) har valgt å gruppere multiplikatorene i fire grupperinger: standardisering av priser basert på resultat, bokførte verdier, inntekt og sektor.

Resultatmultiplere:

Dette er ifølge Damodaran (2002) det mest benyttede grunnlaget for relativ verddivurdering. Her er det resultatstørrelser som er grunnlaget for standardisering. Vi har flere multiplikatorer som kan beregnes. Noen av mest brukte som er PE- og PEG ratio, samt EV/EBITDA.

Fernandez (2015) referer til Morgan Stanley Dean Witter⁷ Research Report "How We Value Stocks"(1999) som konkluderer med at de mest brukte metodene i for å verdsette europeiske selskaper er ved multiplikator metodene PE og EV/EBITDA.

1. PE raten

"Price-Earnings" (PE) raten er forholdet mellom markedsprisen per aksje delt på inntekt per aksje:

$$PE \text{ ratio} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat per aksje}}$$

2. PEG ratio

"PE ratio to growth" (PEG) er en utbredt metode som sier noe om selskaper er overvurdert eller undervurdert. Her deles PE raten på forventet vekst per aksje. I de tilfellene der PEG raten er under 1 så regnes selskapene som undervurdert.

$$PEG \text{ ratio} = \frac{PE \text{ ratio}}{\text{Forventet vekst ratio}}$$

Denne metoden benyttes som regel for selskaper under vekst, ettersom formelen tar høyde for forventet vekst og dermed gjør multiplikatoren sammenlignbar mot andre selskaper, uavhengig av deres vekstsituasjon.

⁷ MorganStanley er internasjonalt finans foretak som opererer i over 42 land, med over 60 000 ansatte.

3. EV/EBITDA

"Enterprise Value", eller foretaksverdien, delt på EBITDA gir en multiplikator på markedsverdien av firmaet over brutto driftsinntekter:

$$EV/EBITDA = \frac{(E_m + D_m - Bank)}{EBITDA}$$

Hvor,

EV = Enterprise Value (= Markedsverdi (Egenkapital + Gjeld) – Bank)

EBITDA = Resultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning

Det er flere fordeler med denne metoden i forhold til de andre resultatmultiplikatorene. Ettersom det er færre firmaer med negative brutto driftsinntekter i forhold til negativt resultat, så er denne multiplikatoren anvendelig for flere selskaper. EV/EBITDA metoden utelukker også selskaps-spesifikke nedskrivnings- og avskrivningsprosedyrer, i tillegg til forskjellige gjeldsgrader og størrelser på kontantbeholdning.

Bokført verdi multipler:

Multiplikatorer basert på bokført verdi har vært mye brukt blant investorer, for den går i hovedsak ut på å sammenligne priser imot bokførte verdier. Dette er derfor en enkel metode for å identifisere under- eller overprisede aksjer. Noen av variantene er pris over bokført egenkapital og foretaksverdien over selskapets bokførte verdi

1. PBV

PBV (Price-to-book ratio) er forholdet mellom aksjepris og bokført Verdi av egenkapitalen per aksje. Her ser vi kun på egenkapital verdier som sammenlignes:

$$PBV = \frac{Aksjepris}{Bokført egenkapital per aksje}$$

2. VBV

VBV (Value-to-book ratio) beregner netto markedsverdi av egenkapital minus gjeld over netto bokført verdi av egenkapital minus gjeld.

$$VBV = \frac{\text{Markedsverdi}(\text{Egenkapital} + \text{Gjeld})}{\text{Bokførtverdi}(\text{Egenkapital} + \text{Gjeld})}$$

I sammenligning med PVB, er VBV metoden anvendelig for de fleste selskaper ettersom bokført verdi av egenkapital kan være negativ, men bokført verdi av kapital alltid er positiv (Damodoran, 2002).

Inntektsmultipler:

Inntekts multipler blir stadig mer benyttet i dag ettersom metoden utelukker svært få selskaper. For selskaper med negativt resultat så er det mer hensiktsmessig å se direkte på inntektene, ettersom en negativ multiplikator ikke er anvendelig å bruke. Denne grupperingen er ofte mest passende for ny-oppstartete selskap. To vanlige multiplikatorer innenfor inntektsgrupperingen er:

$$PSV = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Inntekt}}$$

$$EV/Sales = \frac{(E_m + D_m - Bank)}{\text{Inntekt}}$$

Den første tilnærmingen, PSV (Price-to-sales ratio), ser på forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen mot på inntekten, mens den andre ser på foretaksverdien mot inntekten. Den siste metoden blir ofte omtalt som mer robust ettersom den ser på genererte inntekter mot foretaksverdien.

Inntektsmultipler blir ofte sett i sammenheng med sektor spesifikke forhold som antall kunder, web-treff og geografisk beliggenhet. Sektor spesifikke multiplikatorer kan derfor

bergenes å formidle informasjon til strategiske oppkjøp som for eksempel verdien av et merkevarenavn eller verdien av en geografisk utsalgslokasjon.

5.3 Fordeler og ulemper

Relativ verdsettelse blir mye brukt. I følge Damodaran (2002) benyttet 90% av kapitalinvestorer en form for relativ verdivurdering som grunnlag for verdsettelse. Noen av grunnene til at metoden er så populær er at den er forholdsvis enkel å bruke, samt at den krever få egenvurderinger. Verdsettelsene er også enkel å presentere for klienter og investorer ettersom verdiene bygger på direkte, observerbare markedspriser.

På tross av sine mange fordeler har metoden noen fallgruver som det er viktig å ta i betraktning. Ettersom modellen er så enkel å anvende hender det at multiplikatorene blir benyttet inkonsekvent der variabler som vekst, intern risiko, tidshorisont, og underliggende faktorer som nøkkelpersonell og konkurransefortrinn blir ignorert. Estimer kan derfor enkelt bli manipulert ved at man sammenligner selskaper som ikke har like underliggende faktorer. Derfor kreves det dømmekraft for å velge hensiktsmessige multiplikatorer som tar stilling til både kvalitative- og kvantitative selskapsspesifikke faktorer. Det er derfor viktig at skjønnsmessige vurderinger blir underbygget og riktige faktorer blir tatt høyde for i verdsettelsen.

Fernandez (2015) mener også at metoden kan diskuteres, og at hovedproblematikken ligger i spredningen av verdiestimat direkte påvirket av etter hvilken multiplikator som blir benyttet. Han mener derimot at metoden er veldig verdifull som en kontroll mot en alternativ metode, og at den er et godt verktøy til å identifisere forskjeller mellom verdsatt selskap og lignende selskap.

6. Forskningsmetode

Metodevalget setter grunnlaget for utvelgelsen av data og reflekterer fremgangsmåten for å finne svar på belyst problemstilling (Dalland, 2000). Verdsettelsesmetodene som skal benyttes er kartlagt i foregående kapitler så dette kapitlet går mer på akademisk metode og valg av forskningsdesign. Med andre ord, vår plan og fremgangsmåte for å få svar på problemstillingen, og å sikre reliabilitet og validitet av resultatene vi finner.

Formålet med oppgaven er å svare på problemstillingen i kapittel 1.2 som i all hovedsak går ut på å beregne et verdiestimat på Bjelland AS. For å besvare problemstillingen benytter vi case-studie som metode. Case-studie er en utbredt metode innenfor samfunnsvitenskapen og metodens formål er å analysere en konkret case, ofte en bestemt virksomhet eller organisasjon (Lars Fuglesang, et al., 2007).

6.1 Forskningsdesign

Vi har en induktiv fremgangsmåte for å finne svar på vår problemstilling. Det vil si at vi tar utgangspunkt i eksisterende teori og samler opp tilstrekkelig informasjon til å svare på problemstillingen. Historisk informasjon analyseres for å si noe om fremtiden.

Valget av forskningsdesign avgjør hvilken type data og informasjon som skal innhentes på bakgrunn av formålet og prosjektets karakter. Ettersom vi har fundamental god forståelse og kunnskap rundt temaet og selskapet som verdsettes, så har vi valgt å benytte et deskriptivt design. Problemstillingen er fastsatt, og gjennom kartlegging av nødvendige og hensiktsmessige variabler, skal denne konkluderes.

6.2 Utvalg

Utvalget og populasjonen av data som skal innhentes har grunnlag i forskningsdesignet. Ved å benyttelse av et deskriptivt design så er det ofte kvantitative data som benyttes. Dog innenfor case metoden så kan alle typer data anvendes og det er en viktig del av metoden at man sammenligner data (Lars Fuglesang, et al., 2007). Vi legger derfor hovedvekt på kvantitative data, men tar også inn kvalitative data og ser disse opp mot hverandre. Databehovet for å besvare problemstillingen består derfor både av kvantitative og kvalitative data.

Verdsettelsen baseres hovedsakelig på historisk data som danner grunnlaget for den fremtidige estimeringen. Hovedtidsperspektivet er data til og med 31.12.2014, men ettersom oppgaven skrives over en lengere periode (januar 2015 -mai 2015) så har det blitt tatt høyde for etterjusteringer av historisk data samt endringer i markedsituasjonen som påvirker verdiestimatet.

6.3 Innsamling og analyse data

Vi skal hovedsakelig benytte sekundærdata som allerede er innsamlet av andre. I de tilfellene der sekundærdataen ikke er tilstrekkelig vil vi samle inn primærdata hovedsakelig direkte fra selskapet. Innsamlingen av sekundærdata vil typisk omhandle regnskap og rapporter, samt informasjon fra fagbøker, tidsskrifter og publikasjoner. Regnskapene for selskapet og selskaper til sammenligning er hentet fra ravninfo.no. Innsamlingen av primærdata vil være gjennom intervjuer med selskapet. All data utenom primærdataen er offentlig tilgjengelig, som resulterer i en høy validitet av dataen.

Analysene som gjennomføres har alle direkte påvirkning på verdiestimeringen av selskapet. Vi skal hovedsakelig gjennomføre en regnskapsanalyse og en strategisk analyse for å kartlegge interne og eksterne faktorer som spiller inn på verdiestimeringen. De interne faktorene skal identifisere selskapets nåværende finansielle situasjon og framtidsutsikter, mens de eksterne faktorene skal identifisere mikro- og makro-variabler som kan påvirke verdiestimeringen.

Del III Verdsettelse

7. Strategisk analyse

Vi vil gjøre en strategisk analyse for å kunne være bedre i stand til å estimere de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Ved å foreta en strategisk analyse vil vi prøve å belyse hvilke faktorer som kan påvirke Bjelland AS både på makro- og mikronivå, og dermed skape et bedre grunnlag for å estimere fremtidige kontantstrømmer.

Analyse på makronivå foretas for å få en bedre forståelse av hva som påvirker bedriften utenfra. Det er viktig å ha oversikten over selskapets omgivelser siden dette er faktorer som i stor grad påvirker markedet, og dermed bedriftens framtidsutsikter. Til denne analysen vil vi benytte en PESTEL-analyse. Disse faktorene spiller videre inn på konkurransesituasjonen for selskapet. For å vurdere konkurransesituasjonen vil vi benytte Porters 5 krefter for bransjeanalyse.

En intern strategisk analyse vil også bli gjennomført for å få oversikt over selskapets ressurser og kompetanse. Selv om det er mange eksterne faktorer som påvirker selskapet er det mange konkurrenter som opplever de samme omgivelsene. Det som skiller konkurrentene i samme marked vil være selskapenes strategiske kapabiliteter.

Til slutt vil vi oppsummere analysene i en SWOT-tabell for å synliggjøre selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler.

7.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen tar for seg faktorene: Politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige, og lovmessige forhold. Vi vil prøve å identifisere de viktigste makroøkonomiske faktorene som vil påvirke bransjen (Johnson, Scholes & Whittington, 2008).

- Politiske forhold:

Bransjen er til en viss grad avhengig av hvilke føringer regjeringen legger. Det er statsbudsjettet som fordeler midlene til bygging av vei og bane, skoler, og andre offentlige bygg. Dermed er staten en av markedets større aktører. Det har i de siste årene vært bred politisk enighet om at det skal satses sterkt på utbygging av vei og bane. Dette vil kunne øke

aktiviteten i anleggsbransjen. Lokalt er det store prosjekter som er startet opp, heriblant Ryfast-prosjektet og Eiganestunnelen. Det er også planer om ferjefri E39 (www.vegvesen.no, Udatert) fra Stavanger til Trondheim, noe som lokalt vil innebære oppstart av Rogfast-prosjektet. Dette vil øke aktiviteten i bransjen og kunne sikre aktivitet for flere år fremover. I 2015 annonserte også samferdselsministeren oppstart av et statlig veiselskap som blant annet skal bygge ny, 4-felts vei mellom Lyngdal og Ålgård (www.regjeringen.no, 2015).

- Økonomiske faktorer:

Regionen er i stor grad knyttet opp mot oljesektoren. I de senere årene har det vært rekordhøy oljepris, som har medført høy aktivitet i oljebransjen. Dette har hatt positive ringvirkninger for hele regionen, også for entreprenørbransjen. Høsten 2014 var det et massivt fall i oljeprisen, den halverte seg i løpet av relativt kort tid. Dette førte til at investeringsviljen i oljesektoren falt og flere prosjekter ble satt på vent. I senere tid er det flere oljerelaterte bedrifter i regionen som på grunn av lav arbeidsmengde har måttet permittere ansatte. Siden anleggsbransjen er konjunkturavhengig har det også satt sine spor her. Etterspørselen fra privatmarkedet er redusert, anbudsrundene er tøffere og prisene lavere. Dette gjør at fortjenesten reduseres.

På tross av dette vil en fortsatt lav rente fra Norges Bank kunne virke stimulerende på investeringsviljen. Det kommer også fram i BNLs undersøkelse⁸ (BNL, 2015) at rundt 80% av de spurte bedriftene forventer en lik eller bedre økonomi enn 2014. I Rogaland regionen spesifikt er også bedriftene positive til 2015, der 90% av bedriftene forventer overskudd.

- Sosiokulturelle faktorer:

Regionens sterke befolkningsvekst de senere årene har ført til et stadig større etterslep på infrastruktur. Både vei, vann og avløp må bygges ut for å takle belastningen av økende befolkning. Lyse AS har annonsert at de må skifte ut høyspentkabler i store deler av Rogaland for å takle det økende strømforbruket (www.fylkesmannen.no, 2014). Det vil også være større

⁸ BNL (Byggenæringens Landsforening) gjennomfører en årlig undersøkelse blant medlemsbedrifter vedrørende den økonomiske fremtiden. 2015 undersøkelsen ble besvart av nesten 1000 bedrifter, som tilsvarer en oppslutning på 30%.

behov for offentlige bygg når befolkningen øker. Dette vil også kunne virke positivt på aktiviteten i bransjen.

