



UiT Norges arktiske universitet

Handelshøgskolen ved UiT

Verdsetting av nyetablerte vekstselskap; case CUTTERS AS

-

Vetle Imøy og Martin Mauroy

Masteroppgave i økonomi og administrasjon - BED-3901 - mai 2020

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1 Formål	1
1.2 Problemstilling og avgrensning	1
1.3 Utforming av oppgaven	2
2 Frisørbransjen	3
2.1 Casebeskrivelse	3
2.2. Bransjebeskrivelse	4
3 Metodevalg/Teori	5
3.1 Verdssettelse	5
3.2 Ulike verdssettelsesmodeller	7
3.2.1 Inntjeningsbasert verdssettelse	7
3.2.2 Markedsbasert verdssettelse	10
4 Verdssettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper	13
4.1 Karakteristikk av unoterte og nyetablerte vekstselskaper	13
4.2 utfordringer knyttet til verdssettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper	14
4.2.1 Eksisterende eiendeler	15
4.2.2 Forventet vekst	15
4.2.3 Diskonteringsrente	16
4.2.4 Terminalverdi	17
4.2.5 utfordringer med multippelvurderinger av unoterte og nyetablerte vekstselskaper	18
4.3 Forslag til rammeverk for verdssettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper	19
5 Strategisk analyse	23
5.1 Det ressursbaserte perspektivet	23
5.1.1 VRIO-rammeverket	23
5.2 Det bransjebaserte perspektivet	24
5.2.1 Etableringsbarrierer	24
5.3 Vekststrategi	26
5.4 Strategisk empiri og analyse	28
5.4.1 Cutters' vekststrategi	29
5.4.2 VRIO-analyse av Cutters	29
5.4.3 Etableringsbarrierer i frisørbransjen	31
5.5 Oppsummering	32
6 Regnskapsanalyse	34
6.1 Innledning	34
6.2 Klargjøring for regnskapsanalyse	34
6.2.1 Analyseperiode	34
6.2.2 Analysenivå	35
6.2.3 Sammenligningsgrunnlag	35
6.3 Analyse av forholdstall	35
6.3.1 Rentabilitetsanalyse	35

6.3.2 Totalkapitalrentabilitet	36
6.3.3 Egenkapitalrentabilitet.....	38
6.3.4 ROIC.....	39
6.4 Likviditetsanalyse.....	40
6.4.1 Likviditetsgrad 1.....	40
6.4.2 Likviditetsgrad 2.....	41
6.5 Finansiering og soliditetsanalyse.....	42
6.5.1 Finansieringsgrad	42
6.5.2 Soliditet.....	43
6.5.3 Oppsummering	46
7 Avkastningskrav.....	48
7.1 Innledning.....	48
7.2 Totalkapitalkrav	48
7.2.1 Risikofri rente	49
7.2.2 Markedets risikopremie.....	49
7.2.3 Likviditetspremie.....	50
7.2.4 Estimering av Beta	50
7.2.5 Avkastningskrav til totalkapitalen.....	51
7.3 Egenkapital- og gjeldsandel.....	52
7.4 Skattesats og betaverdi.....	52
7.5 Fastsettelse av avkastningskrav til totalkapitalen.....	53
8 Verdssettelse av Cutters	54
8.1 Innledning.....	54
8.2 Forutsetninger.....	54
8.3 Fremtidsutsikter.....	55
8.3 Sentrale poster, utfordringer og løsninger.....	56
8.3.1 Leasingkostnader	56
8.3.2 Kasse/bank/post.....	56
8.3.3 Annen kortsiktig gjeld	57
8.3.4 Immaterielle eiendeler	57
8.3.5 Vekst.....	58
8.4 Driftsinntekter og kostnader historisk regnskapstall	59
8.5 Driftsresultat før og etter skatt fremtidig estimering	61
8.6 Framtidige investeringer.....	62
8.7 Endring i arbeidskapital.....	62
8.8 Fri kontantstrøm til totalkapitalen	64
8.8.1 DCF	64
8.9 Alternativ verdssettelse.....	65
8.9.1 Verdssettelse ved bruk av multiplikatorer.....	66
8.10 Oppsummering av verdssettelsen.....	67
8.11 Usikkerhet i verdiesestimater.....	68
8.12 Valg av parametere	68
8.12.1 Endring i driftsinntektene	68
8.12.2 Endring i avkastningskrav	70

8.12.3 Endring i vekst.....	70
8.12.4 Utforming av avkastningskravet for Cutters	71
8.13 Oppsummering av sensitivitetsanalysen.....	72
9 Oppsummering og konklusjon.....	73
9.1 Innledning.....	73
9.2 Grunnlag for verdsettelsen.....	73
9.2.1 Strategisk analyse	73
9.2.2 Regnskapsanalyse.....	74
9.3 Verdsettelsen	74
9.4 Avsluttende kommentar	75
Litteraturliste.....	76

Figuroversikt

Figur 1 - Verdsettelsesmodell	7
Figur 2 - Selskapers livsfase (Damodaran, 2009).....	13
Figur 3 - Ansoffs vekstmatrise.....	27
Figur 4 - Strategisk analysestruktur	28
Figur 5 - DuPont modellen	36
Figur 6 - Driftkostnader Cutters.....	59

Tabelloversikt

Tabell 1 - VRIO-analyse	31
Tabell 2 - Kapitalens omløpshastighet.....	37
Tabell 3 - Resultatgrad	37
Tabell 4 - Totalkapitalrentabilitet	38
Tabell 5 - Egenkapitalrentabilitet.....	39
Tabell 6 - ROIC (Return on invested capital)	40
Tabell 7 - Likviditetsgrad 1.....	41
Tabell 8 - Likviditetsgrad 2.....	41
Tabell 9 - Finansieringsgrad 1	42
Tabell 10 - Arbeidskapital	43
Tabell 11 - Egenkapitalandel	44
Tabell 12 - Rentedeckningsgrad	45
Tabell 13 - Oppsummering regnskapsanalyse	46
Tabell 14 - Bransjeanalyse	47
Tabell 15 - Markedsavkastning.....	53
Tabell 16 - Avkastningskrav	53
Tabell 17 - Historisk vekst i driftsinntekter og kostnader.....	60
Tabell 18 - Fremtidig estimert av driftsresultat	61
Tabell 19 - Utarbeidelse av arbeidskapital.....	63
Tabell 20 - Fremtidig estimering av arbeidskapital	63
Tabell 21 - Fremtidig estimering av fri kontantstrøm.....	64
Tabell 22 - Markedsverdi av egenkapital.....	65
Tabell 23 - Bransje multipelverdier	66
Tabell 24 - Markedsverdi Cutters ved bruk av multipler.....	67
Tabell 25 - Endring i driftsresultat i prosent.....	69
Tabell 26 - Markedsverdi av egenkapital etter Korona krisen.....	70
Tabell 27 - Endring av WACC	70
Tabell 28 - Endring i vekst.....	71
Tabell 29 - Nåverdi med likviditetspremie	71

Forord

Denne masteroppgaven er den avsluttende oppgaven på en 2-årig mastergrad i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen UiT Norges Arktiske Universitet. Arbeidet med oppgaven har vært lærerikt, krevende og givende.

Vi har valgt å skrive om verdsettelsesproblematikk som er et interessant og krevende tema. Dette er en type oppgave hvor vi har fått anvende mye av teori og kunnskap vi har tilegnet oss i studieløpet.

Inspirasjonen til oppgaven er hentet fra tidvis mye medieomtale rundt oppstarten av frisørkjeden CUTTERS AS. Reisen deres har hittil skapt en del oppstyr i frisørbransjen, som tidligere ikke har vært gjenstand for større endringer. En av hovedgrunnene for valg av tema var et ønske om å fordype oss i et tema vi begge brenner for, samt å kunne bidra med relevant informasjon om hvordan man kan verdsette nyetablerte vekstselskaper i Norge.

Vi ønsker å rette en takk til våre veiledere førsteamanuensis Sverre Braathen Thyholdt og professor Terje Vassdal for et kritisk blikk, konstruktive tilbakemeldinger og for at dere har delt så mye av deres kunnskap.

Til slutt vil vi takke hverandre for et utmerket samarbeid preget av godt humør, men også høyt fokus og dedikert arbeid. Vi ønsker også å takke familie og våre samboere for god støtte, samt medstudenter for to minnerike år ved Handelshøyskolen i Tromsø.

Tromsø, mai 2020

Vetle Imøy og Martin Mauroy

Sammendrag

Denne oppgaven omfatter problematikk knyttet til verdsetting av nyetablerte vekstselskaper. I dette henseende gjennomføres det en verdsetting med CUTTERS AS som case.

Vi har gjennomført en fundamental verdsettelse av selskapet som innebærer at vårt verdiesimat baseres på strategiske og regnskapsmessige analyser.

Innledningsvis presenterer vi selskapet og gir leseren et innblikk i frisørbransjen. Deretter presenterer vi de relevante metodiske tilnærmingene som benyttes i oppgaven. Leseren blir også kjent med karakteristikker og problematikk knyttet til verdsettelse av nyetablerte vekstselskaper. Dernest vil vi gjennomføre både en strategisk og regnskapsmessig analyse av caseselskapet. Dette innebærer en gjennomgang av interne og eksterne faktorer som forklaringsvariabler for prestasjonsulikheter. Forståelsen som oppnås i disse analysene gir et bilde av selskapstilstanden og underbygger prognostiseringen av de frie fremtidige kontantstrømmene. Ved hjelp av WACC fant vi et avkastningskrav på totalkapitalen lik 6,04 prosent. De fremtidige kontantstrømmene diskonteres med dette avkastningskravet. Før vi starter med selve verdsettelsen belyser vi sentrale poster, utfordringer og løsninger knyttet til verdsettelsen av caseselskapet. Ved hjelp av Gordons formel for fremtidig vekst kunne vi bruke siste års kontantstrøm som terminalverdi hvor vi legger til grunn en evig vekst lik inflasjonsmålet på 2 prosent. Etter fratrekking av rentebærende gjeld sitter vi igjen med en verdi av egenkapitalen på 147 239 000 kr. Avslutningsvis vier vi et kapittel for å belyse usikkerhet knyttet til verdiesimatet for å vise hvilken effekt små endringer og vurderinger vil ha.

Nøkkelord: Verdsetting, problematikk, nyetablert, vekst, CUTTERS AS

1. Innledning

1.1 Formål

Det er ofte behov for verdsettelse av et selskap. En verdivurdering er et viktig ledd i oppkjøp av selskaper og fusjoner, men også i fisjoner, emisjoner og i beregningene av eiendomsskatt (Boye og Meyer, 2008). Denne oppgaven vil ta for seg verdivurdering av CUTTERS AS, heretter kalt Cutters, et nyetablert og unotert vekstselskap.

Det ligger til grunn andre forutsetninger for verdivurdering av selskaper som Cutters enn for børsnoterte og større selskaper. For børsnoterte selskaper kan man kontinuerlig følge med på hvordan markedet vurderer verdien av selskapet. Børsnoterte selskaper har også en lengre driftshistorikk og rikere tilgang på informasjon enn ikke-børsnoterte selskaper. Det er en mer utfordrende oppgave å foreta en verdsettelse av et relativt nyetablert selskap som Cutters. Mange av disse er “start-up” selskaper som bygger på en tanke eller ide, med lave eller ingen inntekter og som gjerne har negativt driftsresultat. Selv om slike selskaper også på kort tid kan være lønnsomme, har de gjerne kort historikk å gå ut ifra i vurderingen.

Hovedformålet med denne oppgaven er å belyse hvordan nyetablerte og unoterte selskaper kan verdsettes. Valget av Cutters som caseselskap var naturlig for oss da de innehar flere av de typiske karakteristikkene som gjør verdsettelse utfordrende.

1.2 Problemstilling og avgrensning

Oppgavens problemstilling er som følgende:

Hvordan verdsette nyetablerte vekstselskaper? - en verdsettelse av CUTTERS AS

For å belyse problemstillingen på best mulig måte er det foretatt noen avgrensninger. I tråd med problemstillingen er det potensielt mange metoder som kan benyttes i verdsettelse av selskaper. I denne oppgaven vil det redegjøres for de to mest anvendte verdsettelsesmetodene. Dette er inntjeningsbasert- og markedsbasert tilnærming. Herunder mer spesifikt diskontert kontantstrøm (DCF-metoden) og multipelvurderinger. Videre er det foretatt både en regnskapsmessig og strategisk analyse av selskapet. Innenfor den strategiske litteraturen har vi valgt å se nærmere på interne og eksterne kilder til prestasjonsvariasjoner.

1.3 Utforming av oppgaven

Først vil Cutters og frisørbransjen presenteres. Videre presenteres de relevante metodene, og spesielt problemer rundt verdsettelse av oppstartselskaper som fremdeles er i vekstfasen og som har kort historikk. Etterfulgt av dette gjennomføres det både en strategisk og regnskapsmessig analyse for å få en forståelse av selskapets tilstand. Avslutningsvis ser vi nærmere på usikkerheten knyttet til verdiestimatet ved hjelp av sensitivitetsanalyse på en rekke variabler.

2 Frisørbransjen

2.1 Casebeskrivelse

Cutters, ble etablert av Andreas Kamøy og Kristian Solheim i 2015. Konseptet startet med at de så et behov som ikke var dekket i Norge: de ville gjøre hårklippen enklere for kundene. Det startet med at de gjorde frisørbesøket til kunden så enkelt som mulig og tilbyr 15 min hårklipp til 299 kroner (DN, 2019). De har allerede på kort tid rukket å bli den mest besøkte frisørkjeden i Norden. De jobber videre med å nå målet sitt om å revolusjonere frisørbransjen, ikke bare nasjonalt, men også internasjonalt (Cutters, u.å.).

Selskapet ble startet opp som et aksjeselskap hvor Kamøy var daglig leder mens Solheim var styrets leder. I tillegg var det to andre styremedlemmer. I 2018 hentet selskapet flere investorer. Gründerfabrikken Askeladden & Co ble deleier. Cutters hadde jobbet med å få en finansiell robust partner som kunne hjelpe de med den videre satsingen i Europa, og i 2019 kjøpte det svenske oppkjøpsfondet Procuritas 65 prosent av frisørkjeden. De som satt på eiersiden fra før skulle fortsatt være med, og Askeladden skulle fortsatt eie ca. 5 prosent som de gjorde (E24, 2019).

Cutters har siden oppstarten hatt en eventyrlig vekst, og har på 5 år vokst fra én salong i Bergen til 80 salonger i Norge i 2020. De har vokst til over 400 ansatte, salgsinntektene har gått fra 177 tusen i 2015 til 156 millioner i 2018 og driftsresultatet har gått fra minus 116 tusen i 2015 til over 10 millioner i pluss i 2018, og veksten ser ikke ut til å stagnere (Proff, u.å.).

Konseptet deres er «Cutters er et nytt og unikt drop-in konsept som bygger på tre faktorer: *effektivitet, kvalitet og pris.*»(Cutters, u.å.). De har droppet muligheten for hårvask, og de driver ikke med hårfarging og styling. Selskapet gjør så mye som mulig internt i organisasjonen, de har blant annet et eget Cutters academy hvor de videreutdanner frisørene sine. For å kunne drive effektivt har de utviklet sitt eget teknologisystem for å booke frisørtime, se ventetid og gjennomføre betalingen på forhånd. I speilet foran kunden er det innebygget skjerm som kan vise underholdning som gjør at kunden slipper småprat med frisøren, som enkelte kan synes være ubehagelig. De har også som tradisjon å tilby gratis hårklipp på åpningsdagen hver gang de åpner en ny salong på et nytt sted (Inkubatoren, u.å.).

2.2. Bransjebeskrivelse

I Norge er frisørbransjen en tjenestenæring som er sammensatt av frisering og skjønnhetspleie. Næringen har hatt en stabil utvikling de siste årene, hvor det per 2018 er 8620 bedrifter og 18 615 personer som jobber innenfor hele næringen (SSB, 2018). Ved å søke på «frisørsalonger» på gulesider.no kommer det frem 11 822 selskaper en kan kontakte. Dette viser det store mangfoldet av salonger som finnes i Norge

Frisørbransjen i Norge består av noen større kjeder og mange enkeltstående salonger. En av de mest kjente kjedene er 30 år gamle Nikita Hair Norway AS, heretter kalt Nikita. Nikita regnes som Skandinavias største frisørkjede med 70 salonger i Norge (Nikita, u.å). Raise Gruppen AS er et selskap med en rekke datterselskaper. Her inngår blant annet Nikita, Sayso Hair & Style og Norsk frisørskole. Disse jobber sammen for å bli størst mulig (Raise, u.å). De har nå fått konkurranse av Cutters, som har samme mål og har begynt å nærme seg i størrelse.

Hvert tiende år så kommer frisørundersøkelsen Fafo (2013) ut. Denne utføres på vegne av Norske frisør- og velværebedrifter (NFVB) og kom sist ut i 2013. Her kommer det frem at salongene har blitt mer tilgjengelige ved at de oftere befinner seg på kjøpesentre og i handlegater. Undersøkelsen viser at cirka tre av ti medlemsbedrifter var del av en kjede, mens resten er frittstående. Når de gjennomførte samme undersøkelsen i 2003 var kun én av ti tilknyttet en kjede, så her har det vært en økning. Det kan virke som at flere går i retning av å jobbe i kjeder. Undersøkelsen har videre sett på hvor mange som jobber i hver salong, og også her har det vært en solid vekst. I 1993 var det i snitt tre personer, i 2003 var det fire og i 2013 hadde tallet steget til i snitt syv ansatte. Videre har den generelle omsetningen steget i snitt med 8 prosent årlig, sett bort fra under finanskrisen da den lå på 4 prosent årlig. Det kommer også frem at 27 prosent av selskapene i bransjen tilbyr andre tjenester enn kun hårklipp, hvorav negledesign er den hyppigste tjenesten (Fafo, 2013).

Siden frisørbransjen er en fysisk tjeneste så har bransjen vært mindre påvirket av digitalisering og handel fra utlandet. Den har derfor blitt sett på som en litt skjermet bransje (Fafo, 2013). Bransjen har ikke vært påvirket av noen større forandringer eller innovasjoner før Cutters kom på banen i 2015.

3 Metodevalg/Teori

3.1 Verdsettelse

I dette kapitlet redegjøres det for verdsettelse og de ulike verdsettelsesmodellene som danner grunnlaget for det videre arbeidet i denne oppgaven.

Verdi kan defineres ulikt etter ulike kontekster. I denne sammenhengen er det passende å bruke Kvaal (2016, s. 396) sin definisjon; «*den prisen som både kjøper og selger anser som et korrekt vederlag dersom eiendelen, forpliktelsen eller virksomheten overdras i en frivillig transaksjon*». Prisen i en transaksjon er på den andre siden selve beløpet selger og kjøper har forhandlet seg frem til, hvor den forventede prisen på en eiendel normalt sett ligger mellom kjøper og selgers tolkning av verdi. Innenfor verdsettelsesteorien er det derfor normalt å skille mellom salgsverdi og bruksverdi. Salgsverdien er beløpet eiere kan forvente å motta ved salg av en eiendel i et marked. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er bruksverdi nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som eiendelen forventes å generere i sin nåværende tilstand. Verdien av en eiendel kan variere som følge av om det legges til grunn bruksverdi eller salgsverdi. I velfungerende markeder med god informasjonsutveksling og likvide aksjer kan aksjekursen være et godt estimat på bruksverdien (Kaldestad, 2017).

Verdsettelsesbegrepet spiller en viktig rolle innenfor økonomi og handler om å estimere den økonomiske verdien av et selskap eller en eiendel. I denne oppgaven vil det være snakk om å estimere verdien av hele selskapet, altså totalkapitalen. Formålet med verdsettelse er å komme frem til en verdi som godtas som en fornuftig markedsverdi (Kvaal, 2016). Dette innebærer at det er viktig å forstå hvilke underliggende elementer som inngår i verdien som blir estimert. Rent teoretisk er verdien av selskaper nåverdien av deres fremtidige kontantstrømmer (F. Kinserdal, 2017). Alle selskaper kan potensielt verdsettes, men det kan være store forskjeller på hvor lett det lar seg gjennomføre. Verdivurderingene vil uansett selskap ta utgangspunkt i regnskapsinformasjonen til selskapet, men det vil i de fleste tilfeller være formålstjenlig å supplere og underbygge med informasjon om andre faktorer som strategi, informasjon fra sammenlignbare selskaper og lignende.

