



Høgskulen på Vestlandet

ØMF190: Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

ØMF190-MA1-2024-VÅR-FLOWassign

Predefinert informasjon

Startdato:	29-04-2024 12:00 CEST	Termin:	2024 VÅR
Sluttdato:	13-05-2024 14:00 CEST	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	Bacheloroppgave		
Flowkode:	203 ØMF190 1 MA1 2024 VÅR		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Navn:	Pål Theodor Mæhlum
Kandidatnr.:	276
HVL-id:	600761@hvl.no

Informasjon fra deltaker

Antall ord *:	17898
----------------------	-------

Egenerklæring *: Ja
Jeg bekrefter at jeg har Ja
registrert
oppgavetittelen på
norsk og engelsk i
StudentWeb og vet at
denne vil stå på
vitnemålet mitt *:

Gruppe

Gruppenavn:	Brennevuingsgroua
Gruppenummer:	28
Andre medlemmer i gruppen:	Birk Vold Hjellegjerde, Haakon Reke, Henrik Ansok Høgås

Jeg godkjenner avtalen om publisering av bacheloroppgaven min *

Ja

Er bacheloroppgaven skrevet som del av et større forskningsprosjekt ved HVL? *

Nei

Er bacheloroppgaven skrevet ved bedrift/virksomhet i næringsliv eller offentlig sektor? *

Nei



Høgskulen
på Vestlandet

BACHELOROPPGAVE

Verdsettelse av Brennevinsgrova AS

Valuation of Brennevinsgrova AS

Birk Hjellegjerde, Haakon Rekve, Henrik Ansok

Høgås, Pål Theodor Mæhlum

Bachelor i økonomi og administrasjon

FTMS, Handelshøgskulen HVL

Dag Audun Lønning

15.05.2024

Jeg bekrefter at arbeidet er selvstendig utarbeidet, og at referanser/kildehenvisninger til alle kilder som er brukt i arbeidet er oppgitt, jf. Forskrift om studium og eksamen ved Høgskulen på Vestlandet, § 12-1.

Bacheloroppgave / Hovedprosjekt

Referanseside: Handelshøgskulen HVL - Campus Bergen

<i>Tittel (norsk og engelsk):</i> Verdsettelse av Brennevinsgrova AS Valuation of Brennevinsgrova AS	<i>Dato:</i> 13/05/2024
<i>Forfatter(e):</i> Birk Hjellegjerde, Haakon Rekve, Henrik Ansok Høgås og Pål Theodor Mæhlum	<i>Antall sider u/vedlegg:</i> 67
	<i>Antall sider m/vedlegg:</i> 84
<i>Fordypning:</i> Økadm, Generell bachelor	
<i>Veileder(e):</i> Dag Audun Lønning	
<i>Evt. Merknader (evt. konfidensiell):</i> N/A	

<i>Navn Samarbeidende / Kontaktvirksomhet:</i> N/A	
<i>Kontaktperson:</i> N/A	<i>Telefon:</i> N/A

<p><i>Sammendrag:</i></p> <p>Formålet med denne bacheloroppgaven er å estimere egenkapitalverdien tilknyttet ginproduksjonen til Brennevinsgrova AS. Som grunnlag for å estimere verdien har vi gjort både en strategisk og en regnskapsbasert analyse. Den strategiske analysen tok for seg de eksterne og interne faktorene som påvirker Brennevinsgrova AS. Deretter tok den regnskapsbaserte analysen for seg de kritiske verdiene til lønnsomhet, soliditet og finansiering og likviditet. Analysene er brukt som grunnlag for antakelsene vi gjorde i den inntjeningsbaserte verdsettelsen. Verdsettelsen av en nyoppstartet bedrift har mange usikkerheter, derfor har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse, hvor det ble sett på hvordan disse antakelsene påvirket den estimerte egenkapitalverdien.</p> <p>Basert på den inntjeningsbaserte verdsettelsen er egenkapitalverdien tilknyttet ginproduksjonen til Brennevinsgrova AS på 5 632 126 NOK.</p>

Stikkord:

Verdsettelse	Brennevinsgrova AS	Nyoppstartet bedrift
--------------	--------------------	----------------------

Abstract:

The purpose of this bachelor thesis is to estimate the equity value of the ginproduction of Brennevinsgrova AS. As a basis for the estimation, we have conducted both a strategic- and a ratio-analysis. The strategic analysis addressed the external and internal factors influencing Grova. Subsequently, the ratio analysis focused on critical indicators of profitability, solvency, financing, and liquidity. These analyses served as the foundation for the assumptions made in the Discounted Cash Flow valuation. Valuing a newly established business entails many uncertainties; hence, we conducted a sensitivity analysis to examine how these assumptions affected the estimated equity value.

Based on the DCF-valuation, the equity value of the ginproduciton of Brennevinsgrova AS is estimated at 5 632 126 NOK.

Keywords:

Valuation	Brennevinsgrova AS	Young growth firm
-----------	--------------------	-------------------

Forord

Denne bacheloroppgaven markerer slutten på bachelorgraden vår ved Handelshøgskulen HVL. Skrivningen har vært utfordrende og krevende, men dette har resultert i et høyt læringsutbytte. Vi tar med oss ny kunnskap og lærdom inn i videre studier til høsten.

Vi ønsker å rette en stor takk til Harald Strømmegjerde som har bidratt som informant i oppgaven. Strømmegjerde har stilt opp på kort varsel og vært behjelpelig med informasjon vi har brukt i oppgaven. Videre ønsker vi å takke vår veileder, Dag Audun Lønning, førsteamanuensis ved Handelshøgskulen HVL. Lønning har hatt aktiv oppfølging underveis i prosessen og styrket oppgaven med konstruktive tilbakemeldinger. Til slutt vil vi takke HVL og våre medstudenter for tre flotte år.

Birk Hjellegjerde Haakon Rekve Henrik Ansok Høgås Pål Theodor Mæhlum

Innhold

Figuroversikt	IV
Tabelloversikt	V
1 Innledning	1
1.1 Motivasjon og begrunnelse av problemstilling	1
1.2 Formål og problemstilling	1
1.3 Avgrensninger og begrensninger	1
1.4 Struktur	2
2 Presentasjon av bransje og selskap	2
2.1 Presentasjon av Brennevinsgrova AS	2
2.2 Produkt	3
2.3 Bransje	3
2.4 Vinmonopolet	4
3 Verdsettelse	6
3.1 Ulike verdsettelsesmetoder	6
3.2 Valg av verdsettelsesmetode	7
3.3 Inntjeningsbasert verdsettelse	7
4 Verdsettelse av nyoppstartede bedrifter	9
4.1 Karakteristikk	9
4.2 utfordringer	11
4.3 Eksisterende eiendeler	12
4.4 Forventet vekst	12
4.5 Diskonteringsrente	12
4.6 Terminalverdi	13
5 Strategisk analyse	13
5.1 Pestel	13
5.1.1 Politisk	14
5.1.2 Økonomisk	14

5.1.3	Sosiokulturelle	15
5.1.4	Teknologiske	15
5.1.5	Miljømessige	15
5.1.6	Lovmessige	16
5.1.7	Pestels påvirkning på Grova	17
5.2	Porter	17
5.2.1	Nyetableringer	17
5.2.2	Substitutter	18
5.2.3	Kundemakt	19
5.2.4	Leverandørmakt	19
5.2.5	Bransjekonkurranse	20
5.2.6	Oppsummering	21
5.3	Intern analyse - VRIO	21
5.3.1	Oppsummering	23
5.4	SWOT	24
5.4.1	Styrker	24
5.4.2	Svakheter	25
5.4.3	Muligheter	25
5.4.4	Trusler	26
6	Regnskapsanalyse	26
6.1	Sammenlignbare bedrifter	26
6.2	Lønnsomhet	27
6.3	Soliditet og Finansiering	31
6.4	Likviditet	33
6.5	Resultat av risikoanalysen	36
7	Avkastningskrav	37
7.1	Beta-verdi	37
7.2	CAPM - kapitalverdimodellen	40
7.3	WACC - vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad	42
8	Verdsettelse av Brennevinsgrova AS	43
8.1	DCF Metoden	43