- Teknologiske Faktorer:

Bransjen opplever en kontinuerlig utvikling i teknologi. Maskinene blir større og mer teknologiske. Oppdragsgiverne krever mer troverdig dokumentasjon på leverte tjenester, og dermed mer kompetanse fra selskapet. Dette vil kreve ytterligere, og til enhver tid fornyelse av kompetanse og kapabiliteter fra ansatte og selskapene.

En negativ følge av teknologisk utvikling er at annenhåndsmarkedet blir redusert, ettersom man må ha fagfolk til å ta servicer og reparasjoner. Da man tidligere kunne selge en gammel maskin til en amatør hadde man et bedre annenhåndsmarked for maskiner. Dette har til en viss grad forsvunnet med teknologiens inntreden. Siden selskapene har kontinuerlig utskiftning av maskinene for å ivareta driftssikkerheten, vil det bli en høyere kostnad som må avskrives over samme periode. Dette vil kunne senke fortjenesten i bransjen.

- Miljøfaktorer:

Det stilles stadig større krav til miljø, både i form av lover og regler, men også i form av at det etterspørres miljøvennlige alternativer. Hensynet til miljøet krever at selskapet har en bevisst tilnærming til hvordan de jobber. Kildesortering og håndtering av miljøfarlige stoffer kan øke tidsbruken og dermed redusere effektiviteten i selskapet. Men det er i større grad et krav fra kundene at ting skjer på en miljømessig og bærekraftig måte. Dersom selskapet har god miljøbevissthet og tar ekstra samfunnsansvar kan dette føre til økt etterspørsel etter bedriftens tjenester, og det kan hjelpe dem i anbudskonkurranser. I motsatt fall vil det være fordyrende, og man vil kunne tape anbud som følge av høyere pris.

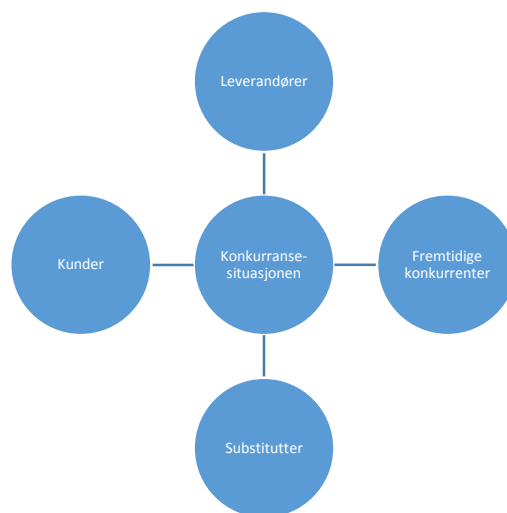
- Legale forhold:

Bransjen er underlagt lover og regler både med hensyn til ansatte og utførelse av prosjekter. Dog vil dette være gjeldende for hele bransjen, og økte/reduerte kostnader knyttet til dette vil således ikke være kritisk for selskapet målt mot konkurrenter. Det er mange lovpålagte og etablerte standarder som arbeidet skal utføres etter, og dette er med på å sikre at man

konkurrerer på like vilkår. Lov om minstelønn gjør at selskapene som opererer i bransjen ikke kan importere billig arbeidskraft fra lavkostland, og dermed få konkurransefordeler.

7.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter ble utviklet for å vurdere profitt-potensialet for ulike bransjer, altså hvor attraktiv bransjen er (Johnson, Scholes & Whittington, 2008). De fem kreftene er kundenes forhandlingsstyrke, leverandørenes forhandlingsstyrke, trusler fra fremtidige konkurrenter, trusler fra nære substitutter, og konkurransesituasjonen.



Figur 7-1 Porters fem konkurransekrefter

- Kundenes forhandlingsstyrke:

Kundene er selvsagt viktige i bransjen ettersom der er de som kjøper selskapets tjenester. Dersom kundene får for mye makt vil det være vanskelig for aktørene i bransjen å tjene penger siden prisene vil være under sterkt press. Markedet består av et stort spekter av kunder. Alt fra mannen i gata som vil grave ut en hustomt, til Statens Vegvesen som styrer store veiprosjekter. Konkurransen er hard, og det koster kundene lite å skifte leverandør da dette ikke er særlig kostbart. Slik sett vil kundene ha en relativt stor forhandlingsmakt. De fleste større prosjekter vil legges ut på anbud, slik at flere entreprenører konkurrerer om jobbene. Så lenge Bjelland AS er differensiert på sine prosjekter og ikke bare tar store prosjekter vil ikke kundene ha en usunn forhandlingsmakt. I tider med lavere aktivitet slik som en er vitne til i

slutten av 2014 og starten av 2015, vil kundene få en større forhandlingsmakt da entreprenørene ofte underbyr hverandre for å skaffe seg arbeid. Det kan også være en trussel at store utbyggere etablerer egne entreprenøravdelinger. Dog er det såpass stor kundemasse å ta av at det vil ikke være en direkte trussel mot selskapet.

- Leverandørenes forhandlingsstyrke:

Leverandørene er de som leverer innsatsfaktorene som trengs for å levere varer/tjenester til kundene. Forhandlingsmakten til leverandørene blir drevet av de samme faktorene som for kundene. Dersom det er få leverandører vil leverandørene ha en høyere forhandlingsmakt. Hvis det er mange leverandører og få kunder vil kundene ha stor forhandlingsmakt. Leverandørene er i hovedsak store grossister når det gjelder varer som benyttes i bransjen, men det er allikevel konkurranse i markedet. Bjelland AS er en såpass liten aktør på markedet at de ikke har spesielt stor makt over leverandørene, men på grunn av flere leverandører vil heller ikke de ha stor forhandlingsmakt over Bjelland AS.

- Trusler fra fremtidige konkurrenter:

Styrken til fremtidige konkurrenter er styrt av hvor lett det er å gå inn på markedet. Flere konkurrenter gir større konkurranse, og det blir vanskeligere å skape fortjeneste. Det er ikke vanskelig for en person å starte for seg selv innen entreprenørbransje. Det trengs derimot kapital til kjøp av maskiner og utstyr, samt kunnskap. Dersom en tar på seg større prosjekter er det krav til utdanning og offentlige godkjenninger. I gode tider med lett tilgang på arbeid vil det være lettere å etablere seg enn i dårlige tider. Bjelland AS har en viss fordel av at de er et etablert selskap med sunn økonomi for å kunne takle en nedgangsperiode og dermed kunne "sitte ut" en nyetablert konkurrent. Stordriftsfordeler er også tilstedeværende i bransjen. De største entreprenørene har de beste innkjøpsavtalene, og kan således gå lenger ned i pris for å skvise ut nyetablerte konkurrenter. Det hender også at selskapene vokser ved å kjøpe opp/fusjonere med konkurrenter for å få en bedre posisjon i markedet.

- Trusler fra nære substitutter:

Trusler påvirkes av kundenes evne til å finne substitutter for det bransjen leverer. Dersom det er enkelt å finne substitutter vil det svekke makten til selskapet. I entreprenørbransjen er det i de fleste tilfeller lovpålagte standarder og krav til de som utfører arbeidet. Dette gjør det vanskelig for kundene å finne substitutter. Dog vil man kunne få inn konkurrerende selskaper fra andre land som har lavere kostnader knyttet til lønn og personal. Dette vil kunne ses på som en substitutt, men kan også være en trussel fra en fremtidig konkurrent. I mange tilfeller vil det være vanskelig som følge av språkbarrierer og forskjellige lovpålagte krav fra land til land. Det er tilfeller av europeiske entreprenører som har tatt på seg store veiprosjekter i Norge (www.vegvesen.no, 2013).

En substitutt kan også være at en entreprenør utvikler en annen måte å gjøre ting på. Det kan for eksempel være at man i stedet for å grave en grøft for å legge rør, borer rørgaten. Dette kan være mindre belastende for nærområdet, og når teknologien er på plass kan det være mindre kostbart for kunden. Dersom slike substitutter oppstår vil man kunne kjøpe utstyret og ansette kompetent personell, eller kjøpe opp et spesialisert selskap. Det er viktig for Bjelland AS at de har det mest moderne og effektive utstyret for å kunne være konkurransedyktig.

- Konkurransesituasjonen:

Konkurransesituasjonen blir bestemt av antall konkurrenter og deres kompetanse. Dersom det er få konkurrenter eller at konkurrentene mangler kompetanse, stiller man sterkt. I entreprenørbransjen eksisterer det mange tilbydere som kan tilby samme tjeneste. I dette tilfellet er utførelsen viktig, og Bjelland AS har fokus på å utføre jobben til avtalt tid og kvalitet. Dersom selskapet opparbeider seg et godt rykte vil man kunne bedre sin konkurransesituasjon. Bjelland AS tilstreber å ha gode ansatte og det beste utstyret for å kunne levere tjenestene på best mulig måte.

Konkurranseskraftanalysen viser at det er en sunn konkurranse i anleggsbransjen. Det er mange kunder og leverandører hvorav ingen har monopollignende makt. Man kan også trekke ut fra analysen at man må være i fremste rekke både innen teknologi og ytelse for å kunne være konkurransedyktig. Det er mulig å skape profitt i bransjen, og den er derfor attraktiv å konkurrere i.

7.3 Intern strategisk analyse

I foregående avsnitt har vi sett på hvordan selskapets omgivelser påvirker muligheter og skaper trusler. Det er også viktig å se på hvilke ressurser og strategiske kapabiliteter en bedrift besitter internt i organisasjonen. Strategisk kapabilitet kan defineres som ressursene og kompetansen en organisasjon trenger for å overleve og vokse (Johnson, Scholes & Whittington, 2008). Strategiske kapabiliteter deles inn i nødvendige kapabiliteter og kapabiliteter for konkurransefortrinn. Nødvendig kapabilitet vil være den kapabilitet som er nødvendig for å møte kundens krav, mens kapabilitet som gir konkurransefortrinn vil være ressurser eller kompetanse som gir konkurransefortrinn som er vanskelig for konkurrentene å kopiere.

	Ressurser	Kompetanse
Nødvendig kapabilitet	Nødvendige ressurser <ul style="list-style-type: none">- Håndfaste- Ikke-håndfaste	Nødvendig kompetanse
Kapabiliteter for konkurransefortrinn	Unike ressurser <ul style="list-style-type: none">- Håndfaste- Ikke-håndfaste	Kjernekompetanse

Figur 7-2 Strategiske kapabiliteter (Johnson, Scholes & Whittington, 2008)

- Nødvendige ressurser:

"De nødvendige ressursene skal dekke kundenes minimumskrav og derfor gjøre at bedriften kan fortsette å eksistere" (Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 96). De håndfaste nødvendige ressursene i Bjelland AS sitt tilfelle er kapital, maskiner, utstyr og arbeidskraft som selskapet trenger for å levere varer og tjenester. De ikke-håndfaste ressursene vil typisk være de ansattes kompetanse og erfaring. Bjelland AS har flere ansatte som har vært i bransjen i mange år. Dette sikrer solid realkompetanse, god utførelsessevne og gode kontakter/relasjoner i markedet, både blant kunder og leverandører.

- Nødvendig kompetanse:

"Nødvendig kompetanse er aktiviteter og prosesser som er nødvendige for å møte kundens minimumskrav slik at selskapet kan fortsette driften" (Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 96). For Bjelland AS vil dette være kompetente ansatte med de nødvendige godkjenninger og sertifiseringer som kreves for å drive denne type virksomhet. Et minstekrav vil innebære kontinuerlig videreutdanning av ansatte, samt planlegging og oppfølging av prosjekter.

- Unike ressurser:

"Unike ressurser skaper konkurransefortrinn som er vanskelig for konkurrentene å imitere eller erverve" (Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 96). De håndfaste unike ressursene til Bjelland AS er en eier/daglig leder som har vært mange år i bransjen. Han har opparbeidet seg kunnskap og kompetanse om hvordan en skal drive mest mulig effektivt, gjennom erfaring fra flere selskaper. Som følge av sin posisjon i selskapet som eier og daglig leder, er han unik og vanskelig å kopiere. Dette kan også være en trussel dersom han mot formodning faller fra.

Av ikke-håndfaste unike ressurser vil dette være goodwill, erfaring blant de ansatte og en liten, fleksibel organisasjon.

- Kjernekompetanse:

Kjernekompetanse tilsvarer kjennetegnene for unike ressurser (Johnson, Scholes & Whittington, 2008). Bjelland AS har en god organisasjonskultur som skaper høy effektivitet gjennom organiserte arbeidsprosesser, derav god lønnsomhet. Eierstyrt selskap sikrer høy motivasjon og engasjement i ledelsen som igjen påvirker selskapet positivt. Dette er kjernekompetansen i Bjelland AS.

7.4 SWOT-analyse

SWOT står for styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Nøkkelementene i som beskrives i de foregående analysene rundt bedriftens omgivelser og de strategiske kapabilitetene vil vi gjengi i en SWOT-tabell.

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none">- Liten og effektiv organisasjon- Eier med solid erfaring og kompetanse som er aktiv i driften- Solid økonomi- Godt forhold til kunder og leverandører	<ul style="list-style-type: none">- Liten aktør, vanskeliggjør stordriftsfordeler- Kan ikke påta seg store prosjekter alene da selskapet mangler kapasitet
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none">- Signaler om økt politisk satsing på infrastruktur- Offentlige investeringer hvis lavkonjunktur- Store veiprosjekter er vedtatt politisk i området.	<ul style="list-style-type: none">- Utenlandske selskaper deltar i anbud på større prosjekter. De har lavere kostnadsnivå- Lav oljepris reduserer aktiviteten i området- Generell lavkonjunktur i Norge- Sterkt prispress

Figur 7-3 SWOT analyse

Styrker og svakheter gjelder interne forhold, mens mulighetene og truslene er de eksterne påvirkningene. Ved å spille på styrkene utnyttes mulighetene, og ved å minimere svakheterne begrenses truslene.

8. Regnskapsanalyse

Formålet med en analyse er å vinne innsikt i fortiden for å få et bedre grunnlag for å si noe om fremtiden (Kinserdal, 2005). For å vurdere regnskapet til en bedrift er det viktig å gjøre analyser av regnskapstallene. Dette gir oss informasjon om lønnsomhet, soliditet og likviditet. For at informasjonen skal kunne benyttes som analysemateriale kreves sammenligninger, enten med historiske tall eller mot konkurrenter. Ved å sammenligne regnskapstallene over tid vil man se hvilken utvikling man har i de forskjellige nøkkeltallene. Sammenligninger med tilsvarende selskaper eller konkurrenter vil gi et bilde over hvordan konkurranse-forhold arter seg. Dette kan synliggjøre avvik og benyttes som et verktøy for forbedringer.