En verdsettelse vil være aktuelt i en rekke ulike anledninger. Det vil være naturlig å gjennomføre en verdsettelse i forbindelse med kjøp og salg av hele eller deler av selskapet. Normalt sett innebærer dette at både kjøper og selger gjennomfører separate verdsettelser for

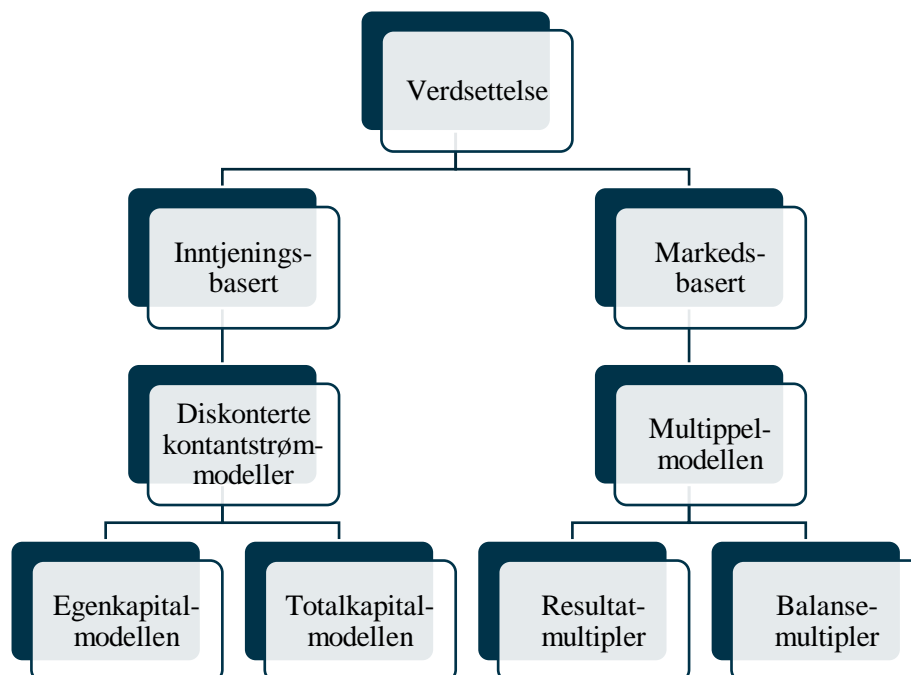
å ha et utgangspunkt i forhandlinger. Det kan også være aktuelt å gjennomføre en verdsettelse av et børsnotert selskap for å vurdere om man skal kjøpe, selge eller beholde aksjer.

Verdsettelsen blir ikke bedre enn det grunnlaget man har for å gjennomføre den. Det er noen faktorer som gjør det mer utfordrende å gjennomføre en verdsettelse i Norge i forhold til andre land med større og mer utviklede kapitalmarkeder. Norge er i mange sammenhenger å karakterisere som et lite land med relativt få selskaper som opererer i samme bransje. Videre kan man finne monopoler eller duopoler, hvor en eller få selskaper innehar store markedsandeler. Dette påvirker konkurransesituasjonen.

Det er lett å tenke at verdsettelsen og de tilhørende kvantitative modellene er en prosess uten subjektiv påvirkning. I realiteten er det slik at verdiestimatet som gjøres, i stor grad baseres på subjektive vurderinger, og det må tas hensyn til disse antakelsene videre i verdsettelsesprosessen (Damodaran, 2012). Verdiestimatet i enhver verdsettelsesmodell vil ikke være evigvarende. Ny informasjon vil kunne føre til ny verdsettelse. Videre er det urealistisk å anta at en god verdsettelse gir et presist verdiestimat (Damodaran, 2012). Det foretas en rekke antakelser og forutsetninger av selskapets og økonomiens fremtid. Tilhørende dette vil det være knyttet en del usikkerhet. I denne sammenhengen er det ikke nødvendigvis slik at mer sofistikerte verdsettelsesmodeller vil gi et mer riktig bilde enn en enklere modell. Jo mer kompleks en modell er, desto flere faktorer og parametere er det som må hensyntas og følgelig øker muligheten for feilvurderinger (Damodaran, 2012).

3.2 Ulike verdsettelsesmodeller

Med inspirasjon fra Damodaran (2012) som skiller verdsettelsesmodellene i tre hovedgrupper, og Kaldestad og Møller (2016) som skiller disse i fem, har vi i denne oppgaven utarbeidet modellen nedenfor. Modellen belyser de to ulike verdsettelsesmodellene som skal analyseres videre i denne oppgaven.



Figur 1 - Verdsettelsesmodell

3.2.1 Inntjeningsbasert verdsettelse

Utgangspunktet for inntjeningsbasert verdsettelse er hvorvidt et selskap kan forvente å generere fremtidige kontantstrømmer og hvor store disse vil være (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er en av mange fremgangsmåter for å verdsette selskaper, men ifølge Damodaran (2012) danner den grunnlaget for de alternative fremgangsmåtene. Eksempelvis er det nødvendig å forstå de underliggende faktorene bak en inntjeningsbasert verdsettelse for å kunne benytte seg av en markedsbasert verdsettelse på en korrekt måte. Utover dette er det også normalt å bruke en inntjeningsbasert verdsettelse som utgangspunkt for opsjonsbaserte verdsettelsesmodeller.

Fremgangsmåten ved inntjeningsbasert verdsettelsesmetode er å begynne med et estimat av de fremtidige kontantstrømmene det aktuelle selskapet vil generere. Dette utføres med en utarbeidelse av prognoser på sentrale poster i resultatregnskapet og balanse for de kommende

årene. Dette kan være en utfordrende prosess. Det er ikke unormalt at kontantstrømmene blir overvurdert, som følge av optimistiske vurderinger av fremtidig volum, prisvekst og dekningsgrad. På den andre siden kan det hende man undervurderer nødvendige investeringer knyttet til vekst og investeringer. I tillegg er det en nødvendighet å foreta en utarbeidelse av avkastningskrav som brukes for å diskontere kontantstrømmene tilbake til nåverdien (Kaldestad & Møller, 2016).

Den frie kontantstrømmen til selskapet er gitt ved formelen:

$$\text{FCF} = \text{NOPLAT} + \text{Operative kostnader som ikke er kontantstrøm} \\ - \text{Endring i investert kapital}$$

Nåverdien av selskapets fremtidige fri kontantstrømmer (FCF) er gitt ved (Koller, Goedhart & Wessels, 2010):

$$\text{Nåverdi av prognoseperiode} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

- FCF = Fri kontantstrøm
- WACC = Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Det er umulig å estimere en eksakt kontantstrøm for evig tid. Estimeringsperioden kan deles i to. Først lages det en detaljert prognostisering i form av et fremtidsbudsjett frem til selskapet når en stabil tilstand, gjerne kalt «steady state». Steady state kan defineres som når investeringsraten for selskapet er konstant. Etterfulgt av dette beregnes en terminalverdi. Funksjonen til terminalverdien er å gjenspeile selskapsverdien for tiden etter eksplisitt periode. Med den forutsetning om at det aktuelle selskapets kontantstrøm vokser for alltid med en stabil vekstrate, kan selskapsverdien beregnes med grunnlag i Gordons vekstformel. Formel (Koller et al., 2010)

$$\text{Terminalverdi}_T = \frac{\text{NOPLAT}_{T+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Det kan variere hvor mye terminalverdien utgjør. Ifølge Petersen, Plenborg og Kinserdal (2017) utgjør den om lag 60-80 prosent av hele selskapsverdien. Damodaran (2018) går langt i å hevde at terminalverdien kan stå for 90-100 prosent av nåverdien til nyetablerte selskaper. Ut ifra dette er det ingen overdrivelse at det er viktig å foreta en nøyaktig beregning av de ulike elementene som inngår i terminalverdien.

Det finnes en rekke verdsettelsesmodeller som faller inn under kategorien inntjeningsbasert metode. I det følgende vil det bli redegjort for egenkapital og total kapitalmetodene.

Egenkapitalmetoden er basert på nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som genereres av egenkapitalen. Modellen fordrer derfor at man gjør et estimat av de fremtidige kontantstrømmene som genereres av egenkapitalen og som er tilgjengelig for selskapets eiere. Egenkapitalens frie kontantstrøm kan regnes ved å gjøre et fratrukk av finanskostnader og legge til netto endring av gjeld, som gir formelen:

$$\text{Kontantstrøm til egenkapital} = \text{FCF} - \text{netto finanskostnader} \cdot (1 - \text{skattesats}) \pm \text{endring i rentebærende gjeld}$$

Videre diskonteres denne kontantstrømmen med total kapitalkostnaden (WACC) for å estimere nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene til selskapet. Denne verdien lagt sammen med den såkalte terminalverdien utgjør markedsverdien av selskapets aktiva:

$$\text{Verdi av total kapital} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCF}_{T+1}}{\text{WACC} - g} \cdot \frac{1}{(1 + \text{WACC})^T}$$

- T = Antall perioder med årlig varierende FCF
- g = Vekstfaktor under steady state
- WACC = Veid kapital kostnad for selskapet (Defineres senere)

Total kapitalmetoden brukes for å regne verdien av driften på selskapet i en definert budsjettperiode, pluss nåverdi på t=0 av terminalverdien på tidspunkt T. Terminalverdien representerer diskontert fri kontantstrøm i evigheten fra tidspunkt T. Det er forskjeller mellom resultat og kontantstrøm. Driftsresultatet medregner ikke kostnaden tilknyttet kapitalinvesteringer, men inkluderer ikke-kontante endringer som eksempelvis avskrivninger

(Berk & DeMarzo, 2011). I de frie kontantstrømmene inngår ikke avskrivninger. Følgelig fordrer dette en justering av finansregnskapet for å kunne skille mellom resultat og de frie kontantstrømmene.

Den frie kontantstrømmen neddiskonteres med selskapets totalkapitalkostnad (WACC) for å få et estimat av nåverdien. På lik linje med egenkapitalmetoden utgjør denne nåverdien og terminalleddet selskapsverdien. Denne er gitt ved:

$$\text{Selskapsverdi} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCF}_{t+1}}{\text{WACC} - g} \cdot \frac{1}{(1 + \text{WACC})^t}$$

- WACC = Totalkapitalkostnad

Modellen estimerer verdien av selskapets aktiva i sin helhet. For å finne verdien av egenkapitalen må man justere for verdi av rentebærende gjeld.

3.2.2 Markedsbasert verdsettelse

Markedsbasert verdsettelse er en mye brukt metode når man skal gjøre verdsettelse av et selskap. Fremgangsmåten er som regel at man multipliserer en regnskapsverdi hos selskapet som man skal gjøre verdsettelsen, med en multiplikator som man beregner ut ifra sammenlignbare selskaper. Videre blir disse verdiene brukt til å bergene forskjellige multipler. To av de mest brukte er price/book og price/earning (Boye & Meyer, 2008).

Multipelmodellen blir mye brukt på grunn av at den er forholdsvis lett vint og krever ikke like mye ressurser som mange av de andre metodene (Langli, 2016). Videre sier Damodaran (2012) at denne modellen ofte er enklere, både å forstå og presentere i forhold til diskonterte kontantstrømmodeller. I følge Boye og Meyer (2008) vil denne modellen gi en verdi på selskapet som er nærmere markedsverdien siden man bruker dagens verdi på selskapene man sammenligner med. Det finnes også kritikk rettet mot bruken av multipler. Dyrnes (2004) sier at dersom man bruker multiplene ukritisk kan det fort lede til feilprising, et smalt syn på selskapet og at man tenker kortsiktig.

I følge Damodaran (2012) kan man skille multiplene inn i fire kategorier: resultatbaserte, balansebaserte, inntektsbaserte og sektorspesifikke multipler. Den resultatbaserte metoden er

den mest brukte. Her ser man på selskapet sitt resultat og noen av de mest kjente multiplene for denne metoden er P/E, EV/EBIT og EV/EBITA.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E-multipelen er den mest brukte, men er også lett å bruke feil. Dette på grunn av at man kan bruke flere typer inntjening når man skal estimere, som for eksempel fortjeneste, fremtidig eller nåværende resultat. Hos selskaper med høy vekst og høy risiko så kan P/E metoden gi enda større verdiforskjeller ut ifra hvilke resultat man benytter seg av (Damodaran, 2012). Videre sier Penman (2013) at hvis man forventer en høyere inntjening i fremtiden så burde P/E forholdet være høyt nå og motsatt hvis man forventer en lavere inntjening fremover. En stor svakhet ved denne multipelen er at den ikke hensyntar kapitalstrukturen hos selskapet. I praksis vil det si at de to selskapene man ser på som har samme verdi, likevel kan ha forskjellige P/E verdier hvis de ikke har den samme kapitalstrukturen. Dette er en faktor som kan være med på å svekke multipelen (Dyrnes, 2004).

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{netto finansill gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

Multipelen EV/EBITA brukes mye ved kjøp og salg av selskaper. I bransjer som preges av store investeringer når det gjelder aktiva, anleggsmidler eller tilsvarende, og hvor det kan ta lengre tid før selskapet vil få avkastning på de store investeringene, vil denne multipelen være nyttig å bruke (Damodaran, 2012). Siden multipelen bruker driftsresultat før avskrivninger så utelukker man forskjeller som kan komme på grunn av goodwill, finansinntekter- og kostnader eller ulike avskrivningsprofiler (Kaldestad & Møller, 2016). Denne multipelen tar også bort forskjeller i kapitalstrukturen og bruker Enterprise Value (EV) istedenfor Price (P) noe Dyrnes (2004) mener gjør det til en bedre verdsettelsesmetode.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat etter avskrivninger}}$$

Denne multipelen er som de to foregående mye brukt i verdivurderinger av selskaper. Hovedforskjellen til multipelen EV/EBITDA selv om de kan se ganske like ut i utgangspunktet er at multipelen EV/EBIT har med driftsresultat etter avskrivninger (Damodaran, 2012). Kaldestad og Møller (2016) mener at man burde bruke denne multipelen sammen med andre for å få et godt nok bilde på selskapet man skal verdsette.

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto finansiell gjeld}}{\text{Salgsinntekter}}$$

EV/S-multipelen ser på potensialet som er i en gitt bransje, med en forutsetning om at man vet kostnadsstrukturen i bransjen. Denne multipelen vil også straffe selskaper med en høy gjeldsandel, noe som kan føre til mindre relevante konklusjoner hvis man sammenligner med andre selskaper som har andre andeler av egenkapital og gjeld (Damodaran, 2012). Videre så sier Kaldestad og Møller (2016) at den burde brukes som en sekundær multippel, siden den implisitt sier at selskapene må ha samme marginer.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

P/B er en balansebasert multippel og en av de mest brukte innenfor denne kategorien. Denne type multipler er de mest brukte etter resultatbaserte (Langli, 2016). Når investorer skal finne undervurderte eller overvurderte aksjer, så har aksjekursen og bokført verdi av egenkapitalen vært interessant å se på. Hvis P/B har et lavt tall så kan aksjen være undervurdert og man forventer en lavere inntjening fremover i forhold til bokført verdi og motsatt hvis det er en høy verdi. Som med andre multipler så vil også denne variere mellom bransjer, investeringer og vekst (Damodaran, 2012).

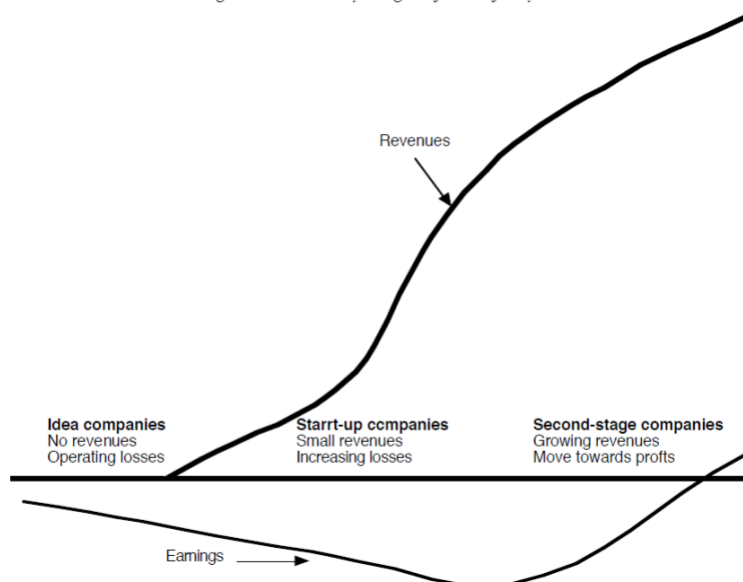
4 Verdsettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper

Verdsettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper er vanskelig, delvis på bakgrunn av kort driftshistorikk, men også fordi mange av disse selskapene ikke overlever deres første leveår og aldri får oppleve suksess. I denne delen av teorigapittelet skal vi karakterisere slike selskaper.

4.1 Karakteristikk av unoterte og nyetablerte vekstselskaper

Nyetablerte selskaper vil i stor grad ha ulik opplevelse av vekst tidlig i livsfasen. Noen befinner seg i idémyldringsfasen, hvor eieren har en tanke om hvordan selskapet skal tilfredsstille et behov. Andre selskaper har omformulert forretningsideen til et faktisk produkt eller tjeneste, riktignok uten å kunne vise til solide inntjening, mens andre kan vise til brattere vekstkurve og allerede ha opplevd suksess og positiv inntjening (Damodaran, 2009). I nevnte selskapers tidlige livsfase er det forventet at vekstmuligheter tilskrives større verdi enn eiendelene selskapet innehar på samme tidspunkt (Black, 2003).

Figure 1: The Early Stages of the Life Cycle



Figur 2 - Selskapers livsfase (Damodaran, 2009).

Slike selskaper kan befinne seg i ulike stadier og ha en rekke ulikheter. Allikevel er det slik at de i et verdsettelsesteoretisk perspektiv deler en rekke karakteristikk som påvirker hvordan man må tilnærme seg disse selskapene. Først og fremst har de i ulik grad kort driftshistorikk. Dette innebærer at man i mange tilfeller bare vil ha et par år med regnskapstall. Følgelig vil det være usikkerhet knyttet til den tilhørende regnskapsanalysen og for hvordan man skal prognostisere på bakgrunn av disse. Videre kan regnskapstallene, særlig for de yngste selskapene, vise negative driftsresultat og kontantstrømmer (Damodaran, 2009). I følge Stickney og Brown (1999) kommer dette av produktlansering, merkevarebygging og øvrige nødvendige investeringer for et nyetablert selskap. De aller fleste av selskapene avhenger i startfasen av egenkapital, gjerne fra entreprenøren selv, venner eller familie. Skulle selskapet bli mer interessant eller oppleve gradvis suksess er det ikke unormalt at såkalte «Venture Capital» fond skyter inn kapital mot en eierandel i selskapet. Slike fond investerer gjerne i nyetablerte selskaper på grunn av vekstforventninger og avkastning innen en relativt kort tidshorisont. På grunn av kapitalbehov vil det gjerne etterhvert være flere eiere med ulike rettigheter i selskapet. Eiere som kom tidlig inn i bildet ønsker gjerne å være i posisjon for å kunne påvirke selskapet og ha førsterett på kontantstrømmer som blir generert. Samtidig vil naturligvis eiere som kom senere inn i bildet ha sin rettmessige del av kaken. Eierstrukturen vil i de aller fleste tilfeller variere og kan påvirke selskapet på ulike måter (Damodaran, 2009). Investering i slike selskaper kan også vise seg å være illikvid. Det innebærer en fastlåsningsrisiko for potensielle eiere. Det er ikke unormalt at man legger på en likviditetspremie som skal kompensere investor for «innlåsningsrisikoen» tilknyttet investering i en potensiell illikvid plassering (Kaldestad & Møller, 2016)

4.2 utfordringer knyttet til verdsettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper

Etter å ha redegjort for hva som kjennetegner unoterte og nyetablerte vekstselskaper vil denne delen av kapittelet ta for seg utfordringer ved verdivurdering av disse. Først vil DCF – metoden dekomponeres og problemene knyttet til de viktigste elementene gjennomgå. Deretter rettes fokus mot utfordringene multipelvurdering av nevnte selskap byr på.

Man kan dele estimeringsproblemene tilknyttet DCF-metoden inn i fire deler. Første problem oppstår når man skal formulere kontantstrømmen for eksisterende eiendeler. Videre er det vanskelig å komme frem til forventet vekst. Diskonteringsrente vil også skape problemer, før

man til slutt skal gjøre en vurdering av når firmaet vil oppnå en stabil vekst. I etablerte selskaper vil det være forholdsvis greit å komme frem til de forskjellige estimatene, men når man ser på nyetablerte selskaper har man ikke det samme datagrunnlaget for å estimere (Damodaran, 2009).

4.2.1 Eksisterende eiendeler

Den vanlige måten å komme frem til verdien av eksisterende eiendeler er å se på regnskapet og de historiske tallene til selskapet for å kunne estimere kontantstrømmen. Når man ser på nyetablerte selskaper så vil ofte ikke de eksisterende eiendelene gi et godt nok grunnlag til å estimere verdien. For de nyetablerte selskapene som har verdi i de eksisterende eiendelene oppstår ofte problemet med at årsregnskapet ikke gir tilstrekkelig med informasjon. Noen av grunnene for at man ikke kan bruke tallene er mangel på historisk data, det vil være vanskelig å vite om selskapet har et normalt år eller om tallene for dette året er et unntak. Dette vil gjøre det vanskelig å gjøre vurderinger frem i tid siden man ikke har stabile tall å gjøre vurderinger ut ifra. En annen faktor er at de nyetablerte selskapene har høye utgifter for å generere fremtidig vekst noe som slår ut på kostnadssiden til selskapet (Damodaran, 2009).

4.2.2 Forventet vekst

En stor del av et nyetablert selskaps verdi kan tilskrives forventet vekst. Utfordringen tilknyttet verdivurdering av disse eiendelene havner i kjernen av spørsmålet om man kan verdsette et slikt vekstselskap i første omgang. Av flere årsaker kan det være utfordrende å vurdere hvordan veksten skal utfolde seg fremover og det gjør det utfordrende når man skal prognostisere fremover i tid.