8.2	Bruk av estimert markedsverdi til beta	48
8.3	Oppsummering av verdsettelsen	48
9	Sensitivitetsanalyse	49
9.1	Følsomhetsanalyse	49
9.2	Monte Carlo-simulering	51
10	Etter verdsettelsen	54
10.1	Feilkilder	54
10.2	Konklusjon	55
11	Til ettertanke	55
	Bibliografi	56
12	Vedlegg	62
A	Historisk kontantstrøm	62
B	Vinmonopolets salgstall	63
C	Salgsoversikt gin 2022	63
D	Driftsregnskap	66
E	Årsregnskap Brennevinsgrova AS	70
F	Årsregnskap Myken Destilleri AS	73
G	Årsregnskap Haavaldsen Distillery AS	75

Figurer

1	De tidlige stadiene av bedriftens livssyklus (Damodaran, 2024b, s. 90)	11
2	Driftsmargin for Grova og Myken	28
3	Egenkapitalprosent for Grova, Myken og Haavaldsen	33
4	Likviditetsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen	34
5	Likviditetsgrad 2 for Grova, Myken og Haavaldsen	36

6	Stjernediagram av følsomhetsanalysen	50
7	Monte Carlo-simulering for Grova	53

Tabeller

1	Trusselsgrad i henhold til Porter	21
2	VRIO-analyse av utvalgt ressurser i Grova	23
3	SWOT-analyse for Grova	24
4	Driftsmargin for Grova, Myken og Haavaldsen	28
5	Totalkapital for Grova	29
6	Totalkapitalrentabilitet for Grova, Myken og Haavaldsen	29
7	Egenkapital for Grova	30
8	Egenkapitalrentabilitet for Grova, Myken og Haavaldsen	30
9	Langsiktig kapital for Grova	31
10	Finansieringsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen	32
11	Egenkapitalprosent for Grova, Myken og Haavaldsen	33
12	Likviditetsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen	34
13	Likviditetsgrad 2 for Grova, Myken og Haavaldsen	35
14	Egenkapitalbeta til Grova	40
15	Grovas inntektsvekst (2019-2022)	43
16	Estimert inntekter for Grova (2022-2027)	44
17	Inntektsvekst for Grova og andel av relevante poster i forhold til inntekt	45
18	Historiske investeringer for Grova	46
19	Prognose av kontanstrømmer	47
20	Nåverdien av de frie kontantstrømmene	47
21	Verdien av egenkapital ved endring i: Beta, terminalvekst og gjeldskostnad	49
22	Verdien av egenkapitalen ved forskjellige småbedriftspremier	51
23	Verdien av egenkapitalen om alle driftskostnader er variable	51
24	Statistikk fra Monte Carlo-simulering for Grova	53
25	Vekstestimering ut ifra Grovas tidligere kontantstrømmer	62
26	Salgstall fra 2017-2023 med fokus på brennevin (Vinmonopolet, udatert-b)	63
27	De 75 mest solgte ginprodukt i norge 2022 (Altomgin, 2023)	66

28	Driftsregnskap til Grova for 2022	70
29	Årsregnskap for Brennevinsgrova AS (2018-2022) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, udatert)	72
30	Årsregnskap for Myken Destilleri AS (2014-2022) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, udatert)	75
31	Årsregnskap for Haavaldsen Distillery AS (2011-2023) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, udatert)	78

1 Innledning

I dette kapittelet går vi gjennom valget av oppgaven og motivasjonen bak det. Deretter vil vi diskutere begrensningene og avgrensningene for arbeidet som er gjort og strukturen til oppgaven.

1.1 Motivasjon og begrunnelse av problemstilling

Vi hadde et ønske om å skrive en bacheloroppgave som reflekterer kunnskapen vi har tilegnet oss i løpet av våre 3 år ved Handelshøgskulen HVL. Investering & finansiering, markedsmakt & strategi og finans er fag vi har stor interesse for og dermed ønsket å anvende i bacheloroppgaven. I forlengelse av dette, landet vi på å skrive en verdsettelsesoppgave.