Det er viktig at man har riktige tall å sammenligne med. Dersom selskapene som sammenlignes bruker forskjellige regnskapsregler vil sammenligningen ha liten informasjonsverdi. Det kan også være aktuelt å omarbeide resultatregnskap og balanse for å skille ut ekstraordinære poster og ta bort aktiva/passiva som ikke inngår i selve driften. Graden av informasjonsverdi vil derfor øke med likhetsgraden av parameterne som sammenlignes.

For sammenligningsformål benytter vi konkurrentene Nordbø Maskin AS og Rygg Maskin AS. Dette er firma som driver samme virksomhet, har noenlunde lik størrelse og har samme geografiske utstrekning. I sammenligningsanalysen har vi brukt tall så langt frem i tid som mulig. Konkurrentenes regnskapstall for 2014 er ikke offentlig per dags dato, og dermed ikke inkludert i analysen. Se vedlegg 1 "Konkurrentanalyse" for spesifikk finansiell informasjon om hver enkelt konkurrent.

8.1 Omarbeiding av regnskapstall

«Dersom analysen skal benyttes i forbindelse med verdsettelse av selskaper vil regnskapsbrukeren typisk være interessert i hva som kan forventes å være selskapets normale verdiskapning eller normalresultat. Med normalresultat menes i denne sammenheng et resultat uten påvirkning av unormale eller uvanlige begivenheter» (Fladstad & Tofteland, 2006, s.196).

Vi har gjennomgått resultat og balanse for selskapene vi sammenligner og vurdert om regnskapstallene må omarbeides.

- Balanse:

Bjelland AS har en relativt enkel balanse. På eiendelssiden er det noen finansielle anleggsmidler, men disse anses som uvesentlige og danner ikke grunnlag for at balansen bør omgrupperes. Alle eiendelene anses derfor å være elementer i verdiskapningen i selskapet. På egenkapital- og gjeldssiden er det heller ingen spesielle poster. Derfor anser vi det ikke nødvendig å omarbeide tallene i regnskapene til Bjelland AS.

Konkurrentenes balanse er også gjennomgått uten at vi har identifisert vesentlige poster som danner grunnlag for omarbeidelse av regnskapstallene. Det kan derimot diskuteres hvordan selskapene finansierer driftsmidlene sine. Dersom de leaser driftsmidlene vil balansesum være forholdsmessig lavere i motsetning til kjøp av driftsmidler. Dersom selskapene bokfører leasingkostnad som annen driftskostnad (operasjonell leasing, NRS 14) vil man «skjule» rentekostnader i driftskostnadene.

Vi har sammenlignet balanseførte driftsmidler mot bokført omsetning og funnet at Bjelland AS og Nordbø Maskin AS har ganske like forhold, mens Rygg Maskin AS har en høyere balanseført verdi av driftsmidlene enn de to andre. Dette skyldes at Rygg Maskin AS bokfører sine leasingavtaler som finansiell leasing,⁹ i motsetning til de to andre som bokfører leasing som operasjonell¹⁰.

Tatt i betraktning at leasingavtaler som regel kostnadsfører eiendeler over kortere tid enn hva selskapene avskriver driftsmidlene over, ville en omarbeiding resultert i bedre resultat for selskapene som har operasjonelle leasingavtaler. Dette medfører misvisende nøkkeltall og i realiteten må driftsresultatet korrigeres. Dog vil det i vår sammenligning mot Rygg Maskin AS kun slå ut på total kapitalrentabiliteten og driftsresultatgraden.

- Resultat:

Begge konkurrentene, samt Bjelland AS, er "ikke-små" selskaper og kan derfor ikke benytte unntaksreglene i regnskapsloven (jf. Rskl. §1-6). Dette er et viktig element som medfører at de må verdsette prosjektene etter løpende avregningsmetode. Derfor vurderes inntektene i selskapene som sammenlignbare.

⁹ Note 5 i årsregnskapet 2013 til Rygg Maskin AS

¹⁰ Note 11 i årsregnskapet 2014 til Bjelland AS og note 4 i årsregnskapet 2013 til Nordbø Maskin AS

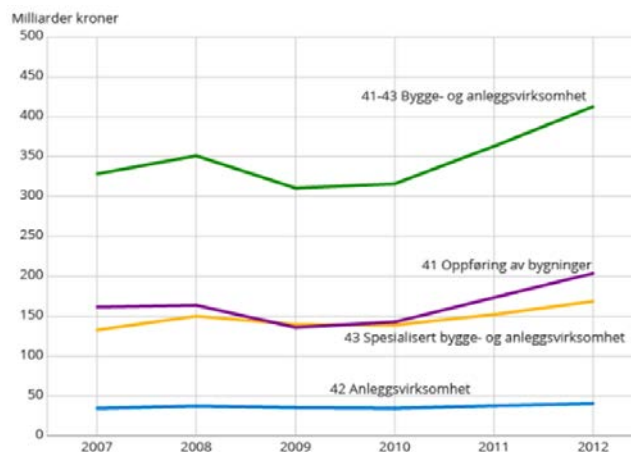
I resultatregnskapet til Bjelland AS gjelder "annen driftsinntekt" gevinst ved salg av anleggsmidler. Noen vil kunne hevde at dette burde vært satt opp som ekstraordinær inntekt, men siden sum på denne posten gjennom årene har vært relativt beskjeden anses den å inngå i vanlig drift. For konkurrentene vet vi ikke hva denne posten gjelder, men ettersom det er små beløp har vi vurdert dette som uvesentlig.

Som følge av at regnskapsloven gir rom for forskjellige avskrivingsmetoder vil dette kunne gi store forskjeller i resultatet. Dersom et selskap velger en aggressiv avskrivingsplan for driftsmidlene vil de få et kunstig lavt resultat. Dette vil kunne resultere i at det ligger merverdier i driftsmidlene. Bjelland AS opererer med en avskrivingsplan på driftsmidler på 2-5 år, mens konkurrentene bruker 3-7 år. Dette kan tyde på at det foreligger merverdier i driftsmidlene til Bjelland AS målt mot konkurrenter.

I små eierstyrte selskaper er det ikke alltid eier tar ut markedslønn. Vi har derfor sammenlignet lønn til daglig leder i de tre selskapene. I notene er det opplyst at de daglige lederne har mellom 0,6-1 MNOK i årslønn. Forskjellen er såpass liten at den ikke blir videre hensyntatt.

8.2 Utvikling

Som nevnt tidligere har Bjelland AS hatt en relativt kraftig vekst siden oppstarten med et lite unntak i 2010 da selskapet ble innhentet av finanskrisen. Når man ser på bransjen har den hatt en relativt stabil omsetning.



Figur 8-1 Omsetning etter næring (2007-2012) - Hentet fra SSB.no (10.04.2015).

Av grafene ser vi at anleggsvirksomhet har holdt seg relativt stabilt. Omsetningskurven ligger i underkant av 50 mrd. NOK. Bransjen hadde en svak vekst frem til 2008 etterfulgt av svak nedgang som nådde sin bunn i 2010. Deretter har det vært en svak vekst frem til 2012. Dette stemmer overens med Bjelland AS. Siden omsetningen totalt sett i bransjen er stabil kommer veksten av overtagelse av markedsandeler. Dette gir ekstra utfordringer til selskapets marginer og lønnsomhet, for at de skal overleve innenfor dette konkurrerende marked.

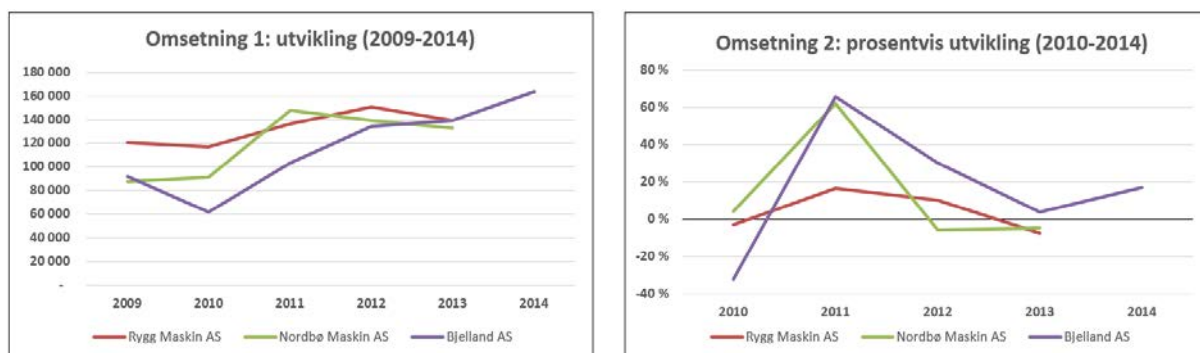
Bjelland AS	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. snitt
Sum driftsinntekter	163 611	139 627	134 449	103 298	62 254	120 648
Bruttofortjeneste	59 %	63 %	58 %	55 %	64 %	60 %
Dekningsgrad	30 %	33 %	33 %	29 %	34 %	32 %
Driftsresultatgrad	6 %	10 %	11 %	8 %	5 %	8,3 %

Figur 8-2 Resultatanalyse Bjelland AS.

Oppsettet viser utvikling i marginer for Bjelland AS de siste 5 år. Omsetningen har økt fra 62 MNOK til 163 MNOK på disse 5 årene noe som tilsvarer en vekst på 163%. Dette er mye høyere enn bransjen generelt. Det som også kan sies å være et godt tegn er at selskapet til tross for vesentlig vekst har klart å holde på marginene. Men 2010 og 2014 markerer seg med "kun" 5% og 6% i driftsresultatgrad. Se vedlegg 2 "Resultatanalyse Bjelland AS" for detaljert utregning.

Den dårlige resultatgraden i 2010 var hovedsakelig grunnet finanskrisen, mens den i 2014 skyldtes to årsaker. For det første var det vanskeligere tider i bransjen. Dette som følge av nedgangen i oljepris som resulterte i lavere aktivitet i bygge-bransjen. Redusert oljepris var noe som slo ekstra ut i Rogalandsregionen. Dette har medført hardere kamp om prosjekter og medfølgende prispress. For det andre så deltok Bjelland AS i en omfattende anbudsprosess om Sømmevågen-prosjektet. Prosjektet ble vunnet av Bjelland AS i samarbeid med Kruse Smith AS, men kontraktsinngåelsen ble utsatt på grunn av protester fra konkurrenter til KOFA¹¹ (www.bygg.no, 2014). Som følge av dette kunne ikke selskapet påta seg andre oppdrag i dette tidsrommet, som slo direkte ut på resultatet.

¹¹ KOFA (Klagenemnda for Offentlige Anskaffelser)



Figur 8-3 Omsetningsutvikling konkurrenter- normal og prosentvis (2009-2014)

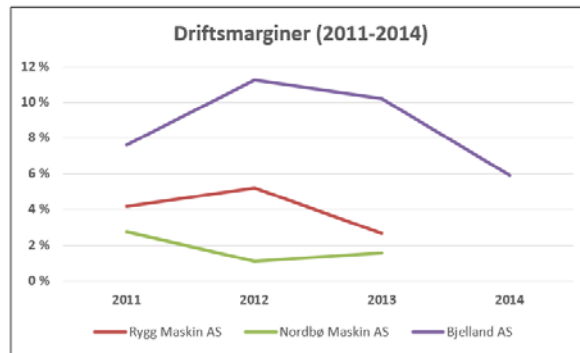
Sammenlignet med konkurrentene har omsetningskurven til Bjelland AS hatt en stabil vekst fra 2010 og frem til i dag. Konkurrentene har hatt relativt stabil omsetning de siste tre årene, men opplevde reduksjon i omsetning fra 2012 til 2013. Bjelland AS har i motsetning hatt økende omsetning hvert år. Utviklingen til konkurrentene er tilsvarende lik omsetningen til bransjen som har vært mer eller mindre stabil.

8.3 Lønnsomhet

I utgangspunktet har ikke omsetning så mye å si for verdien til et selskap dersom en ikke klarer å få fortjeneste ut av den. En potensiell kjøper kan gjennom fusjon, omorganisering og optimalisering av organisasjonen, dra nytte av stordriftsfordeler. Da kan omsetningen være av stor verdi og gi positive utslag på inntjeningen. Man kan benytte mange forskjellige forholdstall for å måle lønnsomhet, men noe av det mest interessante er å se hvor mye avkastning en kan få på investert kapital.

Identifisert i 8.1 så vil følgene av å lease kontra å kjøpe eiendeler gi utslag på total kapitalrentabiliteten og driftsresultatgraden. Dersom vi hadde omarbeidet tallene til å bli sammenlignbare, ville Rygg Maskin AS i påfølgende analyse hatt forholdsvis lavere marginer i forhold til konkurrentene.

- Driftsresultatgrad:

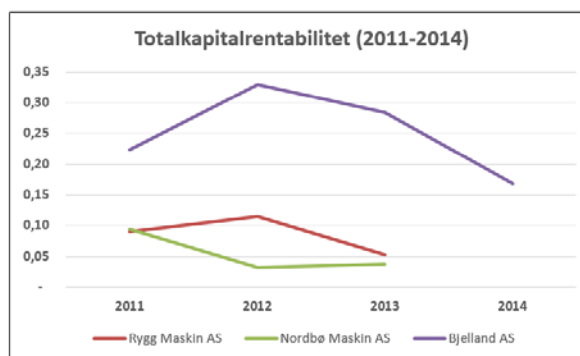


Figur 8-4 Driftsmarginer konkurrenter (2011-2014)

Bjelland AS har de siste årene hatt en driftsmargin på mellom 6-11% med et snitt på 8,75%. Ser man dette opp mot konkurrentenes driftsmarginer ser vi at Bjelland AS har mye høyere fortjeneste. Selskapet sitter igjen med et snitt på 8 kr per omsatte 100 kr, mens konkurrentene ligger på mellom 1-5 kr per omsatte 100 kr. Dette tyder på at Bjelland AS har en bedre evne til å skape overskudd av omsetningen. Det kan være mye som utgjør denne forskjellen.

Siden selskapene er relativt små vil enkeltprosjekter gi store utslag på inntjeningen. Men siden Bjelland AS har vært bedre enn konkurrentene sine i alle år, er det et tegn på bedre drift. Dette er uten at 2014 er hensyntatt hos konkurrenter.

- Totalkapitalrentabilitet:



Figur 8-5 Totalkapitalrentabilitet konkurrenter (2011-2014)

Totalkapitalrentabiliteten viser hvor mye avkastning en har igjen av totalt investert kapital. Det forteller noe om hvor mye eiendelene til selskapet forrenter seg. Dette vil være interessant siden driftsresultatgrad ikke gjengir hvor mye som er investert i selskapet. Selv om man har en bedre driftsmargin enn sine konkurrenter, er det ikke sikkert at man har like god avkastning av investert kapital. Ser man på Bjellands rentabilitet av totalkapitalen har den variert mellom 17% og 33% de siste fire årene. Nordbø Maskin AS har gått fra 9% til 3% og deretter til 4%. Rygg Maskin AS har mellom 5% og 12%. Dette tyder på at Bjelland AS får en bedre avkastning av investert kapital.