Først og fremst kan fraværet av inntekter, og mangelfull informasjon om inntjeningen bety at disse ikke kan inngå som input i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. I ytterste konsekvens kan dette medføre at verdivurderingen må bero på selskapets egne vurderinger tilknyttet fremtidsutsikter og dets potensielle forventningsskjevhet. Selv om det ville vært mulig å estimere fremtidig inntjening vil det igjen på bakgrunn av kort driftshistorikk og eventuell negativ inntjening være vanskelig å vurdere hvordan fremtidig inntjening utvikler seg (Damodaran, 2009).

Inntektene eller veksten er heller ikke det mest sentrale, men den underliggende kvaliteten av veksten. Vekst kan være et resultat av flere faktorer. Mens det for noen selskaper er et resultat av god drift og organisk vekst kan det for andre selskaper være et resultat av høye

investeringer som i tilfelle kan påvirke lønnsomheten av veksten. For å vurdere kvaliteten av vekst kan man se nærmere på hvor mye selskapet reinvesterer for å stimulere til deres forventede vekst. Her er det viktig å poengtere at verdiskapningsveksten foreligger først når avkastningen av investert kapital overskrider kapitalkostnaden tilknyttet vekstinvesteringen. For nyetablerte selskaper er det lite grunnlag for å vurdere forventet avkastning på nye investeringer. Dette fordi informasjon av tidligere investeringer gjerne er utilstrekkelig på bakgrunn av deres korte levetid. Dessuten er avkastning på investert kapital gjerne negativ for nyetablerte selskaper (Damodaran, 2009).

Oppsummert er det utfordrende å estimere fremtidig vekst og driftsmargin for slike selskaper. Problemet blir forsterket når man skal sørge for at antakelsen om reinvestering sammenfaller med vekstestimeringen.

4.2.3 Diskonteringsrente

Bruk av kapitalverdimodellen er vanlig måte å komme frem til diskonteringsrente for selskaper som er børsnoterte. For å komme frem til risikoen og diskonteringsrenten til et selskap så er man avhengig av tilgjengeligheten av markedspriser for aksjer som er utstedt av selskapet. Videre estimerer man beta verdien for egenkapital ved å gjøre en regresjon på avkastningen av en aksje mot avkastningen på markedsindeksen. De tradisjonelle risiko- og avkastningsmodellene man tar i bruk for å estimere kostnadene rundt egenkapital til et selskap fokuserer i stor grad på markedsrisiko.

For nyetablerte selskaper vil det være vanskelig å finne riktige data for å bruke CAPM metoden. For det første er det få nye selskaper som er børsnoterte. Videre er det ingen metode man kan gjøre en regresjon av tidligere avkastning for å finne en betaverdi og bruke en markedsrente på gjelden. Hvis de nyetablerte selskapene har aksjer så er de som regel eid av investorer og gründerne og her kan man diskutere hvor mye risiko investorene er villig til å ta. Det er å anta at de vil kreve en viss kompensasjon for selskapsrisikoen siden de er nyetablerte (Damodaran, 2009).

Man ser at egenkapitalen til nyetablerte selskaper ofte kommer fra flere forskjellige kilder med forskjellige vilkår. Det innebærer at de ulike finansieringskildene, gjerne eiere, kan ha ulike krav på kontantstrømmene som genereres.

4.2.4 Terminalverdi

Som nevnt tidligere kan terminalverdien utgjøre opp mot 100 prosent av dagens verdi for et nyetablert selskap. Antakelsene man gjør rundt selskapet når de vil oppnå stabil vekst og forutsetningene man gjør for å estimere terminalverdi vil gi utslag når man skal utarbeide en verdi for selskapet. Tre spørsmål må besvares.

Det første spørsmålet er stabil vekst. Mange nyetablerte selskaper overlever ikke sine første leveår. Dette gjør at mange av selskapene aldri vil komme seg til en drift med stabil vekst og terminalverdien vil ikke utgjøre en like stor verdi som for selskaper som fortsetter driften sin. Ettersom et nyetablert selskap er i startfasen av livssyklusen så vil det være ekstra utfordrende å estimere hvor høy sannsynligheten er for at et selskap skal overleve. På bakgrunn av at dette er et viktig punkt i utarbeidelsene av verdien til firmaet så skaper det utfordringer videre i verdivurderingen (Damodaran, 2009).

Det andre spørsmålet knytter seg også til stabil vekst. Hvis man antar at det nyetablerte selskapet vil klare å oppnå en stabil vekst i fremtiden, så vil det fortsatt være utfordrende å komme frem til når dette vil skje. Det vil alltid være noen selskaper som greier å oppnå en stabil tilstand etter noen år, mens andre igjen har flere år med høy vekst før de etter hvert vil bli mer stabile. Her vil konkurransen i markedet selskapet opererer i og hva konkurrentene foretar seg når en ny aktør kommer inn spille inn. Dette vil påvirke det nyetablerte selskapet og hvordan veksten deres vil utvikle seg over tid. Det er dette som gjør det så komplisert å estimere når selskapet vil oppnå en stabil vekst (Damodaran, 2009).

Det tredje spørsmålet handler om hvordan selskapet vil se ut under steady state. Man kan ikke bare se på vekstgraden i den stabile fasen når man skal avgjøre størrelsen på terminalverdien man må også se på forutsetningene vi har gjort om risiko og meravkastning. Hvis man da antar at selskapet vil fortsette å generere meravkastning i årene som går, vil dette medføre en høyere terminalverdi istedenfor å anta at meravkastningen vil konvergere mot null eller bli negativ. Dette er noe vi må gjøre for ethvert nyetablert selskap man ser på og det som gjør det vanskelig er at man ikke kan gjøre vurderingene ut ifra historiske data (Damodaran, 2009).

Når man omsider har estimert fremtidig kontantstrøm, formulert en diskonteringsrente og kommet frem til nåverdien av selskapet. Ved fratrekk av rentebærende gjeld har man funnet ut den samlede verdien av egenkapitalen. Dersom de ulike eierandelene vektet ekvivalent, som de gjør i børsnoterte selskaper med en felles aksjeklasse, deles disse enkelt og greit proporsjonelt ut til eierne og man finner verdi per aksje. For et unotert selskap kan

allokeringen og vektleggingen av eierandelene være mer utydelig. Dette fordi innholdet i avtalene som er gjort med investorene på de ulike tidspunktene kan variere. Dette kan eksempelvis være rettigheter knyttet til fri kontantstrøm og kontroll av drift. Avslutningsvis er det også verdt å nevne at mindre likvide investeringer i unoterte selskaper gjerne vurderes til å ha lavere verdi enn mer likvide plasseringer som for eksempel i børsnoterte selskaper (Damodaran, 2009).

4.2.5 Utfordringer med multippelvurderinger av unoterte og nyetablerte vekstselskaper

Vi har poengtert noen av problemene med å verdsette nyetablerte selskaper ved bruk av DCF-metoden. På bakgrunn av dette velger flere å bruke relative verdsettelsesmetoder for å verdsette disse nyetablerte selskapene. Det brukes da multipler og sammenlignbare selskaper for å komme frem til en verdi, men denne fremgangsmåten skaper også problemer når det er snakk om nyetablerte selskaper (Damodaran, 2009). I det følgende vil disse bli gjennomgått.

Første problemet er hva man skal måle verdi til. De forskjellige multiplene må måles til noen felles og konvensjonelle drivere som eksempelvis bokført verdi og inntekter. Hos nyetablerte selskaper kan alle de forskjellige driverne skape problemer. Disse selskapene går ofte med tap tidlig i livssyklusen, noe som medfører at man ikke kan beregne multipler som Price/Earnings og EBITDA. Siden selskapet bare har vært i drift i en kort periode, vil dette gjøre at bokføringsverdien ofte vil være lav og ikke gjenspeile den sanne kapitalen som er investert i selskapet (Damodaran, 2009). Bokføringsverdien vil i disse tilfellene ofte være tilnærmet ekvivalent til likvidasjonsverdien av eiendelene (Black, 2003). Inntektene kan også skape problemer siden de kan være lave eller ikke-eksisterende for selskaper som nettopp har kommet inn i kommersiell drift (Damodaran, 2009).

Det andre problemet dreier seg om tilgjengelighet av sammenlignbare selskap. Når man bruker en relativ verdsettelsesmetode på børsnoterte selskaper, så finner man ofte de sammenlignbare selskapene gjennom offentlige børsnoterte selskaper i samme bransje som man selv opererer i. Når det gjelder nyetablerte selskaper så vil det være naturlig å sammenligne seg med de selskapene som også er det, men problemet her er at disse selskapene som regel ikke blir børsnotert og har heller ingen markedspris eller multipler man kan beregne. Man kan sammenligne seg med børsnoterte selskaper i samme bransje og bruke

multipler på dem, men disse selskapene vil som regel ha en annen kontantstrøm, risiko og vekstkurve enn nyetablerte selskap (Damodaran, 2009).

Det tredje problemet er vurderingen av hva som vil være den beste måten å måle risiko. Mange av metodene man bruker for å måle risiko i relativ verdsetting er markedsbasert. Egenkapitalrisiko kan ofte måles gjennom betaverdien eller standardavviket til egenkapitalavkastningen, men man får ikke brukt disse metodene på nyetablerte selskap som er privateid. Noen velger å bruke standardavviket på regnskapstall for å måle risiko, men her igjen vil det oppstå problemer. Dette på grunn av at nyetablerte selskaper har hatt en kort driftsperiode og man har ikke de regnskapstallene man trenger (Damodaran, 2009).

Det fjerde og siste problemet omhandler hvordan man jobber for å overleve. Tidligere i oppgaven skrev vi om den høye konkursraten for nyetablerte selskaper. Denne problematikken skaper også problemer når vi har en relativ tilnærming til verdsettelsen. Man kan tenke seg at den relative verdien til et nyetablert selskap vil øke når det er en høyere sannsynligheten for at selskapet vil overleve. Når man skal bruke dette intuitive eksemplet i praksis så vil det ikke være så lett. En relativ verdsettelsesmetode er tilsynelatende en enkel løsning når man møter på estimeringsproblemer, men i denne konteksten får man større utfordringer dersom man ikke har et robust sammenligningsgrunnlag (Damodaran, 2009).

4.3 Forslag til rammeverk for verdsettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper

Etter å ha redegjort for utfordringer knyttet til verdsetting av unoterte og nyetablerte vekstselskaper vil vi i denne delen av teoretiskapittelet redegjøre for Damodaran (1999) sitt forslag for verddivurdering av slike selskaper.

Første steg er å innhente tilgjengelige regnskapstall. For selskaper med negativ kontantstrøm og høy vekst i omsetning, vil gjerne regnskapstallene være av volatil art. På bakgrunn av dette er det formålstjenlig å se på de nyeste regnskapstallene. Mer spesifikt vil det for slike selskaper gi et bedre estimat å legge til grunn regnskapstallene fra de siste tolv måneder heller enn forhenværende regnskapsår. Damodaran (1999) påpeker at dette kan bety at man ikke hensyntar investeringer og nedskrivninger i optimal grad. Løsningen på dette kan være å skalere all input i takt med inntektsveksten mellom forrige regnskapsår og de siste tolv månedene.

Neste steg er også kanskje den viktigste vurderingen som skal gjøres. Dette er å legge til grunn et estimat for forventet inntektsvekst over tid. Estimeringen av dette burde bero på flere kilder. Første input i denne vurderingen er selskapets inntektsvekst de seneste år og her er det viktig å ha i mente at selskap ikke kan vokse i samme voldsomme rate år etter år. På den andre siden er det naturlig å legge til grunn vekst i fremtiden dersom historikken viser til solid vekst. Man må også se på bransjeveksten i sin helhet og vurdere fremtidsutsiktene for denne generelt. I de alle fleste tilfeller påvirkes selskaper av deres omgivelser. Utover dette kan estimatet styrkes med en vurdering av bransjens inngangsbarrierer og hvorvidt selskapet kan sies å inneha det som er å karakterisere som konkurransefortrinn.

Dernest må bærekraftig driftsmargin i selskapets forventede stabile vekst estimeres. Den kanskje største utfordringen tilknyttet verdsettelse av et unotert og nyetablert vekstselskap er å forutsi hvordan selskapstilstanden er når veksten stabiliserer seg. Dersom sammenlignbare selskaper er fraværende, som det i mange tilfeller er for nevnte selskap, gjør det saken stadig mer utfordrende. Her kan det være til hjelp å karakterisere hva slags underliggende forretningsførsel selskapet faktisk bedriver og hvem de egentlige konkurrentene er. I tillegg vil det være nødvendig å dekomponere selskapets resultatregnskap for å få en mer inngående kunnskap om deres driftsmargin. For nyetablerte vekstselskaper vil ulike komponenter i resultatregnskapet sannsynligvis bidra med bedre informasjon i forbindelse med en verdsettelse, enn inntekter (Black, 2003). Mange nyetablerte selskaper som rapporterer negative driftsresultat, har ikke nødvendigvis høye kostnader direkte knyttet til drift. På grunn av regnskaps- og rapporteringsstandarder kan det være tilfelle at det i resultatregnskapet fremgår poster som ikke er knyttet til daglig drift. Dette kan være seg forskning, utvikling og øvrige investeringer. Derfor kan det være formålstjenlig å se på kostnadene som knytter seg til daglig drift og utelate «unødvendige» poster i vurderingen av driftsmargin. Ulike regnskapsregler i ulike land kan gi ulike regler for hva som fremgår av resultatregnskapet.

Dernest vil det være nødvendig å legge til grunn en reinvesteringsrate for å opprettholde fremtidig vekst. Inntektsvekst er i utgangspunktet en funksjon av hvor mye selskapet investerer og hvor dyktige de er til dette. Når selskapet har nådd «Steady State», kan investeringsbehovet beskrives ved hjelp av forventet vekstrate og forventet avkastning på kapital (Damodaran, 1999):

Expected Reinvestment Rate stable = Expected Growth stable / ROC stable.

Alternativet til dette er å se på bransjegjennomsnittlig reinvesteringsrate. Denne kan dekomponeres og hensynta fortrinnsvis investeringer og nødvendig økning i arbeidskapital for å estimere kontantstrømmer.

Som nevnt tidligere i teorikapittelet er det utfordrende for nevnte selskap å estimere risikoparameter og diskonteringsrate, da de mer konvensjonelle metodene er ubrukelig. Dersom det finnes sammenlignbare børsnoterte selskaper kan man enkelt og greit benytte seg av gjennomsnittet til disse som et mål. Dersom dette ikke er en mulighet, gjenstår bare et alternativ. Dette er å se på de finansielle trekkene til selskapet, dette er eksempelvis volatilitet og størrelse på inntekter, kontantstrømanalyse og finansiell gjeld. I vurderingen av disse er det også viktig å hensynta selskapets utvikling over tid og at trenden må gjenspeiles i verdsettelsesperioden. I tillegg til å estimere kapitalkostnaden til selskapet, må det vurderes hvordan gjeldskostnaden vil utfolde seg fremover i tid. Her kan man benytte seg av et relativt tall på bransjegjennomsnittet eller dersom man har grunnlag for det, vurdere hvordan gjeldsgraden vil se ut i «Steady State» og forhåpentligvis oppnå et fornuftig estimat på gjeldskostnad over tid.

Avslutningsvis vil man basert på de vurderingene som er gjort ha input i form av inntekter, reinvesteringsrate og risikoparameter, således fremstår resten av verdsettelsen mer «normal». For mange av nevnte selskap vil kontantstrømmene de nærmeste årene være negative, men forbedres i tråd med bedre driftsmargin. For øvrig beror verdsettelsen i stor grad på de antakelsene man har gjort om terminalverdien til selskapet og dets stabile vekst (Damodaran, 1999).

Det er redegjort for en rekke multipler en kan benytte seg av i forbindelse med verdsetting. Problematikken er også som nevnt tilstedeværende ved denne metoden. Skulle det aktuelle selskapet ha negativ inntjening vil multiplene som baserer seg på inntjening være ubrukelig. Videre er de bokførte verdiene særdeles små sammenlignet med markedsverdien. På bakgrunn av dette er den eneste gjenværende muligheten for multippelbruk den som baserer seg på fremtidig forventet inntjening og salg (Damodaran, 1999).

Mange analytikere bruker i praksis å sammenligne selskaper med høy forventet vekst i inntekter og negativ kontantstrøm en P/E- multipl. Dette muliggjøres ved å estimere kontantstrøm i fem eller ti år. Selv om disse kan gi tilsynelatende fornuftige og sammenlignbare tall med øvrige selskaper, bør man trå forsiktig frem i bruken av denne på

bakgrunn av eventuelle feil i estimeringen av forventede kontantstrømmer (Damodaran, 1999).

Det er også to andre fremgangsmåter som baserer seg på inntektsmultipler. Her sammenlignes selskaper basert på forholdstall som pris/salg og verdi/salg. Fordelen med denne tilnærmingen er at de fleste selskaper har inntekter og ingen har negative inntekter. Baksiden av medaljen er hvorvidt disse salgsmultiplene er direkte overførbare mellom det man mener er tilsynelatende sammenlignbare selskaper. Det kan være mange underliggende karakteristikk som vil argumentere for at de ikke er sammenlignbare (Damodaran, 1999).

Når man omsider har funnet det man anser som et sammenlignbart selskap og tilhørende multipl er valgt, er det siste steget i denne prosessen å forstå driverne bak multipl. Ved å dekomponere driverne bak multiplvalget, kan man kontrollere for ulikheter for disse med de sammenlignbare selskapene.

5 Strategisk analyse

I mange år har det vært rettet søkelys på hvorfor enkelte selskaper presterer bedre enn andre. Det finnes to “dominerende” og splittede perspektiv som forsøker å forklare prestasjonsulikheter mellom selskap. På den ene siden har man J. Barney (1991) ressursbaserte perspektiv, og på den andre siden finner man Porter (2008) bransjebaserte perspektiv. Dette er to perspektiver som begge har som formål å forklare prestasjonsvariasjoner og skape et beslutningsgrunnlag for strategiske disposisjoner.

Dette kapittelet vil starte med en redegjørelse av Barneys (1991) ressursbaserte perspektiv og VRIO-rammeverk. Dette for å skildre selskapets interne faktorer og dets innvirkning på prestasjon. Etterfulgt av dette vil det presenteres potensielle etableringsbarrierer i tråd med Porter (2008) bransjebaserte perspektiv. Dette for å belyse de eksterne forhold et selskap potensielt kan bli eksponert for. Etersom det ansees som relevant for oppgaven vil det suppleres med Ansoff (1957) teori om vekststrategier.

5.1 Det ressursbaserte perspektivet

Barney (1991) har en ressursbasert tilnærming, dette betyr at det er selskapets tilgang på ressurser som er avgjørende for hvorvidt de har anledning til å oppnå et konkurransefortrinn. Med dette som utgangspunkt følger det to viktige forutsetninger. Først og fremst er selskapers ressurstilgang heterogen innad i bransjen. Dette skal forstås slik at selskap x potensielt kan besitte ressurser selskap y ikke har tilgang til og omvendt. Disse ressursene må også være immobile og ikke-omsettelige i faktormarkedet, slik at et heterogent ressursgrunnlag potensielt kan være varig. Selskapers ressurser kan være eiendeler, evner, attributter, informasjon, kunnskap etc. Mer overordnet kan disse kategoriseres som: fysiske ressurser, menneskelig kapital og organisatoriske strukturer. I hvilken grad disse kan være en kilde til et konkurransefortrinn kan vurderes ved hjelp av rammeverket VRIN (Barney, 1991).

5.1.1 VRIO-rammeverket

Med utgangspunkt i de forutsetningene som er nevnt ovenfor presenterte Barney (1991) et rammeverk for å vurdere selskapers mulighet til å oppnå et konkurransefortrinn med grunnlag i de ressursene selskapet innehar. For at en ressurs potensielt kan være en kilde til et varig

konkurransefortrinn må den være; *Verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og ikke-substituerbar* (Barney, 1991).

Ressursen må være *verdifull* i den forstand at den åpner for utnyttelse av en mulighet selskapets omgivelser eller at den styrker selskapets evne til å motstå en potensiell trussel. En ressurs er verdifull først når den muliggjør gjennomføring av strategier som forbedrer produktivitet og effektivitet i selskapet. Bare en verdifull ressurs kan være kilde til et varig konkurransefortrinn. Det må også være en *sjelden* ressurs blant selskapets nåværende og fremtidige konkurrenter. Implisitt betyr dette at en ressurs ikke kan være kilde til et varig konkurransefortrinn dersom konkurrentene innehar den samme ressursen. Videre kan en ressurs bare være kilde til et varig konkurransefortrinn dersom den *ikke lar seg imitere* av konkurrentene. Avslutningsvis kan ikke fortrinnet ved ressursen være erstattelig av strategisk ekvivalente *substitutter* (Barney, 1991).

Sammen utgjør disse en kumulativ liste over krav til en ressurs for å avgjøre hvorvidt den kan være en kilde til et varig konkurransefortrinn, og kalles en VRIN-analyse (Barney, 1991).

I nyere tid har J. B. Barney (2014) videreutviklet analysen til å også inkludere det organisatoriske aspektet. Dette innebærer i hvilken grad det aktuelle selskapet er skikket til å utnytte tilgjengelige ressurser som hevdes å gi et konkurransefortrinn. Den videreutviklede modellen går under det kanskje mer kjente navnet, VRIO, og det er denne som vil benyttes i det følgende.