Da vi skulle finne en bedrift å verdsette så vi rundt etter en bedrift som kunne gi oss en utfordring kombinert med et høyt læringsutbytte. Vi valgte å utelukke selskap som var verdsatt fra før, for å tvinge oss til å tenke på en ny måte og flette inn kunnskap vi har tilegnet oss gjennom de tre årene på studiet. Vi ønsket heller ikke å velge et selskap som var børsnotert, ettersom selskapet allerede er analysert av flere finansielle institusjoner.

Det ble da naturlig å velge en bedrift som var mulig å innhente informasjon om. Siden flere på gruppen allerede hadde vært i kontakt med leder av Brennevinsgrova i tilknytting til et annet fag, ble valget enkelt.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å verdsette egenkapitalen til Brennevinsgrova AS. Problemstillingen lyder som følger:

«Hva er egenkapitalverdien tilknyttet ginproduksjonen til Brennevinsgrova AS?»

I utarbeidelsen av oppgaven er det benyttet offentlig informasjon om Brennevinsgrova AS og bransjen, sammen med informasjon direkte fra daglig leder av bedriften.

1.3 Avgrensninger og begrensninger

Brennevinsgrova vil videre i denne oppgaven bli omtalt som Grova.

Grova er hovedsakelig en ginprodusent, med mål om å utvide sortimentet sitt med andre alkoholholdige produkter. Vi har valgt å kun verdsette hoveddelen, altså ginproduksjonen. Vi har utelatt verdsettelse av produksjon og utvikling knyttet til cider, øl og andre brennevinsprodukter fordi det er for nytt eller for lite. Kostnader og investeringer knyttet til driften som ikke innebærer gin og akevitt, er bokført i årene etter 2022. Gin utgjør tilnærmet hele produksjonen til Grova fram til 2022, dermed har vi ikke justert regnskapstallene.

Vi har blitt begrenset av få årsregnskap fordi Grova startet sin finansielle drift i 2019. Det er heller ikke offentliggjort regnskap for 2023. Dermed har vi kun hatt 4 regnskapsår å gjøre beregninger ut ifra.

1.4 Struktur

I denne oppgaven presenterer vi først bransje og selskap. Deretter skal vi ta for oss teorien som skal benyttes til selve verdsettelsen. Videre følger en gjennomgang av selskapets tilstand, som omfatter både strategiske og regnskapsmessige analyse. Så tar vi for oss verdsettelsen, før vi til slutt ser på en sensitivitetsanalyse.

2 Presentasjon av bransje og selskap

2.1 Presentasjon av Brennevinsgrova AS

Brennevinsgrova AS, lokalisert i Sykkylven på Sunnmøre, er en alkoholproduksjonsbedrift som spesialiserer seg på gin. Bedriften ble grunnlagt i 2018 av Harald Strømmegjerde, som både eier og drifter bedriften alene. Grova er et mikrodestilleri som i hovedsak lager håndverksgin, som er gin produsert med tradisjonelle metoder. Denne produksjonsmetoden er mer tidkrevende enn andre metoder, men gir et produkt av høyere kvalitet. Produksjonen omfatter prosessen der bedriften omformer råvarer, og destillerer de til ferdige produkter.

Historien bak selskapet startet da Strømmegjerde, under en ferietur, besøkte Teeling Whiskey Distillery i Irland. Inspirert av opplevelsen, erklærte han for sin 15 år gamle sønn at han selv også kunne oppnå noe lignende, og sånn startet prosjektet (Strømmegjerde, 2024). Bedriften hadde allerede etter to år vunnet 7 gull i ginkonkurranser (Gundersen,

2022). Fra 2021 til 2022 har salgstallene økt fra 16 000 til 22 000 flasker, og målet framover er å fortsette å øke salgstallene. Tidligere ble Grova kun solgt hos Vinmonopolet på Sunnmøre, men fra 1. januar 2023 var produktene tilgjengelige i bestillingsutvalget på alle Vinmonopol i landet. I dag selger Grova produktene sine til Vinmonopolet, Taxfree og HoReCa-markedet. "HoReCa" er en forkortelse for hoteller, restauranter og catering. Ifølge Strømmegjerde har selskapet videre ambisjoner om å begynne produksjonen av whisky, eplecider og ølbrygging (Strømmegjerde, 2024).