- Egenkapitalrentabilitet:

Mens rentabiliteten av totalkapitalen viser hvor mye en får igjen av totalt investert kapital uten å vise hensyn til hvordan avkastningen fordeles mellom kapitalinteressentene vil egenkapitalrentabiliteten vise hvor mye eierne får igjen av sin investerte kapital. Dette er den mest risikovillige kapitalen (Fladstad, Tofteland 2006). Kapital finansiert av kredittinstitusjoner vil ofte være sikret med pant i driftsmidler eller andre eiendeler. Det vil også være avtalt hvor stor avkastning kreditoren skal ha på sin kapital. Kreditorerne har også et rettsvern for å kunne kreve sin rettmessige avkastning. Egenkapitalen derimot er det ingen avtalt avkastningskrav til. Selv om investorene har sine egne avkastningskrav har de ikke et rettsvern for å få denne avkastningen. Avkastningskravet til eierne varierer og påvirkes av mange faktorer. Dersom bransjen er preget av stor risiko vil man kreve høyere avkastning. CAPM-modellen uttrykker avkastningskravet slik:

$$\text{Avkastningskrav} = \text{risikofri rente} + \beta_j(\text{markedspremie})$$

I denne modellen uttrykker beta risikoen i selskapet, mens markedspremien er den ekstra avkastningen markedet krever for å ta risiko. Denne modellen er nærmere beskrevet under fastsettelse av avkastningskrav.

Uten at avkastningskravet er satt vil man i alle fall kunne anta at eierne krever bedre avkastning av egenkapitalen enn man ville fått ved å sette pengene i tilnærmet risikofrie spareprodukter, bankinnskudd, statsobligasjoner osv.

Ser man på egenkapitalrentabiliteten til våre selskap viser den en stor variasjon. Nordbø Maskin AS har gått fra 25% i 2011 til 1% i 2012 og deretter til 4% i 2013. Rygg Maskin AS har gått fra 25% til 34% og ned til 12%. Bjelland AS er også her «best i klassen» med mellom 46-104%. Selv om rentabiliteten svinger mye må man kunne si at eierne i Bjelland AS får betalt for risikoen. Avkastning på egenkapitalen hos konkurrentene er ikke like bra, men Rygg Maskin AS har hatt relativt bra avkastning tatt i betraktning at risikofri rente i perioden har vært veldig lav. Nordbø Maskin AS har hatt en fallende trend, men ser ut til å ha snudd trenden i 2013. Dog er både 2012 og 2013 dårlige år med tanke på avkastning av egenkapital målt mot konkurrenter. Analysen tyder på at det vil være attraktivt å investere penger i Bjelland AS da det gir en høy avkastning målt mot både konkurrenter og risikofri rente.

8.4 Likviditet

Analysen av selskapets likviditet sier noe om selskapets evne til å innfri sine forpliktelser ved forfall. Det kan være vanskelig for en ekstern analytiker å vurdere likviditeten til selskapet da en ikke har all informasjon. Likevel vil det være interessant å se på forholdstallene opp mot konkurrenter.

Det er tradisjonelt to forholdstall som har vært benyttet for likviditetsanalyse; Likviditetsgrad 1 og 2. Likviditetsgrad 1 skulle historisk være 2 eller høyere, mens likviditetsgrad 2 skulle være 1 eller høyere (Kinserdal, 2005). Selv om det ikke er ansett like viktig å ha likviditetsgrader som overstiger disse målene i dag, vil det kunne si noe om hvordan likviditeten i selskapene er. Så lenge en er over 1 vil en kunne innfri sine kortsiktige forpliktelser. Det vil også være bra å se på utvikling i disse tallene over tid, da en ser hvilken likviditetsutvikling et selskap har. Dersom en stor del av kundefordringene i selskapet består av utført-ikke fakturert arbeid vil ikke disse forholdstallene ha stor informasjonsverdi siden kundefordringene ikke er like likvide. Ser man på notene i regnskapet til Bjelland AS ser man at prosjektene er forskuddsfakturert, så det vil ikke være et problem her. Vi har ikke hatt mulighet til å sjekke notene til konkurrentene, men antar at de ikke har en slik vesentlig post.

Siden hverken Bjelland AS eller Rygg Maskin AS har varelager er likviditetsgrad 1 og 2 helt like. Nordbø Maskin AS har et lite varelager så det er en liten forskjell på grad 1 og 2, men den er av uvesentlig karakter. Vi ser derfor kun på likviditetsgrad 2. Denne skulle historisk

være på 1 eller høyere, noe alle selskapene har hatt i de analyserte år. Alle selskapene ligger over 1, og således synes de å være likvide.

8.5 Soliditet

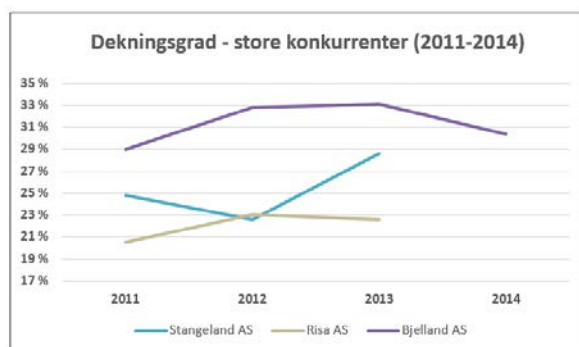
Egenkapitalgrad eller soliditet er et mål på hvor solid et selskap er. Jo større egenkapitalprosent jo bedre soliditet. Forholdstallet viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egne midler og hvor mye man kan tape før eksterne kreditorer lider tap. Det er vanskelig å si hvilken egenkapitalgrad som er «riktig». Dette vil variere fra bransjen til bransje. Der hvor resultatene fra år til år svinger mye, vil det være gunstig å ha mye egenkapital. I en stabil drift vil dette ikke være like nødvendig.

Ser man på sammenligning mellom konkurrentene vedrørende soliditeten har Bjelland AS og Rygg Maskin AS en egenkapitalgrad på i overkant av 30%, mens Nordbø Maskin AS ligger rundt 25% alle tre årene. Alle selskapene synes å være solide, og kunne tåle tøffere tider.

8.6 Konsekvens av vekst

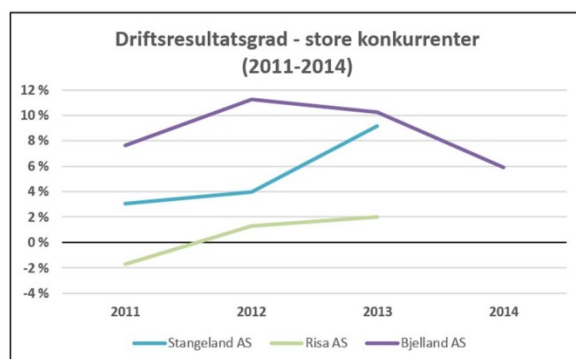
Siden Bjelland AS er et selskap i vekst kan det være interessant å se selskapets nøkkeltall opp mot større konkurrenter. Vi har derfor sammenlignet nøkkeltall mot Stangeland Maskin AS og Risa AS. Dette er de største entreprenørene i regionen med omsetning rundt 1 mrdNOK. Store selskaper kan utnytte stordriftsfordeler som bedre innkjøpsavtaler, større kapasitet og lavere gjennomsnittskostnader. Det kan også medføre stordriftsulemper.

Lasse Lien og Christine Meyer skriver i tidsskriftet Magma om ulemper som er forbundet med å bli større (Lien & Meyer, 2003). Ulempene er forbundet med lengre kommunikasjonskanaler, kvant kreativitet og fleksibilitet, intensivproblemer, og økte lønnskostnader. Ved sammenligningen av nøkkeltall og marginene til Bjelland AS mot konkurrentene, ser vi noen forskjeller.



Figur 8-6 Dekningsgrad – Store konkurrenter (2011-2014)

Dekningsgraden er som vist i figur 8.6 noe høyere enn de store konkurrentene. Denne forskjellen er tilsvarende sammenligningen med de mindre konkurrentene jf vedlegg 1 Konkurrentanalyse. Dette viser at selskapene har omtrent samme vare- og lønnskostnad i forhold til omsetningen, men Bjelland AS har noe bedre margin.



Figur 8-7 Driftsresultatgrad – Store konkurrenter (2011-2014)

Driftsresultatgraden har større variasjon. Mellom Risa AS og Bjelland AS er det stor forskjell, men sammenlignet mot Stangeland Maskin AS er driftsmargin omtrent lik i 2013. Dette viser at det er mulig å opprettholde marginene selv om man er stor, og at stordriftsulempene kan utlignes av stordriftsfordelene.

Når det gjelder finansiering har Risa AS en del rentebærende gjeld. Stangeland Maskin AS har i likhet med Bjelland AS liten eller ingen rentebærende gjeld. Dette tyder på at det er mulig for Bjelland AS å opprettholde finansieringsstrukturen på tross av vekst.

8.7 Oppsummering

Regnskapsanalysen tyder på at Bjelland AS er et lønnsomt og solid firma som er regnskapsmessig godt stilt til å takle motgang. Sammenlignet mot konkurrentene har selskapet gjennomgående bedre driftsmarginer og ser således ut til å kunne takle en tøffere konkurransesituasjon enn konkurrentene. I tillegg kan sammenligningen tyde på at det er merverdier i driftsmidlene til Bjelland AS som følge av en mer aggressiv avskrivingsplan enn konkurrentene. Sammenlignet med større konkurrenter viser at vi kan forvente stabile marginer på tross av vekst.

9. Verdenssettelse basert på kontantstrømprosjeksjoner

Kontantstrømmen er basert på vår oppfatning av selskapets nåværende finansielle situasjon og deres framtidsutsikter. Vår oppfatning er hovedsakelig basert på regnskapsanalysen og den strategiske analysen i kapittel 7 og 8, men er også sett opp mot selskapets egne uttalelser og tanker om framtiden. Avkastningskravet er hovedsakelig basert på KVM, men er justert for selskapsspesifikke faktorer.

9.1 Estimering av avkastningskrav

Ettersom Bjelland AS kun er finansiert av egenkapital er det kun avkastningskravet til egenkapitalen som skal estimeres. Vi har valgt å benytte KVM som basis for kravet, men vi har også foretatt noen justeringer relatert til selskapsspesifikke variabler. Se vedlegg 3 "Avkastningskrav" for detaljert utregning.

9.1.1 Ujustert avkastningskrav (KVM)

Ett av kravene til at KVM kan fungere i praksis er at inputparameterne i modellen må brukes konsekvent av markedet. Vi har derfor valgt å basere inputen på slik markedet praktiserer modellen i dag og deres forventning. I den forbindelse så har PWC, i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (NFF), foretatt en undersøkelse blant NFF's 1082 medlemmer om norske aktørers oppfatning/forventning av markedsstørrelser. Resultatene av undersøkelsen ble publisert i desember 2014 og baserer seg på svar fra 142 av disse medlemmene.

- Risikofri rente (r_f):

Ettersom vi fastslo tidligere at den eneste risikofrie investeringen vil være investeringer i statspapirer og statsobligasjoner, så har vi valgt å legge statsobligasjoner utstedt av Norges Bank til grunn for fastsettelsen av den risikofrie renten. Dette er det også enighet om i undersøkelsen av PWC, der hele 48% av aktørene mener at 10-års statsobligasjoner bør benyttes.

Vi benytter derfor renten på 10-års statsobligasjoner som risikofri rente i KVM. Denne ligger per 31.12.14 på 2,52%.

- Markedets risikopremie ($E(R_m) - r_f$):

Vi har valgt å benytte Damodorans metode 1 som baserer seg på undersøkelser i fastsettelsen av markedets risikopremie. Dette er grunnen til at vi mener at undersøkelser gir det beste bildet på hva markedet faktisk forventer. I den forbindelse viser resultatet av undersøkelsen til PWC en uendret oppslutning om 5% risikopremie.

PWC har også beregnet et implisitt avkastningskrav ved å analysere noterte selskaper på Oslo Børs. Dette ble gjort ved å ta utgangspunkt i selskapsverdier og sammenligne mot estimerte kontantstrømestimer. Et avkastningskrav og risikopremie blir så beregnet slik at den neddiskonterte kontantstrømmen samsvarer med selskapsverdien. Ved å ta utgangspunkt i 22 selskaper og tidshorisont fra første kvartal 2010 til tredje kvartal 2014, viser analysen en gjennomsnittlig median risikopremie på 5,4%. Sammenlignet med undersøkelsen viser analysen en differanse på 0,4%.

Vi har valgt å benytte markedspremien på 5% fra resultatet i undersøkelsen. Dette er grunnet i at børsanalysen tar en rekke forutsetninger om størrelsene i selskapenes avkastningskrav. Markedsundersøkelsen spør spesifikt om størrelsen på markedspremien og gir derfor et bedre bilde av forventet meravkastning.

- Fastsettelse av markedsrelaterte risiko (β_j):

Ved fastsettelsen av betaen i KVM, kom vi fram til at vi ville benytte den modifiserte regresjons metoden som blir nevnt av Damodaran som et alternativ til standard regresjonsmetode. Som kontroll har vi valgt å sammenligne resultatet mot et relativt risikomål, og benyttet metoden som blir omtalt som "Accounting Beta". Se vedlegg 5 "Beta Estimering" for utregning.

1. Modifisert regresjonsbeta

Modifisert regresjons beta er en metode som modifiserer regresjonsbetaen til å reflektere fremtidige perioder (Damodaran, udatert). En slik metode blir benyttet av Bloomberg, som justerer betaen på følgende måte:

$$\text{Justert Beta} = \text{Regresjons beta} (0,67) + 1,00 (0,33)$$

Ved enkel vektning kan vi se av formelen at den justerte betaen vil trekkes mot 1. Rasjonaliteten bak dette er at studier viser at betaen har en tendens til å gå mot 1 for alle selskaper over tid. Ettersom selskaper vokser og blir mer diversifiserte vil selskapets systematiske risiko bli lik markedets. Siden kontantstrømmetoden bygger vår verdi rundt fremtidig inntjening langt fram i tid, mener vi at denne metoden er hensiktsmessig for vår betafastsettelse.

Når vi da skal estimere Bjelland AS sin beta er ikke dette direkte mulig, ettersom Bjelland ikke er omsatt på børs. Vi velger derfor å se på to børselskaper som er noe sammenlignbare. Etter en gjennomgang av børsen fant vi at AF Gruppen og Veidekke ASA er de mest sammenlignbare selskapene, med hovedvekt på AF Gruppen ettersom virksomheten til Veidekke ASA strekker seg over flere områder.