5.2 Det bransjebaserte perspektivet

I dette perspektivet er den aktuelle bransjen analyseenheten. Dette innebærer at prestasjonsvariasjoner forklares av eksterne faktorer i omgivelsene. I det følgende vil det redegjøres for Porter (2008) teori om etableringsbarrierer. Disse går nærmere inn på utfordringer knyttet til nyetableringer i nye bransjer.

5.2.1 Etableringsbarrierer

I følge Porter (2008) forklares markedsinntrengning som selskapets etablering på et nytt marked. Markedsinntrengningen er først fullbyrdet når selskapet har “overlevd” alle hindrene på det nye markedet. Vanskelighetsgraden på en suksessfull markedsinntrengning beror i aller høyeste grad av hvor store etableringsbarrierene er i markedet og hvor stor motstandskraften er fra de etablerte konkurrentene. Hvis inngangsbarrierene er utfordrende å

overleve eller konkurrentene aktivt motarbeider etableringen, desto vanskeligere blir en vellykket markedsinntrengning (Porter, 2008).

Det er fire etableringsbarrierer som påvirker et selskaps etablering i et nytt marked; Stordriftsfordeler, kostnadsfordeler, produktdifferensiering og kapitalkrav (Bain, 1956). Denne teorien ble videreutviklet av Porter (2008) som supplerte med ytterligere etableringsbarrierer. I det følgende redegjøres det for de syv etableringsbarrierene formulert av (Porter, 2008).

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler finner sted når kostnaden per enhet reduseres og produksjonsvolumet øker. Når et selskap produserer større volum vil de ofte få en lavere kostnad per produkt. Dette kommer av at de kan fordele kostnaden utover flere produkter, gå til anskaffelse av bedre teknologi og få bedre tilbud fra leverandører. Stordriftsfordeler vil i ulik grad være tilstedeværende i ulike bransjer. I bransjer som bærer preg av høy grad med stordriftsfordeler vil etableringsbarrierene være en utfordring for nyetableringer. Hvilke av stordriftsfordelene som fremstår som mest betydningsfulle vil også avhenge av bransje (Porter, 2008).

Nettverksfordeler

Jo mer populært selskapet blir i markedet det opererer i, desto mer øker kjøpsvilligheten til forbrukerne. Dette kommer av at tilliten blant forbrukerne er høyere i større selskaper. Det er også ønskelig for forbrukeren å føle seg som en del av et større nettverk rundt selskapet. De føler seg inkludert og som en del av noe større når andre forbrukere også benytter seg av det samme produktet eller tjenesten. I bransjer hvor det er en åpenbar fordel med sterke nettverk og gitt at disse er tilstedeværende, vil det føre til høyere inngangsbarrierer (Porter, 2008).

Byttekostnader

Dette er kostnader eller ulemper en kunde erfarer dersom de er nødt å bytte fra et produkt eller tjeneste til et annet. Desto større kostnaden eller ulempen ansees i den gjeldende bransjen, jo vanskeligere vil det være for nyetablerte selskaper å kapre kunder fra allerede eksisterende aktører (Porter, 2008).

Kapitalkrav

Kapitalkrav handler om hvor mye en må investere i et selskap for å gjennomføre en markedsinntrengning. Enkelte bransjer vil kreve større investeringer knyttet til etablering og

følgelig vil det gjøre det utfordrende å etablere seg. Tilknyttet størrelsen på kapitalkravet vil det også være risiko. Hvis man skal foreta en nyetablering i en bransje med høyt kapitalkrav er det større sjans for at nye selskaper ikke evner å gjennomføre etableringen (Porter, 2008).

Kostnadsfortrinn

Uavhengig av størrelsen på selskapet kan noen inneha kostnad- eller kvalitetsfordeler, som ikke er oppnåelig for andre konkurrenter. Fordelene kan stamme fra teknologi, tilgang på råmaterial, ulike forkjøpsretter eller man kan få fordeler dersom man er et velkjent og etablert merke (Porter, 2008).

Distribusjonskanaler

For et nyetablert selskap vil det være en nødvendighet å sikre seg avtaler for distribusjon av varen eller tjenesten. Følgelig er det gjerne slik at etablerte konkurrenter allerede har på plass avtaler og har knyttet bånd til forskjellige distribusjonskanaler. Denne etableringsbarrieren kan være en ordentlig utfordring da man i ytterste konsekvens må skape egne distribusjonskanaler. Dette er kostbart og kan ha avskrekkende effekt på nyetableringer. Jo mer begrenset produktet, markedet og hvor mye eksisterende konkurrenter har kapret i markedet, desto mer utfordrende vil det være for nyetablerte selskaper å overkomme denne etableringsbarrieren (Porter, 2008).

Offentlig politikk

I noen tilfeller eller bransjer kan myndighetene stoppe eller støtte nyetableringer direkte. De kan også direkte påvirke tilgangen til en industri ved regulatoriske verktøy som lisenser, avgifter etc. Typiske eksempler er taxi eller flynæringen (Porter, 2008).

Oppsummert utgjør disse syv potensielle etableringsbarrierer. En beslektet teori til Porter (2008) tanker rundt etableringsbarrierer er Ansoff (1957) vekstmatrise og teori om markedsinntrengning. Dette vil bli redegjort ytterligere for i det følgende.

5.3 Vekststrategi

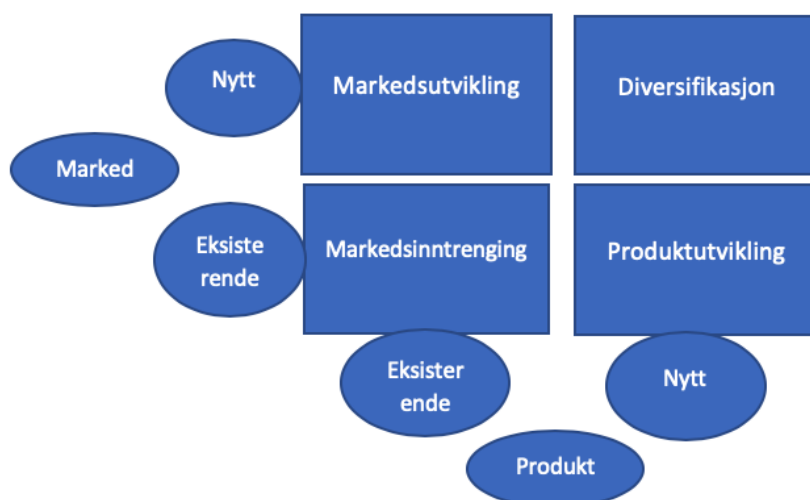
Vekst er en viktig og om ikke en forutsetning for verdiskapning. For å gripe mulighetene og utnytte potensialet til selskapet kan det være formålstjenlig å utvide horisonten og fokusere på mer enn bare konvensjonelle nøkkeltall og parametere. Ledelsen i et selskap har behov for et mer bredspektret perspektiv i sin søken etter vekstmuligheter. Vekst kan defineres som “...

en økning i verdier selskaper er i besittelse av eller kan komme i besittelse av” (Aarrestad & Hem, 2008). Verdier kan beskrives som materielle og immaterielle eiendeler, humankapital og merkeverdi. Vekst kan skapes ved å benytte seg av virkemidler både i og utenfor eksisterende produkter og markeder.

Det er ikke unormalt at selskaper setter seg mål og gjerne knytter disse seg til vekst. Måloppnåelsen tilknyttet vekst forutsetter at selskapet utformer en vekststrategi. Kort fortalt skal strategien si hvordan man skal gå frem i oppnåelsen av vekstmålet. En velutformet vekststrategi skal være en bidragsyter for at selskapets ressurser blir allokert på en unik og bærekraftig måte i tråd med selskapets sterke og svake sider, forventede endringer i omgivelsene og ikke minst konkurrentenes posisjonering (Mintzberg, Ghoshal, Lampel & Quinn, 2003).

Det er to overordnede retninger ved valg av vekststrategi. Et alternativ som ikke vil bli hensyntatt i det følgende er det som omhandler oppkjøp av konkurrenter og fusjonering. Det andre og som vil bli redegjort er det som kalles for “organisk vekst”. Dette er vekst som er et resultat av selskapets egen drift. Dette kan eksempelvis være en kjede som startet opp med en enkelt butikk, men som følge av suksessfull drift har muliggjort åpning av en rekke nye butikker.

En velkjent teori og matrise innenfor organisk vekst er Ansoff (1957) ekspansjonsmatrise som vist under.



Figur 3 - Ansoffs vekstmatrise

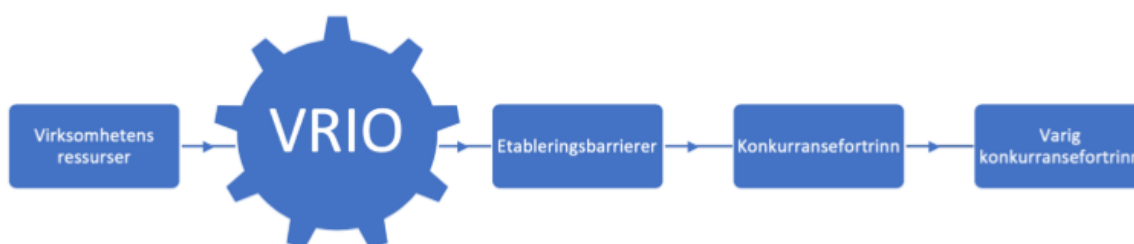
Den formulerer fire ulike vekststrategier; *markedsutvikling*, *diversifikasjon*, *markedsinntrengning* og *produktutvikling*. I matrisen forklares det at man gjennom disse ulike strategiene kan vokse gjennom å selge nye eller etablerte produkter, enten i et eksisterende marked eller ved å gå inn i et nytt marked. I det følgende vil det bli redegjort for markedsinntrengning og produktutvikling.

Ved markedsinntrengning øker selskapet det totale salget av varen eller tjenesten i det eksisterende markedet, ved å tilby det samme produktet som konkurrentene (Johnson, 2017). Produktutvikling på sin side handler om at selskapet utvikler nye eller modifierer eksisterende produkter i det markedet det allerede opererer i. Sine ulike tilnærminger til tross, søker begge disse strategiene å skildre veien til oppnåelse av fremtidig vekst. Uavhengig av ulikheter er det viktig å fremheve det faktum at det ikke er snakk om enten eller i valg av vekststrategi. Ansoff (1957) understreker at en integrasjon av ulike vekststrategier er en mulighet og at det i praksis gjerne kombineres mellom flere strategier. Dessuten kjennetegner integrasjon av flere strategier et fremoverlent og veldrevet selskap. Utformingen og implementeringen av valgt strategi er påvirkende for selskapets overlevelse i konkurranse med andre selskaper (Kotler, Fredriksen & Bielenberg, 2005).

5.4 Strategisk empiri og analyse

Cutters har siden oppstart hatt en voldsom vekst. Regnskapstallene viser til formidabel økning fra år til år. På bakgrunn av Cutters' korte levetid kan det være lite formålstjenlig å bare benytte seg av regnskapstallene som mål på prestasjon. I dette kapittelet ønsker vi derfor å legge til grunn Cutters' kraftige vekst i spørsmålet om prestasjon. Forhåpentligvis komplementerer dette til en forståelse av den helhetlige prestasjonen til Cutters.

I det følgende vil Cutters' vekststrategi analyseres, etterfulgt av dette gjennomføres en VRIO-analyse. Deretter vil det redegjøres for de gjeldende etableringsbarrierene i frisørbransjen. Strukturen til den videre drøftingen illustreres i figuren.



Figur 4 - Strategisk analysestruktur

5.4.1 Cutters' vekststrategi

Vi ønsker å argumentere for at Cutters' vekststrategi er en av deres mest sentrale ressurser. I tråd med Ansoff (1957) vekstmatrise vil vi nå karakterisere Cutters' utvikling siden deres etablering. I teoridelen ble det nevnt at det ville fokuseres på markedsinntrengning og produktutvikling. Dette er på bakgrunn av at vi hevder at Cutters opererer i et eksisterende marked med allerede eksisterende konkurrenter. Markedsinntrengning betyr at man enten kaprer markedsandeler eller utvider det totale markedet (Ansoff, 1957). Det fremgår av Mageli (2018) at Cutters har kapret markedsandeler fra eksisterende aktører. Utover dette er det også en tydelig trend at folk klipper seg oftere og at følgene av dette er en økning av det totale markedet. Med dette til grunn kan man argumentere for at Cutters kan karakteriseres som en markedsinntrenger.

Det kan også diskuteres om Cutters har bedrevet en form for produktutvikling ved at de har identifisert selve kjerneproduktet og fjernet "unødvendige" prosesser i tjenesten. Dette har skjedd i kombinasjon med utarbeidelse av et innovativt brukergrensesnitt som gjør timebestilling, informasjon om ventetid og betaling helautomatisk uten samhandling med de ansatte. Kunden bestiller time, betaler og betjener seg selv ved hjelp av et nettbrett i inngangspartiet i salongen. Dette er en kostnads- og tidseffektiv idé som fritar de ansatte fra å gjøre alt annet enn deres primæroppgave. Alt dette tatt i betraktning gjør at dette taler i retning av at Cutters har bedrevet en form for produktutvikling, riktignok i en begrenset grad.

Det er på bakgrunn av det ovennevnte nærliggende å argumentere for at Cutters er en kombinasjon av både markedsinntrenger og produktutvikler. Dette kan tale i retning for at Cutters er et fremtidsrettet og veldrevet selskap (Ansoff, 1957).

5.4.2 VRIO-analyse av Cutters

Vi har identifisert det vi hevder er Cutters' mest sentrale ressurser, og analyserer disse ved bruk av Barney (2014) VRIO-rammeverk.

Kjedekonsept og tilhørighet

Der mange frisørsalonger er enkeltstående, er Cutters del av en kjede. Det er nærliggende å tro at dette kan være gunstig i form av stordriftsfordeler. Likevel er ikke dette noe som kvalifiserer til et varig konkurransefortrinn, da denne "ressursen" er imiterbar og heller ikke uvanlig.

Lokalisering

I følge Cutters selv har de stort fokus på å være representert på steder hvor det er stor pågang av mennesker, eksempelvis på kjøpesentre. Samtidig er de flinke til å utnytte områder på kjøpesentrene som ellers ikke blir benyttet på grunn av ukurant utforming og planløsning. Dette kan de gjøre fordi forretningsideen deres gjør dem svært arealeffektive. Dette kan likevel ikke ansees som sjelden eller ikke-imiterbar, og av den grunn ikke en kilde til et varig konkurransefortrinn.

Merkevarekjennskap

Siden Cutters kom på markedet for noen få år siden har de hatt en raskt voksende merkevarekjennskap blant befolkningen (Mageli, 2018). Nettopp det at de har blitt så godt kjent har muliggjort utvikling av tilbud og oppnåelse av en eventyrlig vekst. De har gått fra å være den ukjente aktøren i bransjen til å bli en "Top Of Mind-aktør". Dette begrepet betyr at Cutters befinner seg i bevisstheten til potensielle kunder når de tenker seg en hårklipp. Isolert sett er dette en verdifull posisjon å befinne seg i, og som også kan karakteriseres som sjelden. Dette fordi bransjen i sin helhet består av mange små uavhengige aktører uten sterk merkevare. På den andre siden kan man argumentere for at det vil være mulig for en ny aktør å skape en ekvivalent kjennskap blant kundene. Porter (2008) mener positiv omtale og merkevarekjennskap kan være en kilde i seg selv til et varig konkurransefortrinn, men det er utfordrende å si i hvilken grad dette vil være varig i Cutters' tilfelle.

Vekststrategi

Cutters har alltid hatt et stort fokus på vekst og man kan gå langt i å hevde at det har de lyktes med. De har selv sagt at dette er et klart strategisk grep i konkurranse med andre aktører og er derfor verdifull (Mageli, 2018). Selskapets har siden etablering hatt en formidabel vekst, men det er vanskelig å avgjøre hvorvidt den er sjelden. Det er likevel slik at de har evnet å gjøre noe ingen andre i bransjen har vært i stand til på samme tidspunkt, og vi vil av den grunn argumentere for at den er sjelden. Cutters håndterer tilsynelatende veksten på en god måte. Vi vil på grunnlag av dette argumentere for at Cutters grenser å inneha et konkurransefortrinn, men det er tvilsomt at det vil være varig.

Nedenfor er den ovennevnte diskusjonen oppsummert i et VRIO-rammeverk.

Tabell 1 - VRIO-analyse

Faktorer	Verdifull	Sjelden	Ikke – Imiterbar/ substituerbar	Organisatorisk kapabilitet	Varig konkurrans- fortrinn
Kjedekonsept og tilhørighet	Ja	Nei	Nei	Ja	Nei
Lokalisering	Ja	Nei	Nei	Ja	Nei
Merkevarekjennskap	Ja	Ja	Nei	Ja	Nei
Vekststrategi	Ja	Ja	Ja/Nei	Ja	Nei

5.4.3 Etableringsbarrierer i frisørbransjen

Det ble nevnt tidligere i oppgaven at det eksisterer flere ulike kilder til etableringsbarrierer i en bransje. Et interessant perspektiv på dette er hvorvidt Cutters' markedsinntrengning og ekspansjon har påvirket bransjeforholdene. I tråd med det bransjebaserte perspektivet og den tilhørende teorien om etableringsbarrierer vil forholdene i frisørbransjen være uavhengig av en enkeltaktørs handlinger (Porter, 2008). På tross av dette vil vi argumentere for at Cutters' banebrytende inntrengning og ekspansjon har endret vilkårene og utfordrer den veletablerte modellen frisørbransjen støtter seg på. I det følgende vil vi gå nærmere inn på hvilke etableringsbarrierer i bransjen vi mener Cutters har evnet å påvirke gjennom sin drift.

Stordriftsfordeler

Det vil variere fra bransje til bransje hvor stor grad stordriftsfordeler vil påvirke. Det kan diskuteres om stordriftsfordeler i frisørbransjen spiller en like stor rolle som i andre bransjer. En frisør kan bare klippe en kunde av gangen og det vil på bakgrunn av dette være noen begrensninger hva gjelder hvilke effekter en kan oppnå som følger av stordrift. På den andre siden kan det være seg at Cutters kan dra nytte av stordriftsfordeler ved nyetablering av

salonger. Dette fordi selskapets grunnleggende konsept, støttestruktur og bestillingssystem er identisk for hver salong.

Nettverksfordeler

Det er mange aktører i frisørbransjen, og størsteparten består av små uavhengige salonger, hvor kunden ikke har noen forhåndskunnskap eller forventning til tjenesten. Dette kan være fordelaktig for større kjeder, med at de har bygget opp en sterk merkevarekjennskap som gir en følelse av “trygghet” for forbrukeren. Cutters’ konsept bygger på at alle salonger skal være identisk, som gjør tjenesten forutsigbar for kunden. Dette kan sammenlignes med forretningsmodellen til McDonald’s, som har lyktes svært godt med merkevarekjennskap.

Kapitalkrav

I utgangspunktet trengs det bare en stol, en saks og en kam for å foreta en hårklipp. Dette taler i retning for at kapitalbehovet i forbindelse med en nyetablering i frisørbransjen er forholdsvis lav og følgelig lav risiko. Dette er en potensiell forklaring for hvorfor det etableres så mange uavhengige frisørsalonger.

Cutters har åpnet mange salonger i et kort tidsrom med det mål å gjøre kapitalkravet for de konkurrerende kjedene høyere, om de skal evne å konkurrere med Cutters (Mageli, 2018). Det er ganske mange som har mulighet til å åpne én salong eller to, men dersom de skal hevde seg med Cutters, kreves det en større kapital. Ikke fordi salongåpningen hva gjelder investering i selve lokalene er av betydning. Disse blir av Cutters, og frisørbransjen for øvrig, i aller største grad leaset. Men det kreves betydelige investeringer i driftsløsøre og inventar for å ha en fullverdig salong.

Kostnadsfortrinn

Som tidligere nevnt leverer Cutters en enkel tjeneste og har kuttet ut “overflødige” prosesser. Det er derfor nærliggende å tro at de kan presse konkurrentene på både kostnad og tid.

5.5 Oppsummering

Med bakgrunn i drøftingen i den strategiske analysen vil vi hevde at Cutters på grunn av deres ekspansjon og fokus på vekststrategi har skapt høyere etableringsbarrierer i frisørbransjen. Videre mener vi at de er i grenseland hva gjelder å inneha et konkurransefortrinn som følger av dette. Uavhengig av dette er det liten tvil om at dette ikke

kan karakteriseres som varig. Sannsynligvis vil Cutters dra nytte av at de er først ute med en lavpriskjede i frisørbransjen. Analysen taler for at man ikke kan konkludere med at Cutters' kraftige vekst og strategiske posisjon er en kilde til et varig konkurransefortrinn.

6 Regnskapsanalyse

6.1 Innledning

En regnskapsanalyse gir et innblikk i selskapets finansielle posisjon og kan være et utgangspunkt for å estimere fremtidig utvikling. En forutsetning for regnskapsanalysen er at man må ha historiske data som er representativ for selskapene sine fremtidsutsikter (Kristoffersen, 2016).