2.2 Produkt

Bedriften produserer ulike typer brennevin hvor hovedfokuset er på produksjon av gin. Grova tilbyr i dag syv ulike typer gin, seks varianter akevitt, én type vodka og én testbatch med whisky. Råvarene kjøpes inn lokalt fra nærliggende kommuner, og selskapet er stolt av å bruke norske og lokale ingredienser for å gi produktene den karakteristiske "sunnmørske smaken". Grova forklarer hvordan de produserer sin gin på denne måten: "Potetsprit, vann og krydder varmes opp i destilleriet og blir til damp før den så blir til væske i kjøletårnet. Destillatet blir deretter blandet med vann i en trinnvis prosess, der alkoholprosenten går fra 83 prosent, til 60, 52, 48, til slutt én ned per dag til den ønskede prosent. Denne prosessen gjøres på én dag hos store produsenter. Hos oss lar vi den gå over 10-12 dager, for å bevare mer smak. Håndverksgin, kaller vi det" (Brennevinsgrova, udatert).

2.3 Bransje

Norge har hatt en lang tradisjon innen produksjon av brennevin, særlig akevitt. Bransjen er preget av strenge reguleringer fra staten, hvor alt salg av brennevin i Norge foregår gjennom Vinmonopolet, Taxfree og HoReCa-markedet. Vinmonopolet hadde produksjonsmonopol på brennevin fra 1922 til 2005. Produksjonsmonopolet gjorde at Vinmonopolet kunne bestemme hvem som kunne produsere brennevin. Opphevingen av produksjonsmonopolet gjorde det mulig for flere mindre norske destilleri å begynne å selge sine produkter gjennom Vinmonopolet (Ekberg, 2023). Brennevinsomsetningen i 2023 var 12,5 millioner liter (Haarr, 2024). I de senere årene har det vært en økt interesse for lokalt produserte og håndverksmessige produkter, samtidig har det vært vekst i antall nyetableringer av destillier med produksjon av gin (Hanen, udatert). Ifølge Vinmonopolets salgstall har ginbransjen i Norge opplevd en betydelig vekst og utvikling

de siste årene. (Vedlegg [B](#)). Dette reflekterer den globale trenden med økende popularitet av gin de siste årene (Sundfør, [2019](#)). Den norske ginbransjen består i hovedsak av noen få store utenlandske ginprodusenter som Gordon, Bombay Sapphire og Tanqueray. Disse aktørene har majoriteten av markedsandelen i Norge. De norske aktørene deler resten av markedet, og har en estimert markedsandel på 18,9% (Vedlegg [C](#)).

2.4 Vinmonopolet

Vinmonopolet er det eneste utsalgsstedet i Norge for brennevin, og er et komplekst system. Derfor er det hensiktsmessig å forklare hvordan det fungerer.

Vinmonopolet har begrenset hylleplass. For at alle skal få mulighet til å selge sine produkter hos Vinmonopolet har de kategorisert produktutvalget inn i 6 ulike vareutvalg. Disse utvalgene er basisutvalget, partiutvalget, testutvalget, bestillingsutvalget, spesialutvalget og tilleggsutvalget. Grova er per dags dato kun på bestillingsutvalget. Vinmonopolet definerer de ulike utvalgene som følger (Vinmonopolet, [2024](#)):

Basisutvalget til Vinmonopolet er de produktene du finner på alle Vinmonopolene i hele Norge. Det er ikke kun bestselgerne som ligger i basisutvalget siden du skal kunne finne hyllevarer i ulike prisklasser, stiler og kvalitetsgrader, og fra hele verden. Hyllevarer i basisutvalget som slår an det første året, blir værende i hyllen, mens produkter som ikke slår an forsvinner fra basisutvalget.