Vi hentet daglige noteringer fra Oslo Børs (www.oslobors.no) fra 28.04.2015 og fem år tilbake for OSEBX, AFG og VEI, og estimerte betaene ved regresjon i Excel. De estimerte betaene ble så omregnet fra "levered" til "unlevered", slik at de økonomiske fordelene ved rentebærende gjeld ikke kommer til nytte og betaen kan knyttes opp mot Bjelland AS som kun er finansiert med egenkapital. Dette gjorde vi ved å bruke følgende formel:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + \left(\frac{G}{Ek}\right)\right)}$$

Hvor,

β_u = "Unlevered" beta (korrigert for innflytelse av finansstruktur)

β_L = "Levered" beta (med innflytelse av finansstruktur)

(G/Ek) = Gjeldsgraden i selskapet

Gjeldsgraden ble beregnet ved å dele selskapets rentebærende gjeld på markedsverdien av egenkapitalen. Her ble data hentet fra de respektive 2014 årsrapportene. Vi justerte deretter de korrigerede betaene med formelen til Bloomberg nevnt over. Se tabell under for resultat og vedlegg 5 for detaljert utregning.

Estimerte beta-verdier	AF Gruppen	Veidekke ASA
<i>Gjeldsgrad</i>	<i>0,0459</i>	<i>0,0890</i>
β_L = "Levered" beta	0,76	1,67
β_u = "Unlevered" beta	0,73	1,53
$\beta_{justert}$	0,82	1,36

Figur 9-1 Estimerte beta verdier

2. Relativt risiko mål – "Accounting Beta"

Som kontroll har vi regnet ut en såkalt "Accounting Beta" ved å ta en regresjon av Bjelland sin vekst i driftsresultat mot avkastningen på børsen. Vi gikk kun tilbake 3 år ettersom disse årene representerer selskapets finansielle situasjon best. 3 observasjoner er et litt tvilsomt grunnlag for en regresjon, men ettersom omsetning og resultat har hatt store variasjoner i årene før, anser vi disse ikke representative. Resultatet ble en estimert justert beta på 1,59.

"Accounting Beta" estimering	Bjelland AS
Ujustert beta	1,89
Justert Beta	1,59

Figur 9-2 "Accounting Beta" estimering

Selv om sistnevnte beta er beregnet ved å direkte sammenligne Bjelland AS mot markedet, mener vi denne er for høy og et usikkert estimat siden selskapet fortsatt er under vekst. Damodaran har på sin nettside¹² publisert europeiske industribetaer for 2015 (oppdatert 5 januar 2105). Der har han estimert en beta på 0,69 for "Engineering/Construction" industrien, som ligner vår estimerte beta for AF Gruppen. Vi velger derfor å benytte den estimerte beten for AF Gruppen på 0,82 i KVM.

¹² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Fastsettelse av ujustert krav:

Når vi da har fastsatt alle inputene har vi beregnet avkastningskravet til egenkapitalen etter formelen til KVM.

Oppsummering KVM	
Risikofri rente (R_f)	2,52 %
Markedets risikopremie ($E(R_m) - R_f$)	5,00%
Systematisk risiko (β_j)	0,82
$E(R_j) - \text{ujustert}$	6,62%

Figur 9-3 Ujustert avkastningskrav

9.1.2 Justeringer

I praksis blir det foretatt selskapsspesifikke justeringer på KVM, for å inkludere vurderinger og justeringer som modellen ikke tar høyde for. Husebø (2009) har lagd en praktisk tilnærming av modellen, som tar høyde for disse faktorene:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j(E(R_m) - R_f) + \alpha$$

Der det siste leddet, representert med faktor Alpha (α), benyttes for den praktiske tilnærmingen og de selskapsspesifikke faktorene. Vi har valgt å justere avkastningskravet med følgende tilpasninger:

- Likviditetsrabatt:

I praksis legges det ofte til en stor rabatt på aksjer i ikke-børsnoterte selskaper i forhold til lignende aksjer i børsnoterte selskaper. Rabatten omtales ofte som en likviditetsrabatt, ettersom det kan være utfordrende å finne potensielle kjøpere siden det ikke finnes en markeds plass for omsetning (Boye, 2007). Jo større selskapet og likvide eiendeler, jo lavere blir rabatten. Rabatten kan enten trekkes direkte fra en neddiskontert verdi, eller så kan den omregnes som et påslag i avkastningskravet. Boye sier at en rabatt vanligvis er i størrelsesorden 30-40%, som trekkes fra verdigrunnlaget. Han referer midlertidig til professor

Thore Johnsen som anbefaler en rabatt på henholdsvis 2-3% og 4-5% for børsnoterte- og ikke-børsnoterte selskaper. Denne rabatten blir et påslag på avkastningskravet.

Det har vært diskusjon rundt denne likviditetsrabatten i lagmannsretten (ref. dom LB-2008-159542) da PWC gjorde en verdivurdering av selskapet Dyno AS. KPMG ble også bedt om å kontrollregne verdien ettersom det var stor tvil rundt benyttet avkastningskrav. PWC og KPMG benyttet en rabatt omtalt som en "Small Stock Premium"¹³ på henholdsvis 3,3% og 5,33%. Hva som inngikk i denne "SSP"en varierte mellom begge revisjonsselskapene, men var i all hovedsak en likviditetsrabatt.

Spørsmålet om en "SSP" skulle tillegges avkastningskravet ble også tatt stilling til i PWC's undersøkelse. Her mente hele 79% at en slik premie burde legges til. Ettersom Bjelland AS er et ikke-børsnotert selskap der likviditetsgraden på aksjene ikke er i nærheten av et børs-notert selskap har vi valgt å tillegge en likviditetsrabatt på 5% i avkastningskravet. Denne ligger i mellom rabatten til PWC og KPMG, og innenfor professor Thore Johnsens anbefaling.

- Nøkkelpersonellrabatt:

I tillegg til likviditetsrabatten mener vi at det skal legges til en rabatt for nøkkelpersonell. Denne legges til med grunnlag i viktigheten av Ole Bjelland nåværende deltagelse i selskapet og effekten av hans fratreden ved et eventuelt salg av selskapet. Vi mener at våre fremtidige estimater rundt omsetningen i stor grad er avhengige av Bjelland som nøkkelperson, og det derfor må korrigeres for hans fratreden.

Det er vanskelig å sette en spesifikk verdi på Bjellands nærvær i selskapet, men vi har kommet fram til at en rabatt på 5% i avkastningskravet burde være rimelig. Størrelsen er kun et skjønnsestimert på vår formening om viktigheten av Bjellands engasjement, ikke bare mot eksterne faktorer som kundeforhold og erfaring, men også interne forhold som frontfigur og motivasjonsfaktor for de ansatte.

Vi har undersøkt hva prosedyrene og størrelsen for en slik rabatt er i praksis. Den nærmeste størrelsen vi fant på en faktisk rabatt var på lederkilden.no sine nettsider. Her fastsetter Gunnar Dahl og Anders Thoresen et risikopåslag på mellom 0-6% mot de forretningsmessige risikoelementene: ledelse, organisasjon og kompetanse (Dahl & Thoresen, udatert).

¹³ "Small Stock Premium" blir videre omtalt som SSP.

Selskapets avhengighet av nøkkelpersonell er inkludert her. Vi legger derfor til et påslag på 5% i avkastningskravet som nøkkelpersonellrabatt.

9.1.3 Justert avkastningskrav

Etter justeringene foretatt i 9.1.2 har vi kommet fram til et avkastningskrav på 16,62% som skal anvendes til nediskontering av de fremtidige kontantstrømmene videre:

Justering av avkastningskrav	
E(R _j) – ujustert	6,62%
Likviditetsrabatt	5,00%
Nøkkelpersonellrabatt	5,00%
E(R_j) – justert	16,62%

Figur 9-4 Justert avkastningskrav

Vi mener at dette kravet reflekterer den avkastningen en eventuell investor kan oppnå ved en tilsvarende investering med samme risiko. Dette kravet vil bli benyttet videre.

9.2 Kontantstrømestimering

Kontantstrømmen er satt opp etter Figur 4-1 "Beregning av fri kontantstrøm (Egenkapitalmetoden)". Vi har hovedsakelig foretatt vurderinger på basis av regnskapsanalysen i kapittel 8 og etter samtaler med eier og administrerende direktør. Se tabellen under for estimerte hovedstørrelser:

Kontantstrømestimering, hovedstørrelser						
<i>(Tall i 1000NOK)</i>	<i>E2015</i>	<i>E2016</i>	<i>E2017</i>	<i>E2018</i>	<i>E2019</i>	<i>E2020-></i>
SUM DRIFTSINNTEKTER	191 500	210 000	230 000	241 500	251 000	
SUM DRIFTSKOSTNADER	176 231	193 256	211 661	222 244	230 987	
DRIFTSRESULTAT	15 269	16 744	18 339	19 256	20 013	
NOPAT	10 969	12 028	13 174	13 833	14 377	
Ordinære avskrivninger	3 813	4 182	4 580	4 809	4 998	
Investeringer	4 353	4 773	5 228	5 489	5 705	
Økning arbeidskapitalbehov	-2 103	916	990	569	470	
Udiskontert kontantstrøm	12 532	10 521	11 536	12 583	13 200	95 818

Figur 9-5 Kontantstrømestimering, hovedstørrelser

- Omsetning:

Selskapets ledelse har som mål å nå 200 MNOK i omsetning innen 2015. Dette hadde tilsvart en vekst på 22% i forhold til 2014. Vi mener at dette er overentusiastisk på basis av to årsaker. For det første så er gjennomsnittlig vekst de siste 3 år kun 17%. For det andre opplever regionen Rogaland og Norge generelt et økonomisk tilbakeslag som følge av nedgangen i oljeprisen. Bjelland AS er ikke direkte knyttet til oljeindustrien, men med den økonomiske uforutsigbarheten som nå finner sted, vil de fleste selskapene oppleve tilbakeslag.

Vi har tatt utgangspunkt i ordreserven, men denne sier lite om fremtiden etter estimat år 2017. Fram til 2017 så er selskapet involvert i Sømmevågen-prosjektet som vil stå for en god del av omsetning i denne perioden. Kontraktsprisen er 340 MNOK over tre år. Når det gjelder markedet er det vanskelig å forutse hvordan utviklingen kommer til å påvirkes av nedgangen i oljeprisen. Som nevnt i PESTEL-analysen i kapittel 7 så er det varslet offentlig satsning på infrastruktur i regionen. Dette er også et velkjent tiltak ved lavkonjunkturer. Slike tiltak vil direkte påvirke etterspørselen etter Bjelland AS sine tjenester.

Med Sømmevågen-prosjektet som grunnlag i sammenheng med pågående og forventede politiske satsninger på infrastruktur i regionen, anser vi ikke vekst å være urealistisk. I forhold til konkurrentene opererer også Bjelland AS med bedre marginer. Dette kan slå positivt ut i forhold til konkurransesituasjonen.

Vi har derfor valgt å vektlegge omsetningsveksten basert på Bjellands estimer, men å nedjustere vekstraten i 2015 fra 22% til den historiske veksten de siste 3 år på 17%. Selv om vi forventer at selskapet vil vokse, så har vi valgt å redusere vekstraten ytterligere i 2016-17 som følge av usikkerheten i markedsituasjonen i tillegg til at det er vanskelig å opprettholde en slik markant vekst. Fra og med 2018 så redusere vi veksten ytterligere til 5% og 4%, da Sømmevågen-prosjektet utløper.

Omsetningsvekst						
<i>(Tall i 1000NOK)</i>	<i>E2015</i>	<i>E2016</i>	<i>E2017</i>	<i>E2018</i>	<i>E2019</i>	<i>E2020-></i>
SUM DRIFTSINNTEKTER	191 500	210 000	230 000	241 500	251 000	
<i>(vekst)</i>	<i>17 %</i>	<i>10 %</i>	<i>10 %</i>	<i>5 %</i>	<i>4 %</i>	<i>2,50 %</i>

Figur 9-6 Estimert omsetningsvekst

- Driftskostnader:

Utviklingen i driftskostnadene har vi estimert ved å se på historiske tall og forventet vekst i omsetning. Varekostnad, lønn, avskrivninger og annen driftskostnad er estimert på grunnlag av historiske tall over en 5 års periode.

Varekostnadene og lønnskostnadene utgjør nesten 3/4 av totale driftskostnader. Vareforbruket forventes å øke proporsjonalt i forhold til omsetning, da vi forventer at selskapet vil påta seg samme type prosjekter i fremtiden. Vi forventer tilsvarende proporsjonal økning for lønnskostnadene. Vekst kan medføre bedre innkjøpsavtaler som kan gi bedre marginer, men vekst er også forbundet med høyere lønnskostnader. I sammenligningen mot Stangeland Maskin AS i regnskapsanalysen (kapittel 8) ser vi at marginene er tilnærmet like som Bjelland AS. Vi legger derfor til grunn at stordriftsfordelene og ulempene utligner hverandre, og vi kan forvente like marginer fremover.

Annen driftskostnad utgjør om lag 1/4 av totale driftskostnader. Kostnaden her er hovedsakelig forbundet med leasing og vedlikehold av maskinparken. Selskapet har kontinuerlig fornyelse av maskinparken, noe som gjør at vedlikehold og driftskostnader av maskiner forventes å være stabil i forhold til omsetning.

- Skattekostnaden:

Bjelland har hatt en effektiv skattekostnad de siste 5 årene på gjennomsnittlig 29% av driftsresultatet. Vi har valgt å benytte samme sats med en korrigeringsfaktor på -1%, ettersom den nominelle skatteraten ble redusert fra 28% til 27% i 2014 (www.regjeringen.no). Vi ender derfor opp med et estimat på den effektive skatteraten på 28%.

- Investeringer:

Vi har beregnet selskapets investeringer ved å ta økning varigdriftsmidler pluss årets avskrivninger. Investeringene er hovedsakelig utstyr til operasjonell drift som gravemaskiner og utstyr, utover det som leases. Ettersom selskapet hovedsakelig leaser maskiner og utstyr forventer vi ikke store endringer i investeringer.

Vi legger derfor selskapets historiske vekst i netto investeringer på 2,3% av omsetning til grunn for økningen i investeringer.