Det skilles mellom intern og ekstern regnskapsanalyse. Vår regnskapsanalyse vil være en ekstern analyse. Vi analyserer både lønnsomheten, likviditeten og finansieringen innad i selskapet ved bruk av forholdstallanalyse.

Ifølge Dahl og Boye (1997) burde man bruke årsrapporter fra de siste 3-5 årene som grunnlag for å kunne si noe om de regnskapsmessige forholdene i forbindelse med en verdsettelse. Grunnet den voldsomme veksten til Cutters så vil ikke årsrapportene litt tilbake i tid gi noe korrekt bilde på hvordan det står til i dag.

6.2 Klargjøring for regnskapsanalyse

Ved analyse av regnskapstallene til et selskap må man bestemme seg for analyseperiode, analysenivå og sammenligningsgrunnlag.

6.2.1 Analyseperiode

Analyseperiodens lengde vil ifølge Kaldestad og Møller (2016) være avhengig av stabiliteten til selskapet som skal analyseres. Selskapets historiske regnskapstall brukes til å foreta fremtidige budsjetteringer i virksomheten. Med de regnskapene vi har tilgjengelig tar vi stilling til hvordan den økonomiske utviklingen har foregått i selskapet fra år til år. Siden Cutters ble startet opp i 2015 så har vi valgt å bruke regnskapet fra 2015 til 2018 som er de som er tilgjengelig. Med dette får vi et oversiktlig bilde over Cutters hittil, hvordan de har utviklet seg og hva vi kan forvente å se fremover. Det er et faktum at vi for Cutters ikke har mange års regnskap å gå ut ifra. Videre er det stor variasjon fra år til år. Dette gjør det selvsagt utfordrende å lage prognoser fremover. Utfordringene og løsningene knyttet til de mest sentrale regnskapspostene blir drøftet og redegjort for senere i oppgaven i forkant av selve verdsettelsen.

6.2.2 Analysenivå

Cutters er en del av et konsern, men ettersom de fortsatt regnes som et lite foretak per 2018 er det ikke laget noe konsernregnskap. Cutters har regnskapsplikt ovenfor den norske driften, det er denne vi har valgt å se på siden det er her de er klart størst foreløpig. Vi skal se på selskapsregnskapet til Cutters og ut ifra denne innfallsvinkelen, ønsker vi å få et helhetsinntrykk av selskapets utvikling til nå.

6.2.3 Sammenligningsgrunnlag

Når man skal finne sammenligningsgrunnlaget for nøkkeltallene kan man se på de historiske tallene til selskapet eller sammenligne regnskapstall fra konkurrenter i frisørbransjen. Problemet med å sammenligne Cutters med andre aktører er at man kan få misvisende tall. Dette på grunn av de andre aktørene i bransjen kan ha ulikt satsningsområde og markedsposisjon. En god analyse krever også at nøkkeltall i de enkelte årene er sammenlignbare, det vil si at regnskapet er korrigert for unormale forhold. Siden vi er mest nysgjerrige på Cutters sin selskapsutvikling, endte valget vårt på å bruke de historiske tallene som sammenligningsgrunnlag.

6.3 Analyse av forholdstall

Beregning av forholdstall er første skritt for å kunne komme bak tallene som gis gjennom finansielle rapporter fra et foretak (A. Kinserdal, 2005). De forskjellige forholdstallene som kan beregnes er selskapets likviditet, inntjening, soliditet og finansiering. Disse forholdstallene vil gi bedre innsikt i selskapets økonomiske utvikling.

6.3.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten skal fortelle oss om avkastningen (resultatet) i forhold til den investerte kapitalen. Siden avkastningen er tjent inn gjennom hele året vil denne beregnes i prosent av gjennomsnittlig verdi av kapitalen. Samtidig når vi beregner rentabilitet er det vanligvis før skattekostnad. Dette kommer av at skattekostnad stort sett er nøytral (Baksaas & Hansen, 2010).

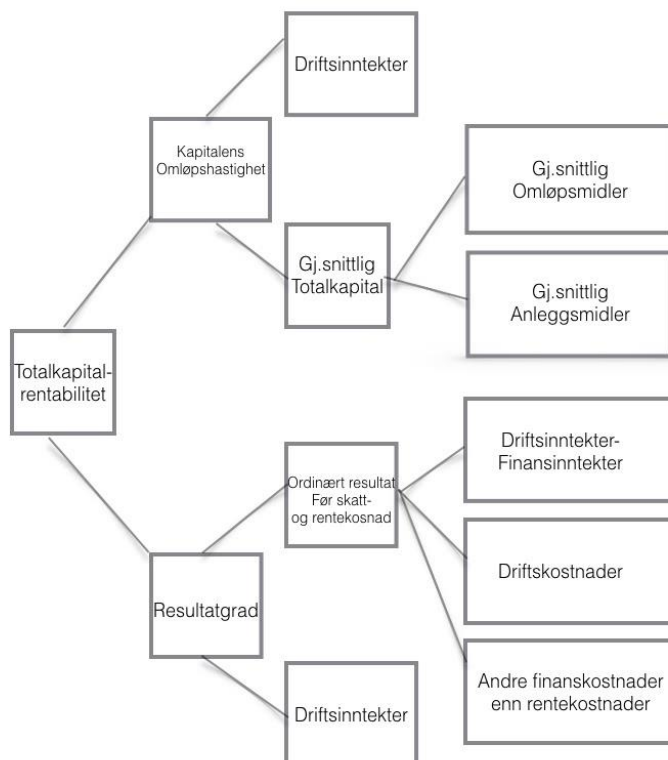
Rentabilitet defineres slik:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Resultat som tilfaller egenkapitalen} \cdot 100}{\text{Gjennomsnittlig verdi av kapitalen}}$$

Dette er viktige nøkkeltall i en verdivurdering, siden den videre estimeringen er avhengig av selskapets historiske forvaltning av kapital. Innenfor denne analysen er totalkapitalrentabiliteten, egenkapitalrentabiliteten og ROIC nøkkeltall som er interessante (Baksaas & Hansen, 2010).

6.3.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten oppgir avkastning av totalkapitalen som er i selskapet, uavhengig av hvordan kapitalen er finansiert. Det viser hvor godt selskapet greier å benytte totalkapitalen til å generere avkastning. For å få bedre oversikt over hvilke faktorer som påvirker totalkapitalrentabiliteten så er DuPont modellen et fint hjelpemiddel. Modellen viser hvilke forhold som påvirker totalkapitalrentabiliteten. (Baksaas & Hansen, 2010).



Figur 5 - DuPont modellen

Tabell 2 - Kapitalens omløpshastighet

NOK	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	177 160	10 468 740	67 241 418	156 406 845
Gj.sn totalkapital		2 796 220	16 296 593	45 729 495
Kap. Oml. Hast		3,74	4,13	3,42

“Kapitalens omløpshastighet forteller hvor effektivt et selskap utnytter den investerte kapitalen til å skape inntekter” (Baksaas & Hansen, 2010, s 242). Som vi ser ut ifra tallene til Cutters har kapitalens omløpshastighet variert litt fra år til år, men ikke med veldig mye. Vi ser ut ifra disse tallene at totalt sett har kapitalen blitt utnyttet forholdsvis likt disse tre årene. En økning i kapitalens omløpshastighet vil si at en blir flinkere til å generere inntekter fra den investerte kapitalen og motsatt hvis den synker (Baksaas & Hansen, 2010).

Resultatgraden forteller oss hvor stor prosentdel avkastningen utgjør av de totale driftsinntektene (Baksaas & Hansen, 2010).

Tabell 3 - Resultatgrad

NOK	2015	2016	2017	2018
Res før skatt	-115 675	1 218 291	772 465	10 946 123
Driftsinntekter	177 160	10 468 740	67 241 418	156 406 845
Resultatgrad		11,64%	1,15%	7%

Vi ser at resultatgraden har hatt store variasjoner gjennom de siste 4 regnskapsårene. Det vurderes som positivt med så høyt som mulig resultatgrad. For et selskap med høy risiko, eller kapitalbinding vil det normalt kreve en høyere resultatgrad eller omløpshastighet enn selskaper med lav risiko eller kapitalbinding (Dahl & Boye, 1997).

Resultatgrad er også som lønnsomhetsmargin. Noen definerer også resultatgrad som ordinært resultat (før skatt) i prosent av salgsinntektene.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \cdot 100}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

Tabell 4 - Totalkapitalrentabilitet

NOK	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat		1 212 892	763 456	10 815 053
Finansinntekter		5 399	9 009	131 070
Gj.sn totalkapital		2 796 220	16 296 593	45 729 495
ROA	-	43,57%	4,74%	23,94%

Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen til hele kapitalen i selskapet og det brukes til å måle lønnsomheten i selskapet. Størrelsen på totalkapitalrentabiliteten vil variere fra bransje til bransje siden man må ta hensyn til hvilken risiko som er i sin spesifikke bransje. Man kan si at jo høyere risiko, desto større bør totalkapitalrentabiliteten være. Videre reflekterer nøkkeltallet hvor effektive selskapet har vært til å forvalte sine ressurser uavhengig av hvordan de er finansiert (Kristoffersen, 2016). Totalrentabiliteten burde være like høy som lånerenten selskapet betaler for sine lån, vi ser at Cutters ligger langt over det foreløpig bortsett fra i 2017.

6.3.3 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastning av egenkapital som er investert i et selskap. Egenkapitalrentabilitet beregnes med utgangspunkt i selskapets gjennomsnittlige egenkapital og resultat før ekstraordinære poster og skatt. Grunnen til at man bruker gjennomsnittet av egenkapitalen og ikke bokført egenkapital ved årets slutt er at ulik egenkapital kan ha bidratt til resultatet som er oppnådd og denne type ujevnheter vil man unngå. Egenkapitalrentabilitet er ønskelig å være høyere enn renten man får i banken. Hvis den er lavere vil man få høyere avkastning på å sette pengene i banken. Avkastning på bokført egenkapital kan være misvisende for oppstartsselskaper. Dette fordi egenkapitalen gjerne ikke er representativ for fremover i tid. Formelen for ROE (Return On Equity) ser slik ut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Tabell 5 - Egenkapitalrentabilitet

NOK	2015	2016	2017	2018
Res. før skatt	-115 675	1 213 002	601 309	10 731 250
Gj.sn egenkap.	184 325	1 734 869	2 961 007	11 886 533
ROE før skatt	-62,75%	69,92%	20,31%	90,28%

Cutters har gjennom sin levetid hatt positiv lønnsomhet til egenkapitalen bortsett fra i oppstartsåret. Endringen i egenkapital var først økende, så nedadgående og til oppadgående igjen. Vi ser også at det har vært store svingninger i resultat før skatt. Forklaring på svingende ROE-verdi skyldes varierende driftsmessige resultat. Dette kan forklares med at Cutters har hatt en enorm vekst fra start, åpnet nye butikker med høy frekvens og har måtte etablere nye teknologi ettersom de har vokst. På bakgrunn av dette vil det være utfordrende å estimere normalverdi på ROE. ROE er større enn ROA for Cutters i samme periode. Dette bør den også være da egenkapitalen bærer en høyere risiko enn fremmedkapitalen (Baksaas og Hansen, 2010).

6.3.4 ROIC

ROIC (Return On Invested Capital) brukes som et mål på hvor mye et selskap har tjent på sine investeringer. Når man brukes ROIC som et prestasjonsmål så er det interessant å sammenligne det med WACC. Hvis selskapet skal ha en positiv avkastning på investert kapital må ROIC være større enn selskapets WACC. Hvis selskapet får en høyere ROIC en WACC så vil det si at selskapet greier å forvalte aksjonærenes verdier på en god måte. Formel fra (Koller et al., 2010).

$$\text{ROIC}_t = \frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{IC}_{t-1}}$$

Tabell 6 - ROIC (Return on invested capital)

NOK (Tall i hele tusen)	2017	2018
NOPLAT	1 674	10 915
IC	15 341	37 189
ROIC	10,9 %	29,3 %

6.4 Likviditetsanalyse

Selv om et selskap er lønnsomt, så trenger ikke det å bety at de kan betale forpliktelsene sine. Likviditetsanalysen sier noe om i hvilken grad selskapet har midler for å betale forpliktelsene sine ved forfall. En stor driver som påvirker likviditetsproblemer, er den kortsiktige gjelden og det vil ofte være lurt å nedbetale den først. For å betale den kortsiktige gjelden benyttes i hovedsak selskapets omløpsmidler. På bakgrunn av dette blir forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld viktig (Baksaas & Hansen, 2010). Man deler ofte likviditetsanalysen opp i likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

6.4.1 Likviditetsgrad 1

Det sies at likviditetsgrad 1 bør være større eller like 2 og nøkkeltallet betegnes ofte som balanselikviditet hos selskapet. Formelen som brukes er:

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

Omløpsmidlene bør være dobbelt så store som den kortsiktige gjelden det vil si at halvparten av omløpsmidlene finansieres av langsiktig kapital (Baksaas & Hansen, 2010).

Tabell 7 - Likviditetsgrad 1

NOK	2015	2016	2017	2018
Omløpsmidler	207 782	3 757 457	16 035 208	33 870 484
Kortsiktig gjeld	93 270	1 910 920	20 975 075	39 095 754
Likviditetsgrad 1	2,23	1,97	0,76	0,87

Vi ser at Cutters har hatt en bra likviditetsgrad 1 de to første årene, men så falt betraktelig. Det er vanskelig å vite spesifikt hva som har gjort at den kortsiktige gjelden har steget såpass da det ikke står spesifisert i regnskapet. Det er nærliggende å tro at de med den veksten de har hatt har måttet gjøre betydelig investeringer for å kunne drifte på størrelsen som de er nå. De har særlig investert i teknologien de bruker.

6.4.2 Likviditetsgrad 2

Det sies at likviditetsgrad 2 bør være større eller lik 1 og dette nøkkeltallet betegnes ofte som kasselikviditet. Formelen som brukes er:

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

De mest likvide omløpsmidlene bør være minst like store som den kortsiktige gjelden. Disse omløpsmidlene er normalt sett bestående av alle omløpsmidler fratrukket eventuelt varelager (Baksaas & Hansen, 2010).

Tabell 8 - Likviditetsgrad 2

NOK	2015	2016	2017	2018
Mest likv. oml	195 489	3 538 569	15 924 579	33 326 145
Kortsiktig gjeld	93 270	1 910 920	20 975 075	39 095 754
Likviditetsgrad 2	2,10	1,85	0,76	0,85

Her igjen ser vi at Cutters har en veldig sterk likviditetsgrad 2 de to første årene, for deretter å falle. Den har bedret seg litt igjen det siste regnskapsår, selv om den er lavere enn 1 så er graden forholdsvis tilfredsstillende.

Oppsummert er det ingenting som tyder på en urovekkende utvikling av likviditeten til Cutters. Gjennomføringen av likviditetsanalysen bidrar til en pekepinn på hvorvidt selskapet ser ut til å få problemer med likviditeten. På den andre siden er det for vekstselskaper en rekke grunner til at likviditeten fremover kan utvikle seg i ulike retninger utover det vi bidrar med av forståelse.

6.5 Finansiering og soliditetsanalyse

6.5.1 Finansieringsgrad

Langsiktig kapital defineres som summen av egenkapital og langsiktig gjeld. For å avdekke hvor stor andel av anleggsmidlene som dekkes av langsiktig kapital, benytter vi oss av nøkkeltall i finansieringsgrad 1 (Baksaas & Hansen, 2010). Formelen ser sånn ut:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Tabell 9 - Finansieringsgrad 1

NOK	2015	2016	2017	2018
Anleggsmidler	69 813	1 557 387	11 243 133	30 310 165
Egenkapital	184 325	3 285 412	2 636 602	21 136 464
Langsiktig Gjeld	0	118 512	3 666 664	3 948 430
Finansieringsgrad 1	0,38	0,46	1,78	1,21

Ut ifra finansieringsgrad 1 får vi et innblikk i hvilken grad anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital, og graden bør være mindre enn 1 (Baksaas & Hansen, 2010). Ut ifra

tallene så kommer Cutters godt ut de to første årene. For å så stige kraftig, før det bedres igjen og går riktig vei ned mot 1 igjen.

Videre er det interessant å se på arbeidskapitalen til Cutters. Baksaas og Hansen (2010) sier at arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Videre sier de at minstekravet for en sunn finansiering innebærer at anleggsmidler og deler av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital.

Tabell 10 - Arbeidskapital

NOK	2015	2016	2017	2018
Omløpsmidler	207 782	3 757 457	16 035 208	33 870 484
Kortsiktig gjeld	93 270	1 910 920	20 975 075	39 095 754
Arbeidskapital	114 512	1 846 537	- 4 939 867	-5 225 270

Arbeidskapitalen til Cutters startet bra. Fra 2017 ble den negativ og trenden har fortsatt. Vi ser at den kortsiktige gjelden har økt mye for hvert år. Dette er ren regnskapsmessig arbeidskapital og vi vil senere i oppgaven komme tilbake til utarbeidelsen av arbeidskapital som er normal å bruke i sammenheng med verdsettelsen.

6.5.2 Soliditet

Soliditetsanalysen gir en oversikt over selskapets evne til å tåle fremtidige tap (Kristoffersen, 2016). I analysen bruker man forholdstallene egenkapitalprosent, gjeldsgrad og rentedekningsgrad. Formelen for egenkapitalprosent er slik:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \cdot 100$$

Egenkapitalprosent er det mest relevante nøkkeltallet i vurderingen av finansieringsstrukturen og er relevant for investorer som ikke ønsker å sette pengene sine på spill (Baksaas & Hansen, 2010). Hvis selskapet har en høy egenkapitalprosent så er soliditeten sterk. En

egenkapitalprosent på 30 vil ses på som bra, men hvis den synker under 10 så vil den være svært lav (Kristoffersen, 2016).

De to første nøkkeltallene vi ser på henger sammen og er gjeldsgrad og egenkapitalandel. Formelen for disse er:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \cdot 100}{\text{Totalkapital}}$$

Gjeldsgraden forteller om forholdet mellom gjeld og egenkapital og sier hvor stor andel av kapitalen som er finansiert utenfra (Kristoffersen, 2016). Hvis selskapet har en lav gjeldsgrad har de en god soliditet og en lavere sannsynlighet for å gå konkurs. Videre forteller egenkapitalandelen oss om forholdet mellom egenkapital og totalkapital. Dersom egenkapitalandelen er høy viser det til bedre soliditet.

Er gjeldsgraden 1, vil egenkapitalandelen være 50 prosent. Øker gjeldsgraden, vil egenkapitalandelen reduseres (Kristoffersen, 2016). Det vil derfor være gunstig å studere utviklingen av disse nøkkeltallene i samme tabell.

Tabell 11 - Egenkapitalandel

NOK	2015	2016	2017	2018
Gjeld	93 270	2 029 432	24 641 739	43 044 184
Egenkapital	184 325	3 285 412	2 636 602	21 136 464
Totalkapital	277 595	5 314 844	27 278 341	64 180 648
Gjeldsgrad	0,51	0,62	9,34	2,04
Egenkapitalandel	66,40%	61,82%	9,67%	32,93%

De to første årene er stabile, før det skjer store forandring. Gjeldsgraden øker mye og egenkapitalandelen synker kraftig i 2017, før det stabiliserer seg litt igjen i 2018.

Oppsummert er det lite som tyder på at selskapet per 2018 er i en stabil tilstand. Det har vært

store variasjoner siden 2015. Historisk økning i egenkapital kan, med unntak av 2018, i hovedsak tilskrives overkursfond i forbindelse med aksjetegninger.

Videre ser vi på rentedeckningsgrad som har fokuset sitt på resultatregnskapet (Kristoffersen, 2016). Formelen defineres slik:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}}{\text{Finanskostnader}}$$

Rentedeckningsgraden forteller om hvor godt selskapet greier å betale rentekostnader knyttet til lån. Den burde ha en minimums verdi høyere enn 1 og helst opp mot 2-3. Har selskapet en rentedeckningsgrad på nøyaktig 1 så betyr det at overskuddet fra driften og finansinntektene i sin helhet går med på å betale rentekostnadene. Følgelig vil en rentedeckningsgrad lavere enn 1 tilsa at selskapet går med underskudd (Kristoffersen, 2016).

Tabell 12 - Rentedeckningsgrad

NOK	2015	2016	2017	2018
Driftsresultat		1 212 892	763 456	10 815 053
Finansinntekter		5 399	9 009	131 070
Finanskostnader		5 289	171 156	214 872
Rentedeckningsgrad	-	230,34	4,51	50,94

Cutters har hatt en høy rentedeckningsgrad i 2016 og 2018. Dette viser at rentekostnadene blir håndtert på en god måte, og de har muligheten til å øke gjelden sin i fremtiden.