Partiutvalget er i likhet med basisutvalget på alle Vinmonopol, men omfatter produkter som kjøpes inn i et begrenset parti. Dette kan være sesongvarer som ikke er mulig å oppdrive et ubegrenset kvantum av. Når partiet er tomt forsvinner produktene ut av hyllene, men produktene kan overføres til bestillingsutvalget dersom leverandøren ønsker det.

Testutvalget er et utvalg du kun finner i Vinmonopolets største butikker. Her får leverandørene i tur og orden lov til å lansere produktene de vil selge i det norske markedet. Varene får en "prøvetid" i butikkene på 6 mnd før salget blir målt. Ved godt salg går varen over til basisutvalget, men ved dårlig salg går varen over til bestillingsutvalget.

Bestillingsutvalget tillater alle leverandører å selge sine varer, siden Vinmonopolet er eneste salgskanal for salg av alkohol i Norge utenom HoReCa og Taxfree. Det er

dog noen krav som må innfris for å få lov til dette. ”Varene skal være lovlige, de må være på lager i Norge, og de må levere varen så raskt som mulig til deg som kunde, selv om du bare bestiller én eneste flaske.” (Vinmonopolet, 2024). Grova innfrir alle disse kravene og er dermed en del av dette utvalget. Ulike Vinmonopol kan velge å ta inn varer fra bestillingsutvalget dersom det er lokal etterspørsel etter varene. Nyheter i bestillingsutvalget kommer 6 ganger i året, så hvis Grova utvikler en ny type gin, vil de kunne få varen bestillingsklar raskt. Dette utvalget kan de ikke bli kastet ut av.

Spesialutvalget omfatter særskilt attraktive produkter. Spesialproduktene er tilgjengelig i små partier og kan kjøpes i spesialbutikkene eller i nettbutikken.

Tilleggsutvalget er varer som Vinmonopolet kan ta inn etter behov. Leveringstiden kan være litt lengre enn ellers da det ikke stilles krav til at de må være på lager, slik som kreves i bestillingsutvalget. Leverandøren kan også kreve at man må bestille et minimum kvantum. Disse varene er ikke tilgjengelig i nettbutikken med mindre varen er på lager i en av Vinmonopolets butikker.

Ut ifra Vinmonopolet nettsider forklarer det selv hvordan de tar inn produkter i sitt sortement (Vinmonopolet, udatert-a): Vinmonopolet har nyetablering seks ganger i året hvor de definerer hvilke typer produkter de vil ha i sortimentet sitt. Her finner de ut hvilke produkter de vil ha i basis- og partiutvalget i perioden 6 til 12 måneder etter planens utgivelse. Denne lanseringsplanen kommer 2 ganger i året. Vinmonopolet publiserer en åpen anbudsinnbydelse basert på produktspesifikasjoner fra lanseringsplanen.

Basert på pris, sensorisk kvalitet og leveringsdyktighet besluttes hva som skal kjøpes inn. Vinmonopolet har strenge regler og forskrifter knyttet til innkjøp for å sikre objektive og nøytrale innkjøpskriterier. Det er et kvalifisert dommererpanel som gjennomfører blindtest på produktene for deretter å foreta en objektiv vurdering. Testresultatene blir publisert til grossistene for å sikre transparens.

Når disse produktene skal prises følges en fast kalkylemodell. Kalkylen tar utgangspunkt i å gi Vinmonopolet en rimelig fortjeneste. Vinmonopolets avanse er delt inn i to ledd og består av et fast påslag på kr. 9,54 per liter, samt 22 prosent av innkjøpsprisen eksklusive avgifter. Ettehverv som innkjøpsprisen eksklusive avgifter overstiger 80 NOK reduseres prosentsatsen gradvis, og den samlede avansen vil maksimalt kunne utgjøre 110 NOK per enhet.