- Arbeidskapital:

Netto økning i arbeidskapital behov skal trekkes fra den frie kontantstrømmen da denne kapitalen er nødvendig for selskapets operasjonelle drift. Dette behovet har vi estimert til 5% av omsetning, basert på 5 års historiske tall. Vi har beregnet operasjonelt arbeidskapitalbehov ved følgende formel:

$$\text{Oper. arb. kap. behov} = (OM - \text{Bank}) - (KG - KG_{\text{rentebærende}} - \text{Avsatt utbytte})$$

Hvor,

OM = Omløpsmidler

KG = Kortsiktig gjeld

Avsatt utbytte = Avsatt utbytte/konsernbidrag (år_n)

Det er kun det operasjonelle arbeidskapitalbehovet som vi bruker som basis for estimering av fremtidig kapitalbehov. Derfor trekker vi ut tidligere års avsatt utbytte og konsernbidrag da dette ikke er en del av den operasjonelle aktiviteten. Bankinnskudd anses som overskuddslikviditet og trekkes ut av omløpsmidlene. Det kan diskuteres om hele bankinnskuddet til Bjelland AS er overskuddslikviditet. Effekten blir derimot korrigert i det estimerte arbeidskapitalbehovet som reduserer/øker kontantstrømmen, noe som gjør at vi derfor velger å anse hele likviditetsbeholdningen som overskuddslikviditet.

Sammenlignet med Damodaran så har Bjelland AS et arbeidskapitalbehov på 8,23% høyere enn den vesteuropeiske bygg- og anleggsindustrien på 3,23%¹⁴. Dette kan ha flere forklaringer, blant annet at Bjelland AS er i vekst. Vi velger derfor å benytte estimatet basert på faktiske, historiske tall fra selskapet.

¹⁴ Damodaran har beregnet arbeidskapital behov fordelt på industrier. Publisert 5 januar 2015 (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>)

- Terminalverdi:

Terminalverdien fra år 6 er estimert ved "Gordons Growth Model" beskrevet i kapittel 4.1. Ved hjelp av modellen har vi estimert en terminalverdifaktor som multipliseres med estimert kontantstrøm i år 6:

$$\text{Terminalverdifaktor} = \frac{(1 + g)}{(E(R_j) - g)} = \frac{(1 + 0,0250)}{(0,1662 - 0,0250)} = 7,2592$$

Her er $E(R_j)$ det estimerte avkastningskravet beskrevet i kapittel 9.1.3. Faktor g representerer den konstante vekstraten. Vi har valgt å benytte det nåværende inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5% (NorgesBank, 2015). I framtiden vil selskapets vekst reduseres og gå mot en vekst tilnærmet den generelle markedsøkningen. Vi mener derfor at inflasjonsmålet representerer et fornuftig estimat på den konstante veksten.

9.3 Nåverdi estimering

På bakgrunn av kontantstrøm estimatet i kapittel 9.1 og beregnet avkastningskrav i kapittel 9.2 har vi estimert følgende verdi:

<i>(Tall i 1000'NOK)</i>	<i>Estimat Bjelland AS</i>
Udiskontert kontantstrøm	156 190
Justert avkastningskrav	16,62%
Neddiskontert kontantstrøm	89 526
Bank	32 911
Estimert verdi	122 437

Figur 9-7 Estimert nåverdi (kontantstrømmetoden)

Nediskonteringen er basert på at avkastningskrav på 16,62%, der nediskonteringen starter fra år 2016 siden 2015 er innværende år. Ettersom hele kontantinnskuddet på 32,9 MNOK anses som overskuddslikviditet og er trukket ut av estimeringen av arbeidskapitalbehovet, legges hele beholdningen til nåverdien av kontantstrømmen. Etter at vi har lagt til kontantbeholdningen kommer vi fram til en estimert verdi på 122,4 MNOK for Bjelland AS.

10. Relativ verdivurdering

Etter "the law of one price" vil prisen av to like selskaper være tilnærmet lik i et fungerende marked. Vi skal derfor sammenligne estimert verdi i kapittel 9 mot faktiske transaksjoner og markedsv verdier av tilsvarende selskap, som en kontroll av den estimerte verdien.

Vi har sammenlignet mot to børsnoterte selskaper som opererer i samme bransje, og mot et sammenlignbart oppkjøp.

10.1 Sammenligning mot børsnoterte selskaper

Etter en gjennomgang av børsnoterte selskaper fant vi ut at AF Gruppen ASA og Veidekke ASA var de mest sammenlignbare selskapene. Vi beregnet derfor multiplikatorer basert på deres nøkkeltall.

Sammenligning børsnoterte selskaper				
	P/Årsres	P/EBITDA	P/Omsetning	P/Bokført EK
AF Gruppen ASA	14,20	9,12	0,69	4,58
Veidekke ASA	11,48	7,08	0,41	3,59
Gjennomsnitt:	12,84	8,10	0,55	4,08
Estimert verdi Bjelland AS	128 344	133 598	122 968	142 908
Gjennomsnitt:	131 954			

Figur 10-1 Relativ verdsettelse – Sammenligning børsnoterte selskaper

På de estimerte verdiene av Bjelland AS har vi tillagt likviditetsbeholdningen. Vi foretok en analyse av likviditetsbeholdningene til børsnoterte selskaper, og fant ut at disse ligger mellom 0,9-1,8% av omsetning. I forhold til Bjelland AS ligger denne på 20% av omsetning. Vi mener derfor at denne må tillegges de estimerte verdiene siden overskuddslikviditeten er såpass stor.

Estimerte verdier fra de forskjellige multiplikatorene gir nokså lik verdi. Vi mener at alle multiplikatorene er representative, men ettersom vi her setter verdien på Bjelland AS som om det er et børsnotert selskap kan de estimerte verdien ligge noe høyt da man ikke inkluderer diverse småbedriftspremier.

10.2 Sammenlignbart oppkjøp

For å finne sammenlignbare oppkjøp har vi benyttet årsrapportene og internettsidene til børsnoterte selskap, for så å finne kostpris for andre selskaper. Det viste seg å være vanskelig å finne oppkjøp av sammenlignbare selskaper hvor pris var oppgitt. Eneste oppkjøpet vi fant som var sammenlignbart var AF-gruppens oppkjøp av Måselv Maskin og Transport AS (www.afgruppen.no) våren 2015. Ettersom 2014-regnskapet for dette selskapet ikke per dags dato er offentlig, har vi regnet ut multiplene basert på 2013-regnskapet.

Måselv Maskin og Transport AS (heretter kalt MMT AS) er et tradisjonelt maskinentreprenørfirma som kan sammenlignes med Bjelland AS. Både type drift og størrelse er tilnærmet likt. De har i tillegg eierandeler i tilknyttede selskaper. Siden alt dette omfattes av oppkjøpet har vi benyttet konsernregnskapet som grunnlag for multiplene.

Siden vi tar utgangspunkt i foretaksverdien¹⁵ til MMT AS så må vi legge til overskuddslikviditet for å få totalverdien av Bjelland AS. Vi kom fram til en gjennomsnittlig estimert verdi på Bjelland AS på 125 MNOK basert på følgende multipler:

Sammenligning oppkjøp	P/Årsres	P/EBITDA	P/Omsetning	P/Bokført EK
MMT AS	11,31	6,01	1,14	1,00
Estimert verdi Bjelland AS	116 996	107 587	219 106	59 926
Gjennomsnitt:	125 904			

Figur 10-2 Relativ verdsettelse – Sammenligning oppkjøp.

Av tabellen over er det to multipler som skiller seg ut: P/Omsetning og P/Bokført egenkapital.

P/Bokført multiplene vil kunne variere veldig fra selskap til selskap. Har et selskap store merverdier i driftsmidler eller goodwill vil ikke dette være reflektert i bokført verdi. Dersom et av selskapene holder igjen mye opptjent egenkapital i selskapet vil P/BV multiplikatoren være lav i forhold til et selskap som har meget god fortjeneste og betaler mye i utbytte.

P/omsetning gir en vesentlig høyere verdi sammenlignet med de andre multiplikatorene.

Kjøpet av MMT AS ble gjennomført våren 2015, og det ble publisert i en pressemeldingen fra

¹⁵ Foretaksverdi (Enterprise value) = markedsverdi (EK + G) + minoritetsinteresser - likvide midler

AF-gruppen at omsetningen i 2014 hadde vært på rundt 225 MNOK. Dette som utgangspunkt gir en EV/inntekt på 0,7 noe som igjen indikerer verdi av Bjelland AS på rundt 145 MNOK.

Vi mener derfor at P/Årsresultat og P/EBIDA verdiene er de mest representative i denne sammenheng. Hvis kun medregner disse verdiene sitter vi igjen med et gjennomsnitt på rundt 112 MNOK.

10.3 Oppsummering

<u>Oversikt multiplikatorer</u>				
Estimert verdi Bjelland AS	P/Årsres	P/EBITDA	P/Omsetning	P/Bokført EK
Børsnoterte selskaper	128 344	133 598	122 968	142 908
Sammenlignbart oppkjøp	116 996	107 587	219 106	59 926
Gjennomsnitt:	122 670	120 593	122 968	142 908

Figur 10-3 Relativ verdsettelse – Oversikt

Kjøpet av MMT AS ble gjennomført våren 2015, og siden vi ikke har 2014-regnskapet tilgjengelig, kan vi risikere at multiplene er misvisende. Vi antar at prisen mest sannsynlig ikke baserer seg kun på siste års resultater, slik at oppdaterte multiplikatorer sannsynligvis ikke vil variere mye fra oppstillingen over. Vi vurderer at multiplene P/Årsresultat og P/EBITDA er de mest relevante.

I sammenligning med vår estimerte verdi i kapittel 9 på 122 MNOK for Bjelland AS underbygger den relative verdsettelsen vårt estimat. Verdien vår ligger som forventet noe lavere i forhold til de børsnoterte selskapene. Sammenlignet med oppkjøpet av MMT AS er vårt estimat noe høyere.

11. Sensitivitets- og scenario analyse

Når man benytter neddiskontert fri-kontantstrømanalyse for å estimere en verdi av et selskap er det mange faktorer som spiller inn på verdien og mange usikkerhetsmomenter. I praksis vil man aldri treffe med de estimerte kontantstrømmene. I beste fall kan man kalle dem en kvalifisert gjetning. For å kunne si noe om usikkerheten i verdien vil vi prøve å benytte forskjellige scenario for selskapets utvikling fremover. Dette for å se hvor store utslag eventuelle bedre eller dårligere utvikling har å si for verdien av selskapet. Vi vil også se på hvordan det slår ut dersom vi endrer avkastningskravet, og hvilke faktorer som er de største verdidriverne i modellen.

11.1 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen skal identifiserer og måle effekten av endringer i tilnærmingens vesentlige faktorer. Vi har derfor analysert avkastningskravet og terminalverdien, ettersom disse er faktorer der endringer gir mest utslag på verdien.

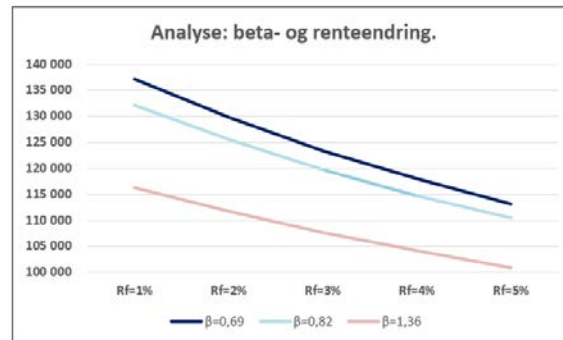
- Avkastningskravet:

Ved å endre på input i avkastningskravet og endring av de fremtidige kontantstrømmen vil vi vurdere hvilke input som er de mest sensitive i vårt estimat av verdien til Bjelland AS. Avkastningskravet består av risikofri rente, markedspremie, β og likviditetsrabatt.

Analyse: beta- og renteendring			
(tall i tusen)	$\beta=0,69$	$\beta=0,82$	$\beta=1,36$
Rf=1%	137 184	132 218	116 222
Rf=2%	129 757	125 530	111 681
Rf=3%	123 422	119 784	107 682
Rf=4%	117 960	114 796	104 136
Rf=5%	113 203	110 429	100 970

Figur 11-1 Analyse – Beta- og renteendring (tabell)

Dersom vi først ser på endringer i den risikofrie renten og ser for oss at den kan variere mellom 1% som er i nærheten av dagens rente på 10 års statsobligasjoner og opp til 5% som kan ses på som en mer «normal» sats.



Figur 11-2 Analyse – Beta- og renteendring (graf)

Verdien av selskapet varierer da mellom 137 MNOK og 110 MNOK med $\beta=0,82$. Dette viser at rentesatsen vi bruker vil kunne gi store utslag i estimert verdi.

Betaen i avkastningskravet kan også diskuteres. I vårt estimat har vi valgt å benytte en β på 0,82, men vi ser av sammenligning med børsnoterte aksjer som er noenlunde innenfor samme bransje og β som Damodaran oppgir for bransjen kan denne også variere en del. Dersom vi setter den laveste β til 0,69 som er lik Damodarans bransjebeta, og den høyeste lik Veidekke sin β på 1,36 vil verdien variere fra laveste på 112vMNOK til høyeste på 130 MNOK med en rente på 2%.

Markedspremien vil for så vidt gi en verdiendring lik endring i risikofri rente, men justert med effekten av β . Vi regner derfor ikke på denne spesifikt, men vi noterer at endring i markedspremien også vil kunne gi store utslag i estimert verdi av selskapet. Det samme gjelder for likviditetsrabatten som vi har lagt inn i avkastningskravet, men den vil ikke justeres i forhold til β , men virke direkte slik som risikofri rente.

Forskjellen mellom de to ytterpunktene er på over 36 MNOK og vi forstår utfra denne tabellen at inputene i avkastningskravet har stor innvirkning på hvilken estimert verdi vi får. Vi har derfor sett på den totale effekten av +/- ett prosent endringer i avkastningskravet.

Avkastningskrav	13,62 %	14,62 %	15,62 %	16,62 %	17,62 %	18,62 %	19,62 %
Endring verdiesimat	21 955	13 395	6 172	-	-5 332	-9 982	-14 071

Figur 11-3 Effekt av endringer i avkastningskrav (tall i 1000 NOK)

Vi ser her effekten av +/- prosentvise endringer på det totale avkastningskravet. Effekten av en økning tilsvarende 3 % resulterer i 14 MNOK nedgang i estimert verdi. I motsetning medfører en nedgang på 3% i avkastningskravet, en økning i estimert verdi på 22 MNOK.

- Terminalverdi:

I terminalverdien har vi i tillegg til avkastningskravet en input på vekst (g). Vi antar her at veksten ikke vil kunne variere så mye ut fra styringsmålet til Norges Bank på 2,5% da de i så fall vil ta grep for å prøve å justere veksten til å gå mot målet. Derfor setter vi variasjonen mellom 1,5% og 3,5%. Dersom vi benytter laveste vekst vil selskapet få en estimert verdi på 119 MNOK mens ved 3,5% vekst vil man få 126 MNOK som estimert verdi av selskapet. Vi ser her at veksten i terminalverdien ikke utgjør en så stor feilmargin som avkastningskravet, noe som i hovedsak skyldes at den langsiktige veksten mest sannsynlig ikke vil ha så stor variasjon.