6.5.3 Oppsummering

Tabell 13 - Oppsummering regnskapsanalyse

NOK	2015	2016	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	-	43,57%	4,74%	23,94%
Egenkapitalrentabilitet	-62,75%	69,92%	20,31%	90,28%
Likviditetsgrad 1	2,23	1,97	0,76	0,87
Likviditetsgrad 2	2,10	1,85	0,76	0,85
Finansieringsgrad 1	0,38	0,46	1,78	1,21
Arbeidskapital	114 512	1 846 537	- 4 939 867	-5 225 270
Egenkapitalandel	66,40%	61,82%	9,67%	32,93%
Gjeldsgrad	0,51	0,62	9,34	2,04
Rentedekningsgrad	-	230,34	4,51	50,94

Tabell 14 - Bransjeanalyse

Selskap	Cutters		Nikita		Adam og Eva Frisør AS	
År	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Totalkapitalrentabilitet	4,74%	23,94%	31,59%	30,40%	4,48%	9,61%
Egenkapitalrentabilitet	20,31%	90,28%	287%	295%	31,00%	44,00%
Likviditetsgrad 1	0,76	0,87	0,64	0,62	0,74	0,97
Likviditetsgrad 2	0,76	0,85	0,36	0,30	0,54	0,75
Finansieringsgrad 1	1,78	1,21	3,90	3,65	2,32	1,08
Arbeidskapital	- 4 939 867	-5 225 270	-40 758 000	-36 233 000	- 5 631 000	-460 000
Egenkapitalandel	9,67%	32,93%	9,49%	10,80%	16,51%	27,76%
Gjeldsgrad	9,34	2,04	9,53	8,25	5,05	2,60
Rentedekningsgrad	3,51	49,94	60,56	49,82	386,33	378,16

Tabellen ovenfor viser nøkkeltall for Cutters og deres to mest sammenlignbare selskaper i frisørbransjen. Likhetsstrekkene ved negativ arbeidskapital og forholdsvis lik likviditetsgrad kan vise til sammenlignbar finansieringsstruktur og et bransjekjennetegn. De har også sammenlignbar egenkapitalandel, men man ser at Cutters for regnskapsår 2018 har hatt en solid økning i egenkapitalandel. Denne kan i hovedsak tilskrives overkursfond i forbindelse med utstedelse av aksjer. Jevnt over er det ingen urovekkende signaler hva gjelder nøkkeltallene. Det er samtidig verdt å nevne at de sammenlignbare selskapene har lengre rekke av driftsår, mens Cutters er et forholdsvis nytt selskap i vekst.

7 Avkastningskrav

7.1 Innledning

Kaldestad og Møller (2016) forteller at det finnes flere modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, men i praksis er det kapitalverdimodellen og total kapitalverdimodellen som brukes mest. Man sier at avkastningskravet hos et selskap er den avkastningen som er nødvendig over tid for å trekke kapital til selskapet. Videre så vil det si noe om hvor stor avkastning en investor kan forvente seg og kompenseres for når de investerer i et selskap med det samme risikoforholdet (Gjesdal & Johnsen, 1999). Når man skal beregne dette for Cutters kan det være vanskeligere å beregne risiko når man ikke har et godt sammenligningsgrunnlag hos andre selskaper.

Vi kommer til å bruke avkastningskravet til total kapitalen (WACC) videre i oppgaven.

7.2 Totalkapitalkrav

Totalkapitalen er den samlede kapitalen som er investert i et selskap og utgjør summen av egenkapital og gjeld. Når vi skal gjennomføre verdivurderingen av Cutters så må vi finne totalavkastningskravet (Gjesdal & Johnsen, 1999). WACC står for vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad og tar utgangspunkt i et vektet avkastningskrav til egenkapitalen og gjelden. Formel fra (Koller, Goedhart & Wessels, 2015).

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e$$

- k_e = Egenkapitalkostnaden
- k_d = Lånekostnaden
- E = Markedets verdi på selskapets egenkapital
- D = Markedet verdi på selskapets gjeld
- $V = E + D$ = Markedets verdi på egenkapital + gjeld
- E/V = Andel av selskapet som er finansiert ved egenkapital
- D/V = Andel av selskapet som er finansiert ved gjeld
- T_m = Skattesats

For å regne ut totalkapitalkostnaden må man finne egenkapitalens kapitalkostnad, markedsverdien til selskapets egenkapital og gjeld, gjeldskostnaden og skattesats.

7.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten ses på som et mål på optimal avkastning uten risiko. Litteraturen sier at et godt estimat når man skal bestemme risikofri rente er at man benytter statsobligasjoner (Boye, 1998). Videre må det gjøres en vurdering av hvilken lengde man skal ha på statsobligasjonen. Dette vil bli påvirket av levetiden til investeringen. Årsaken til dette er at valget av lengde på risikofri rente har betydning for avkastningskravets størrelse (Kaldestad & Møller, 2016). De lange rentene varierer mindre enn en kort rente, og dersom et ønske om et stabilt avkastningskrav legges til grunn, kan en statsrente med 5- eller 10-årig løpetid virke som et fornuftig valg (Kaldestad & Møller, 2016). På grunnlag av dette mener vi at en rente fra statsobligasjoner med 10 års løpetid kan være et rimelig utgangspunkt.

Den risikofrie renten har de siste årene vært lav, og ifølge Norges Bank er renten for statsobligasjoner med 10 års løpetid pr. 02.04.2020 på 0,62 prosent. Dette er en ekstremt lav rente, men skyldes i stor grad «Covid-19» pandemien som herjer i verden. Hvis man ser litt bakover i tid, så vil det være mer riktig og bruke en høyere rente og vi har derfor valgt å bruke 1,41 prosent i verdsettelsen vår (Norges-Bank, u.å).

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedspremien ses på som en kompensasjon til investorer for at de tar større risiko enn risikoen for statsobligasjoner. Man baserer markedspremien på premier hvor man prognostiserer utviklingen basert på tidligere utvikling (Boye & Meyer, 2008). I tillegg har man som forutsetning at krav til fremtidig risikopremie tilsvarer historisk risikopremie og gjennom markedsporteføljen av selskapene på børs kan man finne ut hvilken avkastning man kan vente seg (Gjesdal & Johnsen, 1999).

PWC gjennomfører en årlig undersøkelse av risikopremien i det norske markedet og viser til en uendret markedsrisikopremie i Norge lik 5 prosent for 2019. På bakgrunn av faglitteraturen og undersøkelser, velger vi derfor å anta en risikopremie på 5 prosent som en rimelig antakelse i våre beregninger. Siden 2012 har markedsrisikopremien variert fra 4,9-5,2 prosent. (PWC, 2019).

7.2.3 Likviditetspremie

Enkelte aksjer er mindre omsettelige enn andre. Eksempler på dette kan være aksjer fra mindre børsnoterte selskaper eller aksjer fra selskaper som ikke er børsnoterte. På grunn av dette er det ikke uvanlig å legge til en likviditetspremie. I følge Bøhren, Michalsen og Norli (2017) vil et slikt fradrag legges til i verdsettelsen enten ved et prosenttillegg i kapitalkostnaden eller ved å trekke fra en viss prosent i nåverdien. Videre hevder de at typiske prosenttillegg er 5 prosent i kapitalkostnaden eller 30 prosent fratrukket av nåverdien. *“Likviditetspremien skal kompensere investor fra innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, dvs. at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av aksjen”* (Kaldestad & Møller, 2016, s.171). Følgelig vil avkastningskravet bli noe høyere enn det ville vært uten en likviditetspremie. Selskaper med lav aksjelikviditet betaler ut en større del av overskuddet enn børsnoterte selskaper, dette på bakgrunn av at det er dyrere å gjøre formuen mer likvid i unoterte enn noterte selskaper (Bøhren et al., 2017).

7.2.4 Estimering av Beta

En beta verdi sier noe om en enkelt aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert den er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016). Et selskap med høy beta, vil ha høy forretningsrisiko og høy finansiell risiko, mens et selskap med lav forretningsrisiko og lav finansiell risiko vil ha en lav beta (Dahl & Boye, 1997). For aksjer som er børsnoterte, vil betaen som regel variere mellom 0 og 2. Snitt er per definisjon 1.

Det finnes forskjellige metoder å beregne betaen. Kaldestad og Møller (2016) mener at en regresjonsanalyse eller en sammenligning av selskaper i samme bransje er to gode metoder å bruke. Grunnen for disse metodene er at det skal være vanskeligere å manipulere, siden det krever mindre subjektive vurderinger. Koller et al. (2015) sier at den mest anvendte metoden for å estimere betaverdien er:

$$R_i = \alpha + \beta \cdot R_m + \varepsilon$$

- R_i = Selskapets avkastning på egenkapitalen
- α = Regresjonenes konstantledd
- β = Selskapets råbeta
- R_m = Markedsporteføljens avkastning
- ε = Regresjonens feilterm

Det anbefales av Bøhren et al. (2017); Koller et al. (2015) at når man bruker regresjon så burde denne inneholde minst 50-60 månedlige observasjoner. Dette støttes også opp av Kaldestad og Møller (2016) som også sier at det burde brukes lange tidsintervall. Dette på grunn av at man lettere kan identifisere likheter mellom indeksen og selskapet. Hvis man derimot bruker korte tidsintervaller kan disse være gjenstand til statistisk kortsiktig støy som kan påvirke betaen.

Siden vi ser på et unotert selskap så er det foreslått å bruke en beta som er et gjennomsnitt av bransjen selskapet opererer i. Dette på grunn av at et gjennomsnitt vil jevne ut svingningene et selskap i startfasen kan ha, gjøre tallene mer stabile og ta bort individuelle målefeil som kan komme frem (Koller et al., 2010). Ingen av de norske frisørkjedene er børsnotert, så vi må se til en mer generell bransje som driver med lignende virksomhet. Her er det også ting å ta hensyn til. Bransjen eller selskapet man velger burde ha samme forretningsrisiko, en tilsvarende størrelse og en lik kostnadsstruktur.

7.2.5 Avkastningskrav til totalkapitalen

Når selskapet man ser på er finansiert med egenkapital og gjeld er det nødvendig å beregne et avkastningskrav for hele kapitalen tilhørende virksomheten. *“Totalavkastningskrav kan defineres som den avkastning en representativ investert krone må gi over tid for å betjene kravet fra både kreditorer og eiere”* (Dahl et al, 1997, s 49). Kravet man har til kreditor og eiere vil ha ulik risiko, som også vil si at den forventete avkastning vil være ulik. Vi kan derfor estimere selskapets avkastningskrav til totalkapitalen ved å vekte de ulike finansieringskildene basert på deres verdi og forventede avkastning (Kaldestad & Møller 2016).

For å beregne dette benytter man seg av WACC. Dette kommer vi tilbake til ved estimering av til totalkapitalen.

Videre ser vi på fastsettelsen av avkastningskravet. Det er en trinnvis prosess for å fastsette det vi mener er et fornuftig avkastningskrav til anvendelse i den påfølgende verdivurderingen. Dette innebærer en gjennomgang av gjeldsandel, gjeldskostnad, egenkapitalandel, skattesats og betaverdi.

7.3 Egenkapital- og gjeldsandel

Ved beregning av avkastningskrav til totalkapitalen skal man benytte seg av markedsverdien til egenkapitalen, heller enn den bokførte egenkapitalverdien (Damodaran, 2012). Dette innebærer at man på den ene siden bruker WACC til å finne verdien på selskapet og dets egenkapital samtidig som man må ha kjennskap til markedsverdien av egenkapitalen for å beregne WACC. Dette gjør at vi må benytte oss av en alternativ måte for å finne markedsverdien til egenkapitalen. Vi har valgt å bruke P/E multiplikatoren for å finne markedsverdien av egenkapitalen. Damodaran (u.å) har oversikt over en rekke multiplikatorer etter bransje og land. I bransjen “Business and Consumer services” for Vest-Europa som vi mener er mest passende for frisørbransjen vises det til en P/E-multiplikator på 26,11. Videre har vi også gjennomført kontantstrømbaserte verdsettelse av Nikita og Adam & Eva, som vi mener er Cutters’ mest sammenlignbare selskaper. Dette muliggjorde en utregning av gjennomsnittlig P/E multiplikator på 26,73 for Cutters og de sammenlignbare selskapene. På bakgrunn av dette valgte vi å benytte oss av Damodarans forslag.

Ved å benytte oss av P/E multiplisert med driftsresultat etter skatt fant vi markedsverdi av egenkapitalen som tilsvarer 85 prosent av totalkapitalen. Dette gir en gjeldsandel på 15 prosent. De bokførte verdiene gir naturligvis en annen fordeling på gjelds- og egenkapitalandelen. Tilknyttet gjeldskostnad fant vi en gjeldsrente for Cutters på 5 prosent.

7.4 Skattesats og betaverdi

Selskapsskatten per 2019 er 22 prosent. Det er ingen signaler om at den vil endres på et fremtidig tidspunkt.

Cutters er ikke børsnotert og har heller ikke sammenlignbare selskaper som er børsnoterte. Dette gjør de mest normale fremgangsmåtene for å finne en fornuftig beta vanskelig. Som tidligere nevnt er beta et mål på risiko relativt til markedet eller bransjen man opererer i. Frisørbransjen har en rekke likhetstrekk når man ser på regnskapstallene og de sammenlignbare selskapene til Cutters driftes med kontinuerlig overskudd. Det kan diskuteres om man har forutsetning for å anslå beta er presist enn i grovere kategorier som høy, middels og lav risiko (Kaldestad og Møller, 2016). På bakgrunn av dette hevder vi at Cutters’ risiko korrelerer veldig likt med øvrige konkurrenter i bransjen og vil benytte oss av en betaverdi til egenkapitalen på 1 i det følgende.

7.5 Fastsettelse av avkastningskrav til totalkapitalen

Tabell 15 - Markedsavkastning

	NOK
BETA	1
Risikopremie	5%
Risikofri rente	1,41%
Markedsavkastning	$0,0141+1*0,05= 0,0641$ (6,41%)

Tabell 16 - Avkastningskrav

Avkastningskrav totalkapital	Andel (tall i hele tusen)
Markedsverdi av egenkapital	284 991 (85%)
Rentebærende gjeld	43 044 (15%)
Sum totalkapital	328 035 (100%)
Markedsavkastning	0,0641 (6,41%)
Gjeldsrente	0,05 (5%)
Skatt	22%
WACC:	$0,0641*0,85+0,05*(1-0,22) *0,15 = 0,0604$
Avkastningskrav	6,04% (før eventuell likviditetspremie)

8 Verdsettelse av Cutters

8.1 Innledning

I kapitlene ovenfor har vi gjennomgått Cutters' nåværende situasjon. I verdsettelsen står selskapets historiske prestasjoner sentralt. Ved hjelp av regnskapsanalysen og den strategiske analysen har vi fått et innblikk i hvordan selskapet har prestert frem til i dag. Når verddivurderingen nå skal gjennomføres så vil vi legge til grunn det vi har funnet i analysene frem til nå, for å kunne best mulig prognostisere de fremtidige frie kontantstrømmene til totalkapitalen. Når man gjør en fremtidsvurdering av et selskap så vil det alltid være preget av en viss usikkerhet, men man får en pekepinn på hvordan ting kan utvikle seg i tiden fremover.

8.2 Forutsetninger

En verdsettelse er en sammensatt prosess som avhenger av flere ting. Et viktig moment er en vurdering av hvor langt frem i tid man mener det er hensiktsmessig å prognostisere. På grunn av usikkerhet ved estimering av fremtiden er det i teorien diskutert hvor mange år som er hensiktsmessig å legge til grunn. Mener at man burde anslå inntektene for et til to år, før man legger til en vekstrate for de påløpende tre til fem årene. Blant andre anerkjente økonomer varierer forslagene fra 5-15 års lange perioder som fornuftige utgangspunkt for prognostisering av fremtidige frie kontantstrømmer.

I denne oppgaven er det lagt til grunn en prognoseperiode på seks år hvorav fem av de inngår i den eksplisitte perioden og det sjette året blir justert med terminalverdi. Det vil si at vi forutsetter at Cutters når stabil vekst fra det femte året og at verdiskapningen følgelig har normalisert seg. Jo lengre prognoseperiode man legger til grunn, desto flere vurderinger og antakelser må tas. Vi mener derfor at dette virker som et fornuftig valg for et relativt ungt vekstselskap som Cutters.

I regnskapsloven skilles det mellom store og små foretak. Det stilles strengere krav til store foretak. Små foretak har eksempelvis forenklede krav til noter og må heller ikke utarbeide årsberetning eller kontantstrømoppstilling. Små foretak må to år på rad oppfylle to av disse tre kravene; salgsinntekter mindre enn 70 millioner kroner, balansesum mindre enn 35 millioner kroner og de må ha færre enn 50 ansatte målt i gjennomsnittlig antall årsverk i

regnskapsåret. Cutters er per dags dato å regne som et stort foretak da de overskrider disse kriteriene, men det er først ved neste regnskapsår de har overskredet kravene to år på rad. Med andre ord har Cutters' i forbindelse med denne verdsettelsen vært å anse som et lite foretak hva gjelder regnskap, kontantstrømoppstilling og noteinformasjon. Det innebærer at informasjonen som er tilgjengelig ikke er av optimal art. Eksempelvis ville det vært ønskelig med mer informasjon hva gjelder husleiekostnader, andre driftskostnader og annen kortsiktig gjeld. Mer detaljert informasjon om disse postenes innhold ville gjort verdsettelsen mer treffsikker enn den er. Disse postene har i ulik grad utslagsgivende effekt på verdsettelsen, spesielt tilknyttet hvordan eller hvor store andeler av postene som skal klassifiseres som henholdsvis finansiell eller operasjonell. Dette igjen påvirker utarbeidelse av arbeidskapital og hvor mye operasjonell leasing som skal regnes inn. Disse forutsetningene lagt til grunn, har gjort arbeidet mer tidkrevende og utfordrende enn ved verdsettelse av et selskap med rik tilgang på fyldig regnskapsinformasjon og driftshistorikk.

8.3 Fremtidsutsikter

Å forutsi fremtiden er særdeles utfordrende, og ingen kan med sikkerhet si at de vet hva som vil ta plass på et senere tidspunkt. I forbindelse med en verdsettelse er det en nødvendighet å skape seg en forståelse av selskapets tilstand for å få en pekepinn på fremtidsutsiktene. Dette er en forutsetning for at prognostiseringen skal ha et fundament. Ved hjelp av analysene som er gjort har vi sett på tilgjengelig informasjon om selskapet. Den strategiske analysen talte for at Cutters har bidratt til å skape høyere etableringsbarrierer i frisørbransjen og at de er i grenseland hva gjelder å inneha et konkurransefortrinn. Regnskapsanalyse til forholdsvis nyetablerte selskaper kan av varierende grad være en bidragsyter i forståelsen av selskap. For Cutters' del ser man en tydelig trend i stadig bedrende nøkkeltall. Et holistisk syn på bakgrunn av de analysene som er gjort underbygger tanken om at Cutters virker godt rustet i tiden fremover.

Et aspekt som er relevant for fremtidsutsiktene og som er vanskelig å hensynta i adekvat grad, er uforutsette hendelser eller reguleringer som Cutters ikke har noen innflytelse over. Aktuelle eksempler på dette er offentlige helsereguleringer og Koronakrisen. Det har lenge vært en diskusjon i frisørbransjen om hvorvidt frisørsalonger skal pålegges å ha innlagt vann. Dette berører Cutters forretningsmodell og kostnadsfortrinn i sterk grad og vil i så tilfelle ha store innvirkninger på selskapets konkurranseevne. I lys av senere tids hendelser knyttet til

koronakrisen, ser vi igjen at uforutsette hendelser har stor innvirkning på de aller fleste selskaper. Dette er situasjoner som i de fleste tilfeller vil være umulig å sikre seg mot. Hvordan koronakrisen har påvirket Cutters vil bli hensyntatt i sensitivitetsanalysen senere i oppgaven.

Oppsummert hjelper selskapsgjennomgang og analysene som er gjennomført å gi en pekepinn på hvor godt rustet Cutters er i møte med fremtiden. Det er uansett hevet over enhver tvil at fremtiden er gjenstand for usikkerhet.

8.3 Sentrale poster, utfordringer og løsninger

8.3.1 Leasingkostnader

Å finne leasingkostnadene for Cutters viste seg å være utfordrende. Leasingkostnadene som er lagt til grunn er kostnader tilknyttet husleie. Disse inngår i posten som heter andre driftskostnader, som er å karakterisere som en “sekkepost”. Nøyaktig hvor stor andel husleiekostnadene utgjør av andre driftskostnader vites ikke. For å bøte på denne utfordringen valgte vi en alternativ fremgangsmåte. Ved hjelp av en tidslinje over Cutters’ tilvekst av nye salonger kunne vi finne et forholdstall mellom butikkvekst og leasingkostnader. Regnskapsårene for 2016, 2017 og 2018 ble lagt til grunn og det er tenkelig at størsteparten av andre driftskostnader for 2016 knytter seg til husleie. For 2017 og 2018 har de antakeligvis i takt med vekst, opplevd en økning i andre kostnader som knytter seg til eksempelvis markedsføring. Det er på bakgrunn av disse vurderingene og undersøkelser lagt til grunn at husleie per år i snitt er omtrent 400 000,- for hver salong.

8.3.2 Kasse/bank/post

Denne posten er stor for Cutters. I utgangspunktet er denne å klassifisere som finansiell, men deler av denne posten kan argumenteres for at er operasjonell. De aller fleste selskaper trenger noe likviditet i sin daglige drift dersom man betaler leverandørene før man får oppgjør fra kundene. Kontantbeholdningen kan med andre ord deles inn i det som kalles overskuddslikviditet og driftslikviditet. Det som hører inn under driftslikviditet og som skal inngå som arbeidskapital er den nødvendige driftslikviditeten som nevnt ovenfor. Typisk får man lav eller null avkastning på denne likviditeten. Likviditetsbehovet varierer fra bransje til

bransje. En normal tilnærming er å si at gjenværende bankinnskudd etter at arbeidskapitalen er normalisert og skattetrekkmidler er fratrukket, er en finansiell eiendel.