3 Verdsettelse

Å vite hva en eiendel er verdt og hva som bestemmer selve verdien er en forutsetning for smart beslutningstaking. Dette gjelder om man velger investeringer for en portefølje, bestemmer den passende prisen å betale/motta i et oppkjøp, eller når man tar investerings-, finansierings- og utbyttevalg i forretningsdriften. Premisset for verdsettelse er at det kan gjøres rimelige estimater av verdien for de fleste eiendeler, og at de samme grunnleggende prinsippene bestemmer verdien av alle typer eiendeler, både reelle og finansielle (Damodaran, [udatert](#)).

3.1 Ulike verdsettelsesmetoder

Kaldestad og Møller deler verdsettelsesmodellene inn i 5 ulike hovedgrupper: Inntjeningsbasert-, markedsbasert-, opsjonsbasert-, substansbasert- og kostbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, [2016](#), s. 28). Metodene er ikke gjensidig utelukkende, men fungerer som substitutter. Derimot så kan det oppnås ulike verdier ved de ulike metodene, så det er derfor viktig å velge riktig basert på hva som skal verdsettes. Verdsettelsesmetoden vi velger avhenger av flere faktorer, blant annet; Tilgang på informasjon, tidshorisont og pålitelighetskrav. Men det vil også være forhold knyttet til selve virksomheten som spiller med på metodevalg, som: bransjespesifikke forhold, i hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i og størrelsen på selskapet. Derfor burde en optimalt benytte flere tilnærminger i verddivurderinger (Kaldestad & Møller, [2016](#), s. 33).

Markedsbasert tilnærming handler om å estimere en verdi basert på hva lignende selskap omsettes for i markedet. Denne tilnærmingen gir det som er nærmest salgsverdidefinisjonen, siden det gir et estimat på hva selskapet kunne blitt solgt for idag (Kaldestad & Møller, [2016](#), s. 30).

Substansbasert metode tar utgangspunkt i hva eiendelene til selskapet kan selges for i markedet i dag. Dette forutsetter at det finnes et aktivt marked for selskapets eiendeler, eller mulighet for takstverdi. Dette gjør at verdien ofte blir undervurdert, siden det ikke tar i betraktning store deler av verdiskapingen i driftsselskaper som kompetanse og relasjoner med både kunder og leverandører. (Kaldestad & Møller, [2016](#), s. 31).

Kostbasert verdsettelse handler om at investoren ikke er villig til å betale mer for en eiendel enn det ville kostet å erstatte den samme eiendelen. Kostnadene knyttet til anskaffelse av eiendeler blir derfor basert på prisen ved verdsettelsestidspunktet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

Inntjeningsbasert tilnærming tar utgangspunkt i kontantstrømmene et selskap kan forvente å generere fremover. Verdien av en bedrift er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

Opsjonsbasert verdsettelse er inntjeningsbasert metode, men at det blir lagt til en verdi av særlig fleksibilitet. Inntjeningsbasert metode kan i enkelte tilfeller undervurdere verdien til et selskap. Dette er fordi verdien av å ha muligheten til å utsette, utvide eller avslutte et prosjekt blir ignorert (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

3.2 Valg av verdsettelsesmetode

De ulike metodene har sine styrker i ulike situasjoner. Likevel er de fleste verdsettelsesmetoder avledninger av den inntjeningsbaserte metoden (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32). For eksempel vil det å benytte multippelen til et børsnotert selskap for verdivurdering av et unotert selskap, bare være en indirekte måte å verdsette fremtidige kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32). Dette gjør at vi kan se vekk ifra markedsbasert verdsettelse.

Med utgangspunkt i informasjonen vi har tilgang på om bransjen og bedriften, og flere av verdsettelsenes begrensninger, må vi også se bort ifra den kostbaserte-, og den substansbaserte-verdsettelsen. Den opsjonsbaserte verdsettelsen bygger videre på den inntjeningsbaserte metoden, og krever en betydelig mengde data, så vi har valgt bort denne. Derfor tar vi kun for oss den inntjeningsbaserte metoden i denne oppgaven.

3.3 Inntjeningsbasert verdsettelse

Kaldestad og Møller påpeker at inntjeningsbasert verdsettelse tar utgangspunkt i kontantstrømmene et selskap forventer å generere fremover (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Dette bekreftes av Damodaran som forklarer at innenfor inntjeningsbasert verdsettelse, er verdien av en eiendel ikke hva noen oppfatter den som, men heller den forventede avkastningen på den eiendelen (Damodaran, 2006, s. 10).