11.2 Scenarioanalyse

I de estimerte fremtidige kontantstrømmene vil det også være en stor grad av usikkerhet. Dette er jo åpenlyst siden man i denne type selskap aldri vil vite hvor mye inntekter man vil kunne få fremover. Selv om man har en kontrakt med fastpris vil det også i disse tilfellene kunne oppstå tilleggsarbeid som gir mer inntekter, eller man støter på uventede problemer som øker kostnader uten at man får inntekter på dem. Vi vil derfor estimere kontantstrømmer utifra en pessimistisk og en optimistisk forventning og se hvordan dette innvirker på estimert verdi av Bjelland As.

11.2.1 Pessimistisk utfall

I vårt «beste estimat» har vi lagt opp til at Bjelland AS vil ha en fortsatt god vekst. Dette er begrunnet i at selskapet har inngått en stor kontrakt i slutten av 2014, og med denne i bunn vil selskapet kunne forvente vekst i tiden fremover. I slutten av 2014 og begynnelsen av 2015 la det seg mørke skyer over den økonomiske horisonten til Rogaland på grunn av sterk nedgang i oljeprisen. Dette vil kunne gi redusert etterspørsel siden ringvirkningene av oljebransjens nedgang vil kunne påvirke etterspørselen etter selskapets tjenester. Dersom vi forutsetter at veksten i omsetning ikke vil bli mer enn 2,5% som er lik Norges Banks inflasjonsmål vil verdien av selskapets reduseres.

Udiskontert kontantstrøm	121 939
Justert avkastningskrav	16,62 %
Neddiskontert kontantstrøm	71 708
Bank	32 911
Estimert verdi Bjelland AS	104 619

Figur 11-4 Scenarioanalyse – Pessimistisk utfall

Denne verdien er ut ifra samme avkastningskrav som opprinnelig. Dersom vi i tillegg endrer β til 1,36 som er høyeste av sammenlignbare konkurrenter vil verdien reduseres ytterligere til 95 MNOK. I «verste fall» vil verdien være 27 MNOK lavere enn det hva vi tror er «beste estimat».

11.2.2 Optimistisk utfall

Et annet utfall er at den varslede nedgangen i økonomien ikke berører bransjen i stor grad og Bjelland AS fortsetter veksten de er inne i. Forutsetter vi at gjennomsnittlig vekst siste tre år er et greit estimat på hva selskapet kan være i stand til vil vi få en vekst på 17% fremover. Dog vil vi ta hensyn til at en slik vekst ikke kan fortsette i all fremtid slik at vi justerer den nedover. Vi benytter 17% vekst i første tre år av estimatperioden, deretter 10% for år 4 og 7% for år 5. Vekst i terminalverdi har vi lik som tidligere.

Udiskontert kontantstrøm	180 364
Justert avkastningskrav	16,62 %
Neddiskontert kontantstrøm	101 492
Bank	32 911
Estimert verdi Bjelland AS	134 403

Figur 11-5 Scenarioanalyse – Optimistisk utfall

Da ender vi opp på 134 MNOK i verdi. Endrer vi β til laveste som var lik Damodarans bransjebeta får vi en verdi på 139 MNOK.

11.3 Oppsummering

Sensitivitets- og scenarioanalysen viser at relativt små endringer i input i modellen gir store utslag i estimert verdi av selskapet. Vi ser at det er faktorene i avkastningskravet og dermed avkastningskravet som gir størst utslag på estimert verdi. Vi la også inn forskjellig utvikling i inntekter og dermed forskjellig kontantstrøm, men dette gir ikke like store svingninger i verdi som å endre på avkastningskravet. Selv om vi har forenklet scenarioene med kun endring i kontantstrømmen og alt annet likt, gir disse analysene likevel et signal på hva en kan forvente gir størst utslag og en vil kunne estimere seg en egen verdi dersom en er uenig i for eksempel avkastningskravet vi har satt.

Del IV Konklusjon og vedlegg

12. Konklusjon

Vi har estimert en verdi på Bjelland AS på 122 MNOK ved bruk av kontantstrømmetoden. I vår estimerte kontantstrøm forutsetter vi fortsatt vekst for selskapet. Estimeringen er basert på historiske tall, samtaler med ledelsen og nåværende markedssituasjon. På tross av nedgang i den økonomiske aktiviteten i regionen som følge av reduksjon i oljepris så ser ikke dette ut til å ha vesentlig innvirkning på selskapet. Det er forventet flere store offentlige prosjekter i området innen infrastruktur som vil kunne opprettholde etterspørselen i bransjen.

Kontantstrømmen er neddiskontert med et avkastningskrav på 16,62%. Kravet er basert på KVM og deretter justert for selskapsspesifikke faktorer.

Som en kontroll av vår estimerte verdi har vi foretatt en relativ verdsettelse basert på et sammenlignbart oppkjøp og børsnoterte selskaper. Ved bruk av de mest relevante multiplikatorene får vi en estimert verdi på mellom 108 MNOK og 143 MNOK.

Gjennomsnittet av sammenligningen mot de børsnoterte selskapene ligger på 132 MNOK, og 112 MNOK for de mest relevante multiplikatorene på det sammenlignbare oppkjøpet.

Estimert verdi er basert forutsetninger som vi mener tilsvarer en markedsmessig tilnærming. Den relative verdsettelsen underbygger dette ved at forholdstall fra børsnoterte selskaper og et faktisk oppkjøp, gir noenlunde lik verdi.

Vi mener derfor at en pris for Bjelland AS på rundt 120 MNOK er et fornuftig estimat.

Referanseliste

2009-06-12., B. 1.-d. (u.d.). LB-2008-159542.

BNL. (2015). BNLs medlemsundersøkelse 2015: *Byggenæringens fremtidsbarometer*. Hentet Mai 05, 2015 fra http://www.bnl.no/globalassets/dokumenter/rapporter/fremtidsbaromter2015_singel_web.pdf

Boye, K. (2007, 03). Praktisk økonomi & finans: *Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper. 03/2007*. Hentet April 26, 2015 fra http://www.idunn.no/pof/2007/03/rabatt_ved_omsetning_av_aksjer_i_ikke-_borsnoterte_selskaper

Dahl, K. B. (2002, Desember). Praktisk Økonomi & Finans: *Verdsettelsesmodeller, 01/2002*.

Dalland, O. (2000). *Metode og oppgaveskriving for studenter* (3. utg. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.

Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory*. Hentet Mars 26, 2015 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2006, November). *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*. Hentet Mars 30, 2015 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2008, Desember). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Hentet April 04, 2015 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (2015, Mars 14). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications* (2015 Edition). Hentet April 26, 2015 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran, A. (udatert). *Estimating Risk Parameters*. Hentet fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/papers.html#riskparameter

Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2nd . utg.). New York: John Wiley & Sons, Inc.

Fama, E. F. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. Hentet April 26, 2015 fra <https://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/0895330042162430>

FASB ASC Topic 820, Fair Value Measurement.

Fernandez, P. (2015). *CAPM: An Absurd Model*. Hentet April 12, 2015 fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2505597

Fernandez, P. (2015). *Company Valuation Methods*. Hentet mars 03, 2015 fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973

- Fernandez, P. (2015, Januar 13). *Valuation Using Multiples: How Do Analysts Reach Their Conclusions?* Hentet Mai 04, 2015 fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274972
- Fernandez, P. (2015, Januar 8). *WACC: Definition, Misconceptions and Errors*. Hentet fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1620871
- Gerry Johnson, K. S. (2008). *Exploring Corporate Strategy* (8 utgave. utg.). Pearson Education.
- Gjesdal, F. (2012, februar). *Valg av verdsettelsesmodell*. s. 22-23. Hentet mars 03, 2015 fra <http://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>
- Husebø, T. (2009). *Praktisk økonomi & finans: Avkastningskrav ved test for verdifall*. (01/2009). Hentet April 26, 2015 fra <http://www.idunn.no/pof/2009/01/art09>
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse/Financial reporting and analysis*. Cappelen Damm .
- Lars Fuglesang, P. H.-R. (2007). *Teknikker i samfundsvidenskabene*. Roskilde Universitetsforlag.
- Meyer, L. B. (2003). *Magma: Hvordan mislykkes med fusjoner og oppkjøp*. (05/2003).
- NorgesBank. (2015, mars 19). *Pengepolitisk rapport 1/15*. Hentet Mai 01, 2015 fra http://static.norges-bank.no/pages/102900/PPR_1_2015.pdf?v=19032015132454
- PWC. (Desember, 2014). *Risikopremien i det norske markedet 2013 og 2014*..
- Schølberg, O. (2009, August). *Finansteori anvendt i praksis*. MAGMA. Hentet fra <http://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>
- Stenheim, T. (2008, Februar). *Magma: Virkelig verdi - et utfordrende måleattributt*. Hentet April 4, 2015 fra <http://www.magma.no/virkelig-verdi-et-utfordrende-maaleattributt>
- Thoresen, G. A. (Udatert). *Fastsette risikopåslag* . Hentet Mai 11, 2015 fra <http://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/fastsette-risikopaslag>
- Titman, S. og Martin, J.D. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions*. Harlow: Person.
- Tofteland, H. N. (2006). *Finansregnskap: vurdering og analyse* (2. utgave.). Fagbokforlaget.
- www.afgruppen.no. (2015, April 16). Hentet Mai 05, 2015 fra <http://www.afgruppen.no/Anlegg/Aktuelt/AF-Gruppen-inngar-intensjonsavtale-med-Malselv-Maskin--Transport-AS/>
- www.bygg.no. (2014, Juni 16). Hentet Mai 03, 2015 fra <http://www.bygg.no/article/1198935>

- www.fylkesmannen.no. (2014, Desember 02). Hentet Mars 22, 2015 fra
<http://www.fylkesmannen.no/Documents/Dokument%20FMRO/Samfunn%20og%20beredskap/Lyse%20Energi.pdf?epslanguage=nn>
- www.regjeringen.no. (2014, Februar 13). Hentet Mai 01, 2015 fra
<https://www.regjeringen.no/nb/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2014/id748052/>
- www.regjeringen.no. (2015, April 17). Hentet April 20, 2015 fra
<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/veireform-fremmet-i-statsrad-mer-effektiv-og-helhetlig-veiutbygging/id2406982/>
- www.vegvesen.no (2014, Juni 02). Hentet Mars 05, 2015 fra
<http://www.vegvesen.no/Riksveg/rv509sommevagen/Nyhetsarkiv/arbeidsfellesskapet-kruse-smith-entrepren%C3%B8r-og-bjelland-as-innstilt-som-nummer-ein>
- www.vegvesen.no. (2013, Oktober 01). Hentet Mars 13, 2015 fra
<http://www.vegvesen.no/Om+Statens+vegvesen/Presse/Nyheter/Nasjonalt/kronikk-utenlandske-entrepren%C3%B8rer-og-det-norske-markedet>
- www.vegvesen.no. (Udatert). Hentet Mars 20, 2015 fra
<http://www.vegvesen.no/Vegprosjekter/ferjefriE39>

Vedlegg

1. Konkurrentanalyse
2. Resultatanalyse Bjelland AS
3. Avkastningskrav
4. Terminalverdifaktor
5. Beta estimering
6. Kontantstrøm estimering
7. Relativ verdsettelse
8. Sensitivitets- og scenario analyse

VEDLEGG 1: Konkurrentanalyse

Selskap	År	Omsetning	Varekjøp	Br.fortj.	Lønn	Dekn.grad	Driftsresultat	Dr.res. grad	Egenkapitalgrad	Likviditetsgrad 1	Likviditetsgrad 2	EK-rentabilitet	Totalkapitalrentabilitet	Driftsmidler/Omsetning	Ansatte	Oms. Pr ansatt
	2014	163 611	66 971	59 %	46 942	30 %	9 663	6 %	40 %	1,55	1,55	44 %	17 %	4 %	83	1 971
	2013	139 627	51 841	63 %	41 583	33 %	14 280	10 %	35 %	1,51	1,51	82 %	28 %	3 %	66	2 116
	2012	134 449	56 040	58 %	34 262	33 %	15 143	11 %	34 %	1,41	1,41	104 %	33 %	4 %	54	2 490
Bjelland AS	2011	103 298	46 193	55 %	27 178	29 %	7 874	8 %	30 %	1,34	1,34	65 %	22 %	5 %	53	1 949
	2013	132 727	60 690	54 %	37 781	26 %	2 088	2 %	26 %	1,37	1,34	4 %	4 %	3 %	75	1 770
Nordbo Maskin AS	2012	139 457	65 247	53 %	37 312	26 %	1 569	1 %	23 %	1,18	1,15	1 %	3 %	5 %	79	1 765
	2011	148 044	77 925	47 %	33 956	24 %	4 116	3 %	25 %	1,24	1,21	25 %	9 %	6 %	74	2 001
	2013	139 241	77 064	45 %	39 176	17 %	3 707	3 %	32 %	1,86	1,86	12 %	5 %	18 %	63	2 210
	2012	150 736	84 893	44 %	38 711	18 %	7 861	5 %	30 %	1,73	1,73	34 %	12 %	20 %	62	2 431
	2011	136 573	77 541	43 %	36 931	16 %	5 689	4 %	30 %	1,67	1,67	25 %	9 %	15 %	64	2 134
Rygg Maskin AS	2013	975 763	344 087	65 %	352 187	29 %	89 368	9 %	30 %	1,53	1,47	54 %	16 %	3 %	561	1 739
	2012	1 017 499	455 739	55 %	332 076	23 %	40 168	4 %	29 %	1,55	1,47	30 %	9 %	2 %	520	1 957
Stangeland AS	2011	850 486	336 464	60 %	302 942	25 %	25 991	3 %	31 %	1,5	1,44	22 %	7 %	3 %	513	1 658
	2013	1 056 066	527 258	50 %	290 451	23 %	21 081	2 %	23 %	1,25	1,15	5 %	5 %	10 %	450	2 347
Risa AS	2012	1 119 101	583 159	48 %	278 262	23 %	14 402	1 %	21 %	1,24	1,14	3 %	3 %	11 %	458	2 443
	2011	1 195 719	676 997	43 %	272 809	21 %	-20 509	-2 %	18 %	1,15	1,06	-26 %	-2 %	14 %	463	2 583

Begrepsforklaring:

Egenkapitalgrad/Soliditet	Egenkapital/totalkapital
Driftsresultatgrad	Driftsresultat/omsetning
Dekningsgrad	(Salgsinntekt-varekjøp-lønn)/omsetning
Bruttofortjeneste	(Salgsinntekt-varekjøp)/omsetning
Likviditetsgrad 1	Omløpsmidler/kortsiktig gjeld
Likviditetsgrad 2	(Omløpsmidler-varelager)/kortsiktig gjeld
Egenkapitalrentabilitet	Resultat før skatt/gjennomsnittlig egenkapital
Totalkapitalrentabilitet	Resultat før finanskostnader/gjennomsnittlig totalkapital