I kjøpsituasjoner vil økt kontantbeholdning gi økt salgsvederlag av selskapet. Med andre ord vil selger ønske en vid definisjon av kontanter og likvide midler, mens kjøper bare vil betale for likvide midler som er fritt disponible for selskapet. I forbindelse med denne verdsettelsen argumenterer vi for at kontantbeholdningen knytter seg til drift. Vi har delt inn denne posten i driftslikviditet og skattetrekkmidler og disse inngår i de operasjonelle eiendelene.

8.3.3 Annen kortsiktig gjeld

Det er ikke unormalt at feriepengene inngår i "sekkeposten" annen kortsiktig gjeld. Det er her tatt en forutsetning om at feriepengene for Cutters er bakt inn i denne posten. Det er derfor lagt til grunn 10,2 prosent av lønnskostnadene som feriepengene. Disse er ikke rentebærende og inngår derfor i operasjonell kortsiktig gjeld og arbeidskapital.

8.3.4 Immaterielle eiendeler

Ethvert selskap har to typer eiendeler, eiendeler som kan berøres fysisk, og eiendeler uten fysisk substans. Eiendeler som ikke er av fysisk karakter, de usynlige verdiene, omtales som immaterielle eiendeler. Bruken av dette begrepet tilskrives gjerne ideer og erfaringer til mennesker i form av tanker.

Immaterielle eiendeler deles gjerne inn i to kategorier; identifiserbare eiendeler som representerer en synlig post i balansen, og uidentifiserbare eiendeler som inngår i selskapets opparbeidede goodwill, og som gjenstår som en del av selskapets totale markedsverdi. Spesielt for kunnskapsbedrifter utgjør identifiserbare immaterielle eiendeler en vesentlig del av selskapets totale verdi, selv om disse ikke kommer til uttrykk i selskapets balanse.

Motivasjonen bak selskapets investering i egen forskning og utvikling av immaterielle eiendeler, er forventningene til at investeringen vil stimulere til en fremtidig verdiskapning i form av økonomisk utvikling og vekst. Begreper som hører inn under denne kategorien og som i økende grad er viktige nøkkeldrivere for å oppnå konkurransefortrinn er eksempelvis; teknologi, varemerker, renommé og kundelojalitet. Dagens økonomi er gjenstand for forandring og stadig flere selskaper tilbyr tjenester heller enn fysiske produkter (Roos, Fernström & Pike, 2005). Det er ikke lengre forbedring av produksjonslinjene som er

avgjørende for verdiskapingen, men utviklingen av kompetanse og innovasjon som gjør at man evner å tilfredsstille kravene fra dynamiske markeder.

Immaterielle eiendeler er beheftet med betydelig usikkerhet. Slike eiendeler er vanskelig å verdsette. Det skiller seg fra verdsettelse av fysiske driftsmidler og finansielle eiendeler. En immateriell eiendel har ofte mangel på økonomisk nåverdi, spesielt dersom eiendelen er under utvikling. Med økonomisk nåverdi er det implisitt at den er omsettelig og har positiv likvidasjonsverdi. Ifølge norsk regnskapsstandard (NRS) skal utgifter til tilvirkning av identifiserbare immaterielle eiendeler balanseføres fra det tidspunkt det er sannsynlig at utviklingsarbeidet vil resultere i en identifiserbar eiendel for selskapet. For Cutters' del kommer dette til synet i form av regnskapsposten forskning- og utvikling i regnskapsåret 2018. Denne fremstår som en forholdsvis beskjeden post og vi ser at investeringskostnaden tilknyttet deres utvikling av teknologi og forretningsmodell beløper seg til 3,5 MNOK. Cutters er kjent for å være et innovativt og fremoverlent selskap som har blitt kjent for sin nytenkende forretningsmodell og innovative bruk av teknologi. Det er derfor nærliggende å anta at en regnskapsmessig verdsettelse ikke i tilstrekkelig grad vil hensynta de underliggende verdiene i selskapets immaterielle eiendeler som teknologiutvikling og forretningsmodell.

8.3.5 Vekst

En av de største utfordringene i forbindelse med verdsettelsen av Cutters er hvordan man skal vurdere fremtidig vekst. For et forholdsvis nytt selskap som Cutters krever det gjerne flere antakelser og vurderinger enn det gjør for et modent selskap med fyldigere driftshistorikk. I litteraturen fremgår det at det kan være formålstjenlig for unge selskaper med lengre eksplisitt periode og enn for modne selskaper. I denne oppgaven legges det til grunn fem års eksplisitt periode før selskapet når terminalåret og stabil vekst i det sjette året.

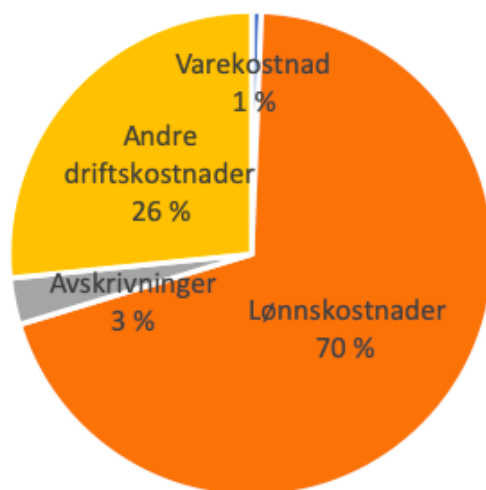
For Cutters' del viser tidligere regnskapstall og driftshistorikk til en voldsom vekst. Det er derfor naturlig med en vurdering av når veksten eventuelt vil avta og hvor stor veksten frem til da skal være. Å benytte seg av tall fra tidligere regnskapsår blir lite nyttige. Vi har derfor funnet forholdstall som knytter seg til nyåpning av salonger. Vi har funnet gjennomsnittstall for både inntekt, kostnad, klipp o.l., per salong. I tilknytning til dette er det gjort noen kvalifiserte antakelser om fremtidig tilvekst av nye salonger. De første årene etter regnskapsåret 2018 vet vi noenlunde hvordan salongveksten ser ut, mens man etter 2020 må legge til grunn noen antakelser. Informasjonen rundt tilvekst av nye salonger er innhentet fra

Cutters selv og andre medier. Vekstratene for inntekter og kostnader i eksplisitt periode bestemmes derfor av årlig tilvekst av nye salonger.

8.4 Driftsinntekter og kostnader historisk regnskapstall

Vi begynner med å se på de historiske driftsinntektene og kostnadene til Cutters. Disse vil bli lagt til grunn når vi skal estimere utviklingen i tiden fremover.

Driftskostnader Cutters AS 2018



Figur 6 - Driftskostnader Cutters

Tabell 17 - Historisk vekst i driftsinntekter og kostnader

NOK	2015	2016	2017	2018	Gjennomsnitt Vekstrate (2017- 2018)
Driftsinntekter	177 160	10 468 740	67 241 418	156 406 845	
Vekstrate	→	5814,69%	542,29%	132,61%	337,45%
Driftskostnader	292 875	9 255 847	66 477 962	145 591 792	
Vekstrate	→	3060,34%	618,23%	119,01%	368,62%
Lønnskostnader	52 266	5 053 704	46 335 944	101 708 316	
Vekstrate	→	9569,20%	816,87%	119,50%	468,19%
Varekostnader	9 889	571 938	609 841	942 342	
Vekstrate	→	5683,58%	6,63%	54,52%	30,57%
Avskrivninger	3 600	183 300	1 134 200	4 534 700	
Vekstrate	→	4991,67%	518,77%	299,81%	409,29%
Annen Driftskostnad trukket fra husleie	227 119	653 498	11 090 000	22 002 000	
Vekstrate	→	187,67%	1598,32%	98,39%	848,36%

Det er lett å se at Cutters har hatt en utrolig vekst siden start året sitt i 2015. Alle postene har økt mye, men vi ser at økningen har begynt å stagnere fra 2018. Dette forklarer hvorfor det er lite formålstjenlig å benytte seg av historisk vekstrate i forbindelse med prognostiseringen. Derfor er det en nødvendighet med alternative fremgangsmåter.

8.5 Driftsresultat før og etter skatt fremtidig estimering

Under er vår videre estimering av regnskapspostene og driftsresultatet til Cutters de neste fem årene. Vi ser at de vil fortsette med en solid økning ut år 2020, før vi har estimert at de vil begynne å gå mot en mer stabil fase med jevn vekst.

Tabell 18 - Fremtidig estimert av driftsresultat

NOK (tall i hele tusen, unntatt salong)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Antall salonger	42	72	82	87	92	97
Driftsinntekter	156 407	268 126	305 366	323 986	342 606	361 226
Lønnskostnad	101 708	174 357	198 573	210 681	222 789	234 897
Varekostnad	942	1 615	1 839	1 951	2 063	2 176
Avskrivninger	4 535	7 774	8 854	9 394	9 934	10 474
Annen driftskostnad	22 002	37 718	42 956	45 576	48 195	50 814
Husleie	16 800	28 800	32 800	34 800	36 800	38 800
Rente lease	3 360	5 760	6 560	6 960	7 360	7 760
EBIT	13 780	23 623	26 904	28 544	30 185	31 825
Skatt 22%	3 169	5 197	5 919	6 280	6 641	7 002
NOPLAT	10 611	18 426	20 985	22 265	23 544	24 824
Vekstrate lik for alle postene		41,67%	12,20%	5,75%	5,43%	5,15%

I fremtidsprognostiseringen har vi lagt til grunn forholdstall som er omsetningsavhengige i vekstantakelsen. Disse baserer seg igjen på tilvekst av salonger. En svakhet med denne fremgangsmåten kan være at inntekter og kostnader blir av stabil art. Implisitt medfører dette at man ikke tar hensyn til potensiell produktivitetsøkning og andre effektivitetsvariabler i adekvat grad.

8.6 Framtidige investeringer

Det finnes to typer investeringer; kjøp av driftsmidler og oppkjøp av selskaper. Investering i driftsmidler innebærer kjøp av nye maskiner, nytt utstyr, vedlikehold av salonger etc. Prognostiseringen for investeringer i varige driftsmidler for Cutters er gjort på bakgrunn av historiske investeringer i prosent av omsetningen. Det innebærer at finansieringen og kostnaden tilknyttet fremtidig vekst kommer til uttrykk i varige driftsmidler. Endring i varige driftsmidler trekkes fra den frie kontantstrømmen ved “delta VDM”. De fremtidige avskrivningene som hovedsakelig knytter seg til investeringer i varige driftsmidler øker også relativt med omsetningsøkningen.

8.7 Endring i arbeidskapital

Det er normalt å definere arbeidskapital som differansen mellom kortsiktige eiendeler og kortsiktige forpliktelser. Kaldestad og Møller (2016) forteller at en mer verdsettelsesteoretisk definisjon er *“alle poster som får sin avkastning gjennom driftsresultatet, og som ikke er varige driftsmidler”*. En bør også i forbindelse med en verdsettelse hensynta arbeidskapital som varierer og påvirkes av driften. Typiske poster som inngår i dette er driftslikviditet, varelager, kundefordringer, forskuddsbetalte kostnader og inntekter som er opptjente, men ikke fakturerte. De kortsiktige forpliktelsene som inngår er operasjonell gjeld (rentefri gjeld), herunder leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, mottatte forskudd og påløpte kostnader (Kaldestad & Møller, 2016).

Hva som inngår som arbeidskapital vil variere fra selskap til selskap. I dette tilfellet er det lagt til grunn at bankinnskuddet er delt mellom nødvendig driftslikviditet og skattetrekkmidler. Denne posten er i sin helhet derfor å regne som et operasjonelt omløpsmiddel. Videre er det verdt å nevne at Cutters har svært beskjedent varelager og tilnærmet null kundefordringer. I “sekkeposten” annen kortsiktig gjeld er det trukket ut feriepenger som inngår i arbeidskapitalen. Utover dette inngår de typiske postene på gjeldssiden i arbeidskapitalen.

Etter å ha kategorisert innholdet i arbeidskapitalen må denne prognostiseres.

Arbeidskapitalen øker mer eller mindre proporsjonalt med omsetningsveksten for et selskap (Boye & Meyer, 2008). Arbeidskapitalen er prognostisert ved å bruke “Last Twelve Months” (LTM) metode. Det innebærer at det er lagt til grunn andel arbeidskapital av Cutters’

omsetning for siste tolv måneder. Dette er mest formålstjenlig for et selskap i vekst ettersom tidligere regnskapsår gir svært fluktuerende tall (Jonassen & Møller, 2015).

Tabell 19 - Utarbeidelse av arbeidskapital

NOK (tall i hele tusen)	2015	2016	2017	2018
Sum varelager	12	219	111	544
Kundefordringer	0	63	7	0
Driftslikviditet (kasse/bank)	195	3 394	11 257	27 517
Skattetreksmidler (kasse/bank)	0	0	1 824	3 118
Sum operasjonelle omløpsmidler	207	3 676	13 199	31 179
Leverandørgjeld	34	269	3 619	6 165
Betalbar skatt	0	153	0	1 414
Skyldige offentlige utgifter	-37	1 130	6 460	11 324
Feriepenger (del av annen kortsiktig gjeld)	0	0	4 119	8 761
Sum operasjonelle kortsiktig gjeld	-3	1 552	14 198	27 664
Netto arbeidskapital	210	2 124	-999	3 515
Delta NAK		1 914	-3 123	4 513

Tabell 20 - Fremtidig estimering av arbeidskapital

NOK (i hele tusen)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Est. Arbeidskapital	3 515	6 026	6 863	7 281	7 700	8 118
Økning		2 511	837	418	419	418

8.8 Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 21 - Fremtidig estimering av fri kontantstrøm

NOK (i hele tusen)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
NOPAT	10 611	18 426	20 985	22 265	23 544	24 824
Delta NAK	-4 513	-2 511	-837	-418	-418	-418
Delta VDM	-12 219	-13 806	-4 918	-2 459	-2 459	-2 459
Delta lease	-38 400	-48 000	-16 000	-8 000	-8 000	-8 000
Sum = FCF	-44 217	-45 890	-770	11 387	12 667	13 946

Utviklingen går fra negativ til positiv fri kontantstrøm i prognostiseringsperioden. Det er ifølge våre beregninger en formidabel økning. Prognostiseringen av fremtiden er som allerede nevnt beheftet med noe usikkerhet. Det er naturlig å påpeke at det potensielt er en rekke faktorer som kan påvirke hvordan den frie kontantstrømmen vil utfolde seg i årene som kommer.

8.8.1 DCF

Når vi nå har regnet ut fri kontantstrøm til totalkapitalen, anvender vi disse sammen med avkastningskravet til totalkapitalen og vekstfaktor. I Gordons formel, som brukes for å finne terminalverdien, benytter vi inflasjonsmålet på 2,0 prosent som vekstfaktor.

Avkastningskravet til totalkapitalen er 6,04 prosent.

$$PV = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + WACC)^3} + \frac{FCF_4}{(1 + WACC)^4} + \frac{FCF_5 + \left(\frac{FCF_t}{(WACC - g)} \right)}{(1 + WACC)^5}$$

Tabell 22 - Markedsverdi av egenkapital

	1	2	3	4	5	5→
NOK (i hele tusen)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024T
NOPAT	18 426	20 985	22 265	23 544	24 824	25 320
Fri kontantstrøm	-45 890	-770	11 387	12 667	13 946	14 225
Nåverdi eksplisitt periode	-43 276	-685	9 550	10 018	10 402	
Sum eksplisitt periode	-13 991					
Terminalverdi	175 660					235 517
Enterprise value	161 669					
Rentebærende gjeld	14 431					
Markedsverdi av egenkapital	147 239					

Av tabellen ser vi at nåverdien til de frie kontantstrømmene i eksplisitt periode er nokså beskjedne. Sammenlagt utgjør disse en negativ verdi av selskapet. I tråd med blant annet Damodaran (2018) og en rekke andre forfattere ser vi at terminalverdien utgjør hele nåverdien til selskapet. Dette er ifølge dem ikke unormalt for et ungt vekstselskap. Det er heller ikke til å stikke under en stol at dette kan være problematisk for verdsettelsen. Terminalverdien skal gjenspeile selskapsverdien for gjenværende tid etter eksplisitt periode. Jo lengre frem i tid en skal prognostisere, desto større grunn til usikkerhet. Når det i dette tilfellet er slik at terminalverdien utgjør hele selskapsverdien, innebærer dette etter alt å dømme en større usikkerhet til verdiestimatet.

8.9 Alternativ verdsettelse

Vi har valgt å gjennomføre en alternativ verdsettelse med den hensikt å få en rimelighetsvurdering av verdiestimatet fra totalkapitalmetoden (Boye & Meyer, 2008). Hvis man gjennomfører flere verdsettelsesmetoder og de viser tilsvarende verdier, så har man en bedre sannsynlighet for at verdien på selskapet stemmer. Man vil også få en lavere usikkerhet i verdiestimatet man kom frem til ved totalkapitalmetoden. Den alternative metoden kan også minske sannsynligheten eller rette opp feil man kan ha gjort feil i den

første metoden. I den alternative verdsettelsen er det vanlig å bruke en komparativ verdsettelsesteknikk. Vi skal da bruke multiplikatormodellene som er beskrevet tidligere. Dette gjør vi for å få en pekepinn på hvor realistisk verdien vi fikk i totalkapitalmetoden var.

8.9.1 Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer

Når vi beregnet de fem forskjellige multiplikatorene så har vi brukt historiske regnskapstall hos Cutters, Adam og Eva og Nikita. Siden ingen av selskapene i denne bransjen er børsnotert, så finnes det ingen multiplerverdier på nett og vi måtte derfor gjøre en del beregninger hos hvert av selskapene for å komme frem til verdiene. Damodaran har som vi skrev om i kapittel 9.2 kommet frem til noen bransjespesifikke verdier og P/E verdien vi kom frem til var sammenfallende med den verdien til Damodaran.

Tabell 23 - Bransje multiplerverdier

NOK	Cutters	Adam og Eva	Nikita	Gjennomsnitt	Gjen.geometrisk
P/E	7,99	29,58	42,46	26,11	21,57
EV/EBITDA	8,83	12,49	27,74	16,35	14,52
EV/EBIT	6,84	23,07	32,75	20,89	17,29
EV/Salg	0,60	1,07	5,42	2,36	1,52
Pris/Bok	6,97	15,78	Irrelevant	11,37	

Vi ganger multiplikatorene nedenfor med de valgte verdidriverne og vi får en markedsverdi på Cutters under hver av multiplene. Alle markedsverdiene blir en del høyere enn vi fikk ved totalkapitalmetoden, men vi ser at verdiene stemmer bra overens med hva Cutters ble verdsatt i 2018 etter en emisjon som var 220 millioner kroner (E24, 2019). Det er verdt å nevne at det i forbindelse med emisjoner og øvrige selskapstransaksjoner naturligvis kan ligge andre forutsetninger til grunn. Tilgang på selskapsinformasjon i forbindelse med en selskapsgjennomgang vil eksempelvis bidra til en mer adekvat forståelse av selskapet. Således kan det være lagt til grunn helt andre forutsetninger på en rekke faktorer.

Tabell 24 - Markedsverdi Cutters ved bruk av multipler

NOK (tall i hele tusen)	Årsresultat	P/E	Markedsverdi av EK
P/E	8 365	26,11	218 410
NOK	EBITDA	EV/EBITDA	Markedsverdi av EK
EV/EBITDA	18 315	14,52	265 858
NOK	EBIT	EV/EBIT	Markedsverdi av EK
EV/EBIT	13 780	17,29	238 301
NOK	Salgsinntekter	EV/Salg	Markedsverdi av EK
EV/Salg	156 407	1,52	237 268
NOK	Bokført EK	Pris/Bok	Markedsverdi av EK
Pris/Bok	21 136	11,37	240 316

Ved anvendelse av multiplene i tabellen ovenfor er det lagt til grunn bransjegjennomsnittlig multiplerverdi. Som redegjort for tidligere i oppgaven er tilgjengelighet av sammenlignbare selskap en utfordring ved benyttelse av multipler. Vi ser av tabell 23 at multiplerverdiene varierer forholdsvis mye. Adam og Eva og Nikita er etter alt å dømme de mest sammenlignbare selskapene til Cutters i frisørbransjen og gjennomsnittlig multiplerverdi sammenfaller med Damodarans multiplereforslag.

8.10 Oppsummering av verdsettelsen

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap (Kaldestad og Møller, 2016). Vi har gjennom denne verdsettelsesprosessen måtte legge til grunn en rekke forutsetninger for å muliggjøre verddivurderingen av Cutters. Subjektive vurderinger og forutsetninger er med på å svekke validiteten til enhver verddivurdering. Når vi har vært usikre på vurderinger mener vi derimot at vi har undervurdert heller enn å overvurdere selskapet. Investorer med ekvivalent informasjon og kunnskap om Cutters vil kunne komme frem til en tilnærmet lik verdi. Vi mener at vi på bakgrunn av vår informasjonstilgang og kunnskap har kommet frem til et relativt fornuftig resultat.