VEDLEGG 2: Resultatanalyse Bjelland AS

	2014	2013	2012	2011	2010	Gj. snitt
Salgsinntekter	163 311	137 528	133 543	101 713	61 675	119 554
Andre inntekter	300	2 099	906	1 585	579	1 094
Sum driftsinntekter	163 611	139 627	134 449	103 298	62 254	120 648
Varekjøp / Fremmedytelser	66 971	51 841	56 040	46 193	22 143	48 638
Bruttofortjeneste	96 640	87 786	78 409	57 105	40 111	72 010
Bruttofortjeneste	59 %	63 %	58 %	55 %	64 %	60 %
Lønnskostnader	46 942	41 583	34 262	27 178	19 081	33 809
Dekningsbidrag 2	49 698	46 203	44 147	29 927	21 030	38 201
Dekningsgrad	30 %	33 %	33 %	29 %	34 %	32 %
Avskrivninger	2 767	2 115	2 280	2 162	1 844	2 234
Andre driftskostnader	37 268	29 808	26 724	19 891	16 168	25 972
Driftsresultat	9 663	14 280	15 143	7 874	3 018	9 996
Driftsresultatgrad	6 %	10 %	11 %	8 %	5 %	8,3 %
Netto finansielle poster	575	577	526	286	131	419
Skattekostnad på ordinært resultat	-2 807	-4 100	-4 406	-2 289	-902	-2 901
Ekstraordinære inntekter / kostnader						
Årsoverskudd	7 431	10 757	11 263	5 871	2 247	7 514

VEDLEGG 3: Avkastningskrav

Avkastningskravet Bjelland AS

CAPM:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j(E(R_m) - R_f)$$

R _f	2,52 %
β _j	0,82
E(R _m)-R _f	5,00 %

E(R_j) ujustert	6,62 %
----------------------------------	---------------

Justert CAPM:

$$E(R_j) = R_f + \beta_j(E(R_m) - R_f) + \alpha$$

Likviditetsrabatt 5,00 %

Nøkkelpersonellrabatt: 5,00 %

E(R_j) justert	16,62 %
---------------------------------	----------------

VEDLEGG 4: Terminalverdifaktor

Terminalverdifaktor:

Gordon Growth Model:

$$Terminal\ verdi_{(t=5)} = \frac{Kontantstr\ om_{(t+1)}}{(r - g)}$$

r (=> E(R _j) justert)	16,62 %
g	2,5 %

Terminalverdifaktor	7,2592
----------------------------	---------------

VEDLEGG 5: Beta estimering

1. Modifisert regresjons beta

Closing price

Dato	OSEBX	AF	VEI
27.04.15	652	101	99
28.04.14	567	76	63
29.04.13	478	59	46
27.04.12	420	54	48
27.04.11	443	49	52
29.04.10	387	38	50

Avkastning

28.04.2014-27.04.2015	15,04 %	33,11 %	57,54 %
29.04.2013-28.04.2014	18,60 %	27,43 %	37,55 %
27.04.2012-29.04.2013	13,88 %	9,72 %	-4,78 %
27.04.2011-27.04.2012	-5,35 %	10,20 %	-7,05 %
29.04.2010-27.04.2011	14,65 %	30,67 %	4,55 %

Direkte estimering:

Skjæringspunkt	0,1360	-0,0140
Stigningstall	0,7588	1,6682
R ²	0,4028	0,3079

Kontroll (=COVAR/VARP)

0,7588	1,6682
0	0

Regner ut sammenlignbar Beta:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + \left(\frac{G}{EK}\right)\right)}$$

AF VEI

Levered beta	0,76	1,67
---------------------	-------------	-------------

Fastsettelse av Gjeldsgrad 31.12.14

Ant. Utest. Aksjer 31.12.*	86 833 722	133 700 000
Closing price 2014**	79,00	73,75
Markedsverdi Ek	6 859 864 038	9 860 375 000
Rentebærende Gjeld***	315 000 000	878 000 000
Gjeldsgrad (G/Ek)	0,0459	0,0890

Unlevered Beta	0,73	1,53
-----------------------	-------------	-------------

Regner ut justert beta:

Justert Beta = Regresjons beta (0,67) + 1,00 (0,33)

Justert Beta	0,82	1,36
---------------------	-------------	-------------

Kommentar:

* Hentet fra 2014 årsrapporter: AF Note 22, VEI Note 8

** Hentet fra Oslobors.no

*** Hentet fra 2014 årsrapporter: AF Note 21, VEI Note 29

2. Accounting beta

Dato	Closing price OSEBX	Resultat Bjelland AS
30.12.14	576	9 663 252
30.12.13	549	14 279 980
28.12.12	444	15 143 134
30.12.11	385	7 874 396

Avkastning

2014	4,95 %	-32,33 %
2013	23,59 %	-5,70 %
2012	15,36 %	92,31 %

Direkte estimering:

Skjæringspunkt	-0,0951
Stigningstall	1,8861
R ²	0,0721

Ujustert beta	1,89
----------------------	-------------

Justert Beta	1,59
---------------------	-------------

VEDLEGG 6: Kontantstrøm estimering

(Tall i 1000NOK)

	2010	2011	2012	2013	2014	Faktor	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019
Inntekter											
Salgsinntekt	61 675	101 713	133 543	137 528	163 311						
Annen driftsinntekt	579	1 585	906	2 099	300						
SUM DRIFTSINTEKTER	62 254	103 298	134 449	139 627	163 611		191 500	210 000	230 000	241 500	251 000
		66 %	30 %	4 %	17 %		17 %	10 %	10 %	5 %	4 %
Kostnader											
					0,74						
Varekostnad	22 143	46 193	56 040	51 841	66 971	40 %	76 611	84 012	92 014	96 614	100 415
	36 %	45 %	42 %	37 %	41 %						
Lønnskostnad	19 081	27 178	34 262	41 583	46 942	28 %	53 971	59 185	64 822	68 063	70 740
	31 %	26 %	25 %	30 %	29 %						
Avskrivning	1 844	2 162	2 280	2 115	2 767	2 %	3 813	4 182	4 580	4 809	4 998
	3 %	2 %	2 %	2 %	2 %						
Annen driftskostnad	16 168	19 891	26 724	29 808	37 268	22 %	41 835	45 877	50 246	52 758	54 834
	26 %	19 %	20 %	21 %	23 %						
SUM DRIFTSKOSTNADER	59 236	95 424	119 306	125 347	153 948		176 231	193 256	211 661	222 244	230 987
DRIFTSRESULTAT	3 018	7 874	15 143	14 280	9 663		15 269	16 744	18 339	19 256	20 013
Skattekostnad på ordinært resultat	902	2 289	4 406	4 100	2 807	28 %	4 300	4 716	5 165	5 423	5 636
	30 %	29 %	29 %	29 %	29 %						
NOPAT	2 116	5 585	10 737	10 180	6 856		10 969	12 028	13 174	13 833	14 377
	3 %	5 %	8 %	7 %	4 %		6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Ordinære avskrivninger	1 844	2 162	2 280	2 115	2 767		3 813	4 182	4 580	4 809	4 998
Investeringer		3 192	2 665	1 663	4 628	2 %	4 353	4 773	5 228	5 489	5 705
		3 %	2 %	1 %	3 %						
Arbeidskapital											
Sum omløpsmidler	24 289	40 456	44 199	50 285	60 022						
- Bankinnskudd	16 738	20 920	20 743	25 270	32 911						
- Sum kortsiktig gjeld	15 376	30 105	31 428	33 224	38 726						
+ Kortsiktig rentebærende gjeld	-	-	-	-	-						
+ Utbytte/konsernbidrag	800	4 097	8 000	8 000	29						
Operasjonell netto arbeidskapital	-7 025	-6 472	28	-209	-11 586		9 483	10 399	11 390	11 959	12 430
Økning arbeidskapitalbehov						5 %	-2 103	916	990	569	470
Netto arbeidskapital/omsætning	-11 %	-6 %	0 %	0 %	-7 %						
Fri kontantstrøm							12 532	10 521	11 536	12 583	13 200
											95 818

Terminalverdi år 6->

Udiskontert kontantstrøm	156 190
Justert avkastningskrav	16,62 %
Neddiskontert kontantstrøm	89 526
Bank	32 911
Estimert verdi Bjelland AS	122 437

VEDLEGG 7: Relativ verdsettelse

1. Sammenligning mot børselskaper (AF Gruppen ASA og Veidekke ASA)

(Tall i 1000*NOK)		Finansielle tall (31.12.14)					Multiplikatorer				Bank/Omsætning	
Selskap	Markedsverdi EK*	Omsætning	EBITDA	Årsresultat	EK	Bank	P/Årsres	P/EBITDA	P/Omsætning	P/Bokført EK		
AF Gruppen ASA	6 859 864	9 935 000	752 000	483 000	1 499 000	91 000	14,20	9,12	0,69	4,58	0,9 %	
Veidekke ASA	9 860 375	24 027 000	1 393 000	859 000	2 744 000	435 000	11,48	7,08	0,41	3,59	1,8 %	
Gjennomsnitt:							12,84	8,10	0,55	4,08		
Estimert verdi Bjelland AS							95 433	100 687	90 057	109 997		
Bjelland AS							163 611	12 430	7 432	26 928	32 911	20 %
Bank:							32 911	32 911	32 911	32 911		
							128 344	133 598	122 968	142 908		
Gjennomsnitt:							131 954					

2. Sammenligning mot oppkjøp (Måselv Maskin og Transport AS)

(Tall i 1000*NOK)		Finansielle tall (31.12.13)					Multiplikatorer					
Selskap	Enterprise value**	Omsætning	EBITDA	Årsresultat	EK	Bank	P/Årsres	P/EBITDA	P/Omsætning	P/Bokført EK		
MMT AS	155 000	136 200	25 800	13 700	154 500	1A	11,31	6,01	1,14	1,00		
Estimert verdi Bjelland AS							84 085	74 676	186 195	27 015		
Bjelland AS							163 611	12 430	7 432	26 928	32 911	
Bank:							32 911	32 911	32 911	32 911		
							116 996	107 587	219 106	59 926		
Gjennomsnitt:							125 904					

Kommentar:

* Hentet fra 2014 årsrapporter: AF Note 22, VEI Note 8

** Enterprise value = markedsverdi (EK + G) + minoritetsinteresser - likvide midler

VEDLEGG 8: Sensitivitets- og scenario analyse

Sensitivitetsanalyse:

1. Beta og risikofrirente

(tall i tusen)	$\beta=0,69$	$\beta=0,82$	$\beta=1,36$
RF=1%	137 184	132 218	116 222
RF=2%	129 757	125 530	111 681
RF=3%	123 422	119 784	107 682
RF=4%	117 960	114 796	104 136
RF=5%	113 203	110 429	100 970

2. Avkastningskrav

Kontantstrøm	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019		
- Udiskontert	12 532	10 521	11 536	12 583	13 200		
- Diskontert							
Avkastningskrav	13,62 %	14,62 %	15,62 %	16,62 %	17,62 %	18,62 %	19,62 %
Terminalverdi (E2020->)	121 669	111 630	103 122	95 818	89 481	83 930	79 028
Diskontert	111 482	102 922	95 699	89 526	84 194	79 544	75 455
Bank	32 911	32 911	32 911	32 911	32 911	32 911	32 911
Estimert verdi	144 393	135 833	128 610	122 437	117 105	112 455	108 366
Endring verdiesimat	21 955	13 395	6 172	-	-5 332	-9 982	-14 071

= Nåværende avkastningskrav
= Analyse +/- 1%

Scenario analyse:

(Tall i 1000NOK)

	1. Pessimistisk				
	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019
Inntekter					
SUM DRIFTSINNTEKTER	167 700	172 000	176 000	180 500	185 000
	2 %	3 %	2 %	3 %	2 %
Kostnader					
Varekostnad	67 090	68 810	70 410	72 211	74 011
Lønnskostnad	47 263	48 475	49 603	50 871	52 139
Avskrivning	3 340	3 425	3 505	3 594	3 684
Annen driftskostnad	36 636	37 575	38 449	39 432	40 415
SUM DRIFTSKOSTNADER	154 329	158 286	161 967	166 108	170 249
DRIFTSRESULTAT	13 371	13 714	14 033	14 392	14 751
Skattekostnad på ordinært resultat	3 766	3 862	3 952	4 053	4 154
NOPAT	9 606	9 852	10 081	10 339	10 597
	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Ordinære avskrivninger	3 340	3 425	3 505	3 594	3 684
Investeringer	3 812	3 910	4 000	4 103	4 205
Arbeidskapital					
Sum omløpsmidler					
Bankinnskudd					
Sum kortsiktig gjeld					
Rentebærende gjeld					
Operasjonell netto arbeidskapital	8 305	8 517	8 716	8 938	9 161
Økning arbeidskapitalbehov	-3 281	213	198	223	223
Netto arbkapitalomsate					
Fri kontantstrøm	12 415	9 155	9 387	9 608	9 853

Terminalverdi år 6->

	2. Optimistisk				
	E2015	E2016	E2017	E2018	E2019
SUM DRIFTSINNTEKTER	191 400	224 000	262 000	288 200	308 400
	17 %	17 %	17 %	10 %	7 %
SUM DRIFTSKOSTNADER	176 139	206 140	241 110	265 221	283 810
DRIFTSRESULTAT	15 261	17 860	20 890	22 979	24 590
Skattekostnad på ordinært resultat	4 298	5 030	5 883	6 472	6 925
NOPAT	10 963	12 830	15 007	16 508	17 665
	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %
Ordinære avskrivninger	3 811	4 461	5 217	5 739	6 141
Investeringer	4 350	5 091	5 955	6 551	7 010
Arbeidskapital					
Sum omløpsmidler					
Bankinnskudd					
Sum kortsiktig gjeld					
Rentebærende gjeld					
Operasjonell netto arbeidskapital	9 478	11 093	12 974	14 272	15 272
Økning arbeidskapitalbehov	-2 108	1 614	1 882	1 297	1 000
Netto arbkapitalomsate					
Fri kontantstrøm	12 532	10 585	12 387	14 399	15 796

Terminalverdi år 6->

Udiskontert kontantstrøm	121 939
Justert avkastningskrav	16,62 %
Neddiskontert kontantstrøm	71 708
Bank	32 911
Estimert verdi Bjelland AS	104 619

Udiskontert kontantstrøm	180 364
Justert avkastningskrav	16,62 %
Neddiskontert kontantstrøm	101 492
Bank	32 911
Estimert verdi Bjelland AS	134 403