8.11 Usikkerhet i verdiestimatet

Når man har utarbeidet et verdianslag til selskapet, så kan man bruke sensitivitetsanalyser for å se på usikkerheten til verdien (Boye & Meyer, 2008). I verdivurdering vi har gjennomført så bygger denne på forutsetninger på blant annet avkastningskrav, fortjeneste og videre vekst. De forskjellige verdiene i variablene har vi prøvd estimere på best mulig vis, ut ifra den informasjonen vi har hatt tilgjengelig. Det vil være lite sannsynlig at man treffer helt korrekt og variablene vil kunne endre seg. Man gjennomfører da en sensitivitetsanalyse hvor driftsmargin, avkastningskrav, beta og vekst er variabler som kan være lurt å se nærmere på. Vi endrer kun en variabel av gangen.

8.12 Valg av parametere

Det er en rekke faktorer som kan endre, eller ha innvirkning på det resultatet som er kommet frem til i verdsettelseskapittelet. Vi vil derfor i dette gjennomgå noen av de mest sentrale faktorene som kan ha innvirkning på verdiestimatet for Cutters. Først vil vi ta utgangspunkt i driftsinntektene og vise hvordan svingninger i både positiv og negativ retning vil ha innvirkning på verdien av selskapet. Deretter vil vi vise hvordan ulike antakelser og forutsetninger i forbindelse med betaverdi vil ha innvirkning på avkastningskravet, som følgelig vil gi direkte utslag på selskapsverdien. Vi vil også se nærmere på andre parametere som fremtidig vekst og utforming av avkastningskravet.

8.12.1 Endring i driftsinntektene

Omsetning, eller driftsinntekter, er gjenstand for påvirkning fra en rekke faktorer. Endres den vil også resultatet endres, noe som vil medføre endringer i både prognoseperiode og terminalverdi. Eksempler på hendelser som kan eller vil endre driftsinntektene er endring i konkurransesituasjonen, endring i kundepreferanser, selskapets strategi og vekst i fremtiden og uforutsette kriser. Dette er bare noen av antakeligvis mange påvirkende faktorer. På bakgrunn av det er det nærliggende å anta at driftsinntekter er en høyst usikker parameter i fremtiden. Derfor velger vi å vise hvordan verdien av Cutters endrer seg ved en viss endring i driftsresultatet i forhold til vårt estimat og utregning. Vi har i tabellen nedenfor satt en nedgang og oppgang på fem prosent for å se hvordan verdien av egenkapitalen endrer seg i kraft av disse forskjellene.

Tabell 25 - Endring i driftsresultat i prosent

Endring i driftsresultat	-5 %	Nåværende	5 %
Verdi av egenkapitalen	134 761	147 239	159 711

Vi ser at det er en ikke ubetydelig, ei heller kolossal, endring i verdien av egenkapitalen som følge av en endring i driftsresultatet på 5 prosent.

Som nevnt er det en rekke faktorer som kan ha innvirkning på et selskaps salgsinntekter og driftsresultat. I lys av siste tids hendelser med koronakrisen, føler vi det er naturlig å vise hvordan uforutsette hendelser som selskap ikke har noen innflytelse over kan påvirke drift og selskapsverdi. Som følge av virusutbruddet var frisørbransjen en av de første som ble pålagt nedstenging av drift. I følge Cutters selv har dette betydd et inntektstap pålydende en million kroner om dagen (E24, 2020). Multiplisert med antall tapte driftsdager gir dette et tap alene på 35MNOK i salgsinntekter. Det er vel hevet over enhver tvil at denne situasjonen er kompleks. Vi ønsker allikevel ved hjelp av figuren under å skildre hvordan en uforutsett hendelse som koronakrisen kan gjøre verdsettelsen sensitiv i estimatet. Det er tatt høyde for inntektstap og en rekke forholdstall og kostnader som er omsetningsavhengige. Det er allikevel ikke i tilstrekkelig grad hensyntatt nøyaktig kalkulering av lønnskostnad og tilførelse av offentlige subsidier (krisepakke). På bakgrunn av våre beregninger påvirker koronasituasjonen Cutters i forholdsvis stor grad i form av fri kontantstrøm og verdi av egenkapitalen. Dette er naturligvis ikke Cutters alene om, og det er nærliggende å tro at det i fremtiden vil være andre situasjoner som vil være påvirkende for verdsettelse av de aller fleste selskaper.

Tabell 26 - Markedsverdi av egenkapital etter Korona krisen

NOK	Original	Ny (Koronakrisen)
Minus i salgsinntekter		-35 000
Salgsinntekter	305 366	270 366
NOPAT	20 985	-6315
FCF	-770	-22 661
Verdi EK	147 239	123 231

8.12.2 Endring i avkastningskrav

Den andre variabelen vi vil se på er avkastningskravet som er definert som WACC. Vi har valgt å endre avkastningskravet gjennom forskjellig betaverdier.

Tabell 27 - Endring av WACC

Beta	0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,2	1,3
Ny WACC	4,76%	5,19%	5,61%	6,04%	6,46%	6,89%	7,31%
Nytt verdiestimat EV	223 818	199 460	179 328	161 669	146 737	133 380	121 889
Nytt verdiestimat EK	209 388	185 030	164 898	147 239	132 307	118 949	107 459

8.12.3 Endring i vekst

Her ser vi nærmere på hvilke endringer i det fremtidige vekstanslaget vil si for verdiestimatet.

Vi får lite utslag i verdien når vi endrer vekst. Grunnet at veksten henger sammen med butikkvekst. Hvis de får flere butikker og høyere inntjening så stiger også kostnaden deres tilsvarende. Cutters trenger en voldsom vekst før det gir store utslag. En økt vekst vil gi verdi på andre områder som ikke gjenspeiler seg direkte i tallene våre. Dette kommer av at innholdet i utregning av fri kontantstrøm i største grad er omsetnings- og salongvekstavhengig.

Tabell 28 - Endring i vekst

Langsiktig vekst	1%	2%	3%	4%	5%	6%
Nytt verdiestimat EV	159 947	161 669	163 392	165 114	166 836	168 558
Nytt verdiestimat EK	145 517	147 239	148 961	150 683	152 405	154 127

8.12.4 Utforming av avkastningskravet for Cutters

Det er en rekke forutsetninger og vurderinger tilknyttet fastsettelse av avkastningskrav. Også for Cutters ble det i kapittel 9 gjort en rekke valg. I forbindelse med å ta valg er det gjerne normalt at det er andre alternativer som blir utelatt. Blant annet kunne man ved hjelp av flere subjektive vurderinger sørget for at avkastningskravet er av dynamisk art. Dette er antakeligvis det mest optimale, ettersom at forholdet mellom gjeld, egenkapital og risiko endrer seg i takt med selskapets utvikling. Vi har på tross av dette ikke tatt høyde for disse vurderingene. Dette er gjort fordi vi mener det er særdeles utfordrende å vurdere hvordan forholdet mellom gjeld og egenkapital vil utfolde seg fremover i tid. Det virker nærliggende å anta at et stabilt avkastningskrav muligens tjener samme formål som et dynamisk avkastningskrav preget av lite velbegrunnede subjektive vurderinger. Vi utelot også et påslag i likviditetspremie i avkastningskravet for Cutters, da det virker usikkert hvorvidt selskapet kvalifiserer til «innlåsningsrisiko» for aksjonærene. Ifølge Bøhren et al. (2017) er det typisk med fratrekk i nåverdien pålydende 30 prosent. Tabellen nedenfor viser hvordan verdien av egenkapitalen påvirkes dersom nåverdien av eksplisitt periode tillegges en likviditetspremie av denne størrelsen. Dette er altså en av en rekke vurderinger tilknyttet avkastningskrav som påvirker verdiestimatet, og man ser at dette er sensitive vurderinger.

Tabell 29 - Nåverdi med likviditetspremie

NOK	Ordinær	Ny
Sum eksplisitt periode	-13 991	-36 170
Verdi EK	147 239	125 056

8.13 Oppsummering av sensitivitetsanalysen

Sensitivitetsanalysen gir oppgaven perspektiv og viser i hvilken grad små endringer kan få konsekvenser for verdifastsettelsen av selskapet. Det bidrar til å forstå hvordan verdsettelsen eventuelt kunne tatt form dersom man hadde lagt til grunn andre forutsetninger. Dette er et viktig aspekt ettersom verdsettelsen bygger på en rekke antakelser og retningslinjene i teorien ikke er absolutte. Denne analysen viser at man i ytterste konsekvens kunne kommet frem til helt andre konklusjoner enn det som er tilfelle.

9 Oppsummering og konklusjon

9.1 Innledning

Formålet og valget av denne oppgaven var å belyse utfordringer knyttet til verdsettelse av unoterte og nyetablerte vekstselskaper. Derfor valgte vi å benytte oss av Cutters som caseselskap i verdsettelsen. Dette kapittelet vil inneholde en oppsummering av hva som er gjort og en konklusjon på problemstillingen.

9.2 Grunnlag for verdsettelsen

Cutters har forholdsvis kort driftshistorikk. De er i forbindelse med tilgjengelig regnskapsinformasjon og denne verdsettelsen å regne som et lite foretak. Dette påvirket omfanget og detaljene til regnskap og noteinformasjon. Resultatet av dette er en ressurskrevende prosess med en rekke forutsetninger, litteraturgjennomgang og antakelser for å kunne gjennomføre verdsettelsen. For å ha flere holdepunkter i de vurderingene som er gjort, ble det gjennomført kontantstrømbaserte verdsettelse av de selskapene i frisørbransjen vi mener er mest sammenlignbare. Grunnlaget gjør det mer utfordrende å foreta en verdsettelse av selskap som Cutters enn for selskaper med lang og fyldig driftshistorikk.

9.2.1 Strategisk analyse

Den strategiske analysen er et supplement til regnskapsanalysen for å gi et bedre grunnlag i prognostiseringen av fremtidsutsiktene til Cutters. Dette kommer av at det er mange faktorer som skal tas i betraktning og det er tilhørende mange forutsetninger som må legges til grunn. I den strategiske analysen har vi valgt å se nærmere på interne og eksterne forklaringsfaktorer på prestasjonsvariasjoner. Mer spesifikt betyr dette at vi ønsket å se nærmere på Cutters interne faktorer som forklaring på et potensielt konkurransefortrinn. Dette ble kontekstualisert med frisørbransjen og de rådende etableringsbarrierene. Det er viktig å understreke at det i den strategiske analysen er gjort subjektive vurderinger i et teoretisk rammeverk. Følgelig er det ikke nødvendigvis slik at funnene reflekterer virkeligheten. Andre kan være uenige i de argumentene som ligger til grunn. Dette er gjort med den informasjonen og kunnskapen vi besitter og det vil alltid være en utfordring å mene noe om fremtiden. Oppsummert argumenterte vi for at Cutters er i grenseland hva gjelder å inneha et

konkurransefortrinn. Dette som følger av at de på grunn av kraftig ekspansjon og fokus på vekststrategi har skapt høyere etableringsbarrierer i frisørbransjen. Uavhengig av et potensielt konkurransefortrinn er dette tvilsomt av varig karakter.

9.2.2 Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen benyttet vi oss av tilgjengelige historiske regnskapstall. Dette var regnskapstallene fra 2015 til og med 2018. Ved hjelp av disse kunne vi regne ut en rekke nøkkeltall som bidrar til å forklare tilstanden til Cutters. Det er ikke unaturlig at forholdsvis nyetablerte selskaper viser til fluktuerende nøkkeltall. Følgelig kan forklaringskraften være av varierende karakter. Uavhengig av dette ser vi en tydelig trend i retning av stadig bedrende nøkkeltall jevnt over for Cutters.

9.3 Verdsettelsen

Avkastningskravet til totalkapitalen

Ved bruk av WACC modellen kom vi frem til et avkastningskrav til totalkapitalen på 6,04 prosent. Dette er regnet ut på bakgrunn av markedsverdien og tilhørende andel egenkapital og gjeld. Etersom vi ikke hadde noen holdepunkter for å mene noe annet, fant vi det formålstjenlig å benytte oss av en betaverdi på 1. Den risikofrie renten og markedets risikopremie er innhentet fra troverdige kilder. Selv om vi mener at avkastningskravets størrelse virker fornuftig, kunne andre vurderinger påvirket avkastningskravet i begge retninger. Dette er hensyntatt i drøftelsen i sensitivitetsanalysen.

De fremtidige kontantstrømmene

Vi har prognostisert kontantstrømmene og terminalverdien seks år frem i tid. Eksplisitt periode utgjør de fem første av de seks årene. Vurderingen av disse kontantstrømmene bygger på historiske forholdstall, den strategiske og regnskapsmessige analysen. Det vil alltid være knyttet usikkerhet til fremtidsprognostisering. Det er mange faktorer som spiller inn. Vi ser dessuten at summen av nåverdien til de frie kontantstrømmene i eksplisitt periode er negativ. Hele selskapsverdien tilskrives terminalverdien.

Verdien av egenkapitalen

Anslaget vårt på verdien av egenkapitalen til Cutters er 147 239 000 NOK. Dette anslaget er gjort på bakgrunn av vårt forarbeid og de medfølgende forutsetningene. Verdivurdering vil alltid være gjenstand for usikkerhet og en rekke forutsetninger som kan diskuteres. Vi mener at verdsettelsen fungerer som en pekepinn, heller enn sikker fakta.

Hvordan verdsette unoterte og nyetablerte vekstselskaper?

Verdsettelse av selskap med samme karakteristikk som Cutters skiller seg av flere årsaker fra mer modne selskaper med større tilgang på informasjon. De kanskje mest utfordrende aspektene med verdsettelse av nevnte selskaper er vurdering av fremtidig vekst, klassifisering av henholdsvis finansielle og operasjonelle regnskapsposter og sammenligningsgrunnlag. Når de utfordrende vurderingene er foretatt, fremstår resten av verdsettelsen i seg selv som normal. Etter å ha gjort et dypdykk i litteraturen rundt denne tematikken og gjennomført verdsettelsen er ikke lenger spørsmålet hvorvidt disse selskapene kan verdsettes, for det kan de. Spørsmålet er heller i hvilken grad man er tilbøyelig til å leve med støyen og usikkerheten rundt de estimatene som gjøres. I denne diskusjonen er det antakeligvis en del som vil reise spørsmål med hvor formålstjenlig verdsettelsen da egentlig er. Det fremstår formålstjenlig å gjennomføre en verdsettelse av slike selskaper heller enn å la være. Dette fordi man i denne prosessen oppnår en kunnskap om selskapet og er bedre rustet for å møte på den usikkerheten som uten tvil vil være tilstede. Fra investors perspektiv må det være bedre enn å famle i mørket.

9.4 Avsluttende kommentar

Vi oppfatter arbeidet med denne oppgaven som både lærerikt og spennende. Vi har fått stor bruk for den kunnskapen vi har tilegnet oss i vårt fem år lange studieløp. Vi synes det har vært både utfordrende og tilfredsstillende å se sammenhengen mellom modellene og fremgangsmåtene innenfor både økonomisk, samfunnsvitenskapelig og organisasjonsteori henger sammen. Vi sitter igjen med en følelse av å ha lært masse av dette arbeidet. Oppsummert er vi svært tilfreds med å ha valgt denne type oppgave.

Litteraturliste

- Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard business review*, 35(5), 113-124.
- Bain, J. S. (1956). *Barriers to new competition*. Cambridge: Harvard University Press.
- Baksaas, K. M. & Hansen, Ø. (2010). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal akademisk.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. B. (2014). *Gaining and sustaining competitive advantage* (4th ed., Pearson new international edition. utg.). Harlow: Pearson.
- Berk, J. & DeMarzo, P. M. (2011). *Corporate finance* (2nd ed. utg. The Prentice Hall series in finance). Boston: Pearson.
- Black, E. (2003). Usefulness of financial statement components in valuation: an examination of start-up and growth firms. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(1), 47-69.
- Boye, K. (1998). Verdsettelse, 1. utgave. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.
- Boye, K. & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp* ([Rev. utg.]. utg.). Oslo: Cappelen akademisk.
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø. (2017). *Finans : teori og praksis*. Bergen: Fagbokforl.
- Cutters. (u.å.). Om oss. Hentet 02.april.2020 fra <https://www.cutters.no/nb/om-oss>
- Dahl, G. A. & Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* ([Ny utg.]. utg.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Damodaran, A. (1999). The dark side of valuation: firms with no earnings, no history and no comparables.
- Damodaran, A. (2009). Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges. Available at SSRN 1418687.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (bd. 666): John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2018). *The dark side of valuation: Valuing young, distressed, and complex businesses*: Ft Press.
- Damodaran, A. (u.å.). Data: Current. Hentet 21.april.2020 fra <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- DN. (2019, 4. juli). Sa opp jobben for å bli gründer: Nå er Cutters verdt flere hundre millioner. Hentet fra <https://www.dn.no/marked/cutters/askeladden-co/resultater/sa-opp-jobben-for-a-bli-grunder-na-er-cutters-verdt-flere-hundre-millioner/2-1-631136>
- Dyrnes, S. (2004). Hva er verdi? *Praktisk økonomi & finans*, 20(01), -1--1.
- E24. (2019, 10. juli). Svensk oppkjøpsfond kjøper 65 prosent. Hentet fra <https://e24.no/boers-og-finans/i/b5jEXe/svensk-oppkjoeptionsfond-kjoeper-65-prosent-selger-cutters-for-hemmelig-pris>
- E24. (2020, 15. mars). Venter omsetningstap på én million kroner per dag. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/pLkOgE/venter-omsetningstap-paa-en-million-kroner-per-dag>
- Fafo. (2013). Frisørundersøkelsen 2013. Hentet 05.mai.2020 fra <https://fafo.no/images/pub/2013/20324.pdf>
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Inkubatoren. (u.å). Hemmeligheten bak den eksplosive veksten til cutters. Hentet 05.april.2020 fra <https://inkubatoren.no/hemmeligheten-bak-den-eksplosive-veksten-til-cutters-med-andreas-kamoy/>
- Johnson, G. (2017). *Exploring strategy* (11th ed. utg.). Harlow: Pearson Education.
- Jonassen, M. B. & Møller, R. (2015). Normalisering av arbeidskapital i transaksjoner. Hentet 27.april.2020 fra https://www.revregn.no/asset/pdf/2015/1-20-6.pdf?fbclid=IwAR0Hh_XilPZyXIGz37N3xKfkyCXv1BI1fjKbfYNIHR-PIQ0aKCxv-xKx1g8
- Kaldestad, Y. (2017). Typiske fallgruver i verdsettelse. *Magma*, 20(3), 20-27.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansiell rapportering og analyse* (13. utg. utg.). Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. *Magma*, 20(3), 54-66.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies* (bd. 499): John Wiley and sons.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (6th ed. utg.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Kotler, P., Fredriksen, J. I. & Bielenberg, T.-J. (2005). *Markedsføringsledelse* (3. utg. utg. Marketing management). Oslo: Gyldendal akademisk.

- Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet : en grunnleggende innføring* (5. utg. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Kvaal, E. (2016). Verdsettelse av enkelteiendeler med utgangspunkt i gjenanskaffelseskost («substansverdi»). *Praktisk økonomi & finans*, 32(04), 396-413.
- Langli, J. C. (2016). *Årsregnskapet* (10. utg.). Oslo: Gyldendal.
- Mageli, A. D. (2018, 2. mai). CUTTERS TAR MARKEDSANDELER I FULL FART. Hentet fra <https://www.nhh.no/nhh-bulletin/artikkelarkiv/2018/mai/cutters-tar-markedsandeler-i-full-fart/>
- Mintzberg, H., Ghoshal, S., Lampel, J. & Quinn, J. B. (2003). *The strategy process: concepts, contexts, cases*: Pearson education.
- Nikita. (u.å). Om Niktia Hair. Hentet 05.mai.2020 fra <https://nikita.no/#1538138563948-3d7e0e49-1871>
- Norges-Bank. (u.å). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet 07.februar.2020 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Petersen, C. V., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis: valuation-credit analysis-performance evaluation*: Fagbokforlaget.
- Porter, M. E. (2008). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*: Simon and Schuster.
- Proff. (u.å). Cutters AS oversikt. Hentet 01.februar.2020 fra <https://www.proff.no/selskap/cutters-as/bergen/frisering-og-annenskj%C3%B8nnhetspleie/IF5DL5510NF/>
- PWC. (2019, desember). Risikopremien i det norske markedet. Hentet 07.februar.2020 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2019.pdf>
- Raise. (u.å). Om oss. Hentet 05.mai.2020 fra <https://www.raise.no/om-oss/>
- Roos, G., Fernström, L. & Pike, S. (2005). *Den verdiskapende organisasjonen : intellektuell kapital i praksis*. Bergen: Fagbokforl.
- SSB. (2018, 24. april). Økt vekst for frisering og skjønnhetspleie Hentet fra <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/artikler-og-publikasjoner/okt-vekst-for-frisering-og-skjønnhetspleie>
- Stickney, C. & Brown, P. (1999). *Financial Reporting and Financial Statement Analysis*: Harcourt College.

Aarrestad, I. L. & Hem, L. E. (2008). Ulike vekststrategier for et merke - en sammenligning
(Del I). *Magma*, publisert 2/2008.