Damodarans fremgangsmåte baserer seg på fire generelle parametere. Den første parameteren er den forventede kontantstrømmen. Den andre er den forventede veksten, hvor veksten i inntekt er hovedfokuset. Den tredje parameteren er diskonteringsraten. Diskonteringsraten er definert som bedriftens totalkapitalkostnad når bedriften verdsettes, altså avkastningskravet til totalkapitalen. Den siste parameteren er terminalverdien, definert som den estimerte verdien av selskapet ved slutten av prognoseperioden. Dette estimatet er basert på at kontantstrømmen har en konstant vekst etter perioden er ferdig (Cornell & Damodaran, 2014).

Det første steget er å lage en prognose på de sentrale postene i resultatregnskapet. Prognosen baseres på en modell med historiske regnskapstall og dagens tilstand. Utgangspunktet er at bedriftens inntjening vil øke årlig fram til de stabiliseres (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29 og 49).

Det er svært vanskelig å estimere en nøyaktig kontantstrøm for evig tid fremover. Estimeringsperioden kan derfor deles i to deler.

Den første blir en prognostisering i form av et fremtidsbudsjett fram til kontantstrømmene vokser jevnt. En viktig del av å estimere fremtidige kontantstrømmer er å bestemme hvor langt fram i tid det er hensiktsmessig å prognostisere. Kaldestad og Møller formidler at den vanligste prognoseperioden er på 5 år, men det kan være vel så fornuftig å sette den mellom 2 og 10 år. Jo lengre prognoseperiode man benytter, desto flere vurderinger og antakelser må tas (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Dette gjøres ved å finne den frie kontantstrømmen til bedriften (Koller mfl., 2010, s. 279):

$$FCF = \text{Driftsresultat etter skatt} + \text{Avskrivninger} - \text{Investeringer} \quad (1)$$

Den frie kontantstrømmen må neddiskonteres med WACC (Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad) for å finne nåverdien av den. Deretter summeres nåverdiene for å finne verdien av årene som er prognostisert (Damodaran, 2006, s. 194):

$$V^v = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (2)$$

V^v = Nåverdien av bedriften i vekstfasen

Når kontanstrømmen er konstant eller vokser jevnt til evig tid, kan terminalverdien beregnes ved hjelp av Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29-30):

$$V^T = \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \quad (3)$$

V^T = Terminalverdi

Terminalverdien representerer den diskonterte frie kontantstrømmen i evigheten fra tidspunkt T (Damodaran, 2006, s. 197-198). Terminalverdien står for store deler av den overordnede verdien til et selskap, og det står for en enda større del av nyoppstartede bedrifter (Damodaran, 2009).

Terminalverdien som er funnet må så neddiskonteres til i dag. Summen av nåverdien til de prognostiserte årene og terminalverdien gir totalverdien av bedriften (Kaldestad & Møller, 2016, s. 50).

$$V_0 = V^v + \frac{V^T}{(1 + WACC)^T} \quad (4)$$

V_0 = Nåverdien av bedriften

Verdien av egenkapitalen til bedriften finnes til slutt ved å legge til verdi av finansielle eiendeler og trekker fra gjeld .

4 Verdssettelse av nyoppstartede bedrifter

Nyoppstartede bedrifter er vanskelig å verdsette av mange grunner. Kort driftshistorikk, lave overlevelseshastigheter og driftstap resulterer i at de standardiserte teknikkene for estimering av blant annet kontantstrøm, vekstrate og diskonteringsrate enten ikke fungerer eller gir urealistiske tall. Vi skal nå ta for oss karakteristikken til disse nyoppstartede bedriftene (Damodaran, 2009).

4.1 Karakteristikker

Nyoppstartede bedrifter er mangfoldige, men de deler ofte en rekke karakteristikker. Damodaran har en liste over vanlige delte egenskaper (Damodaran, 2009) hvor vi trekker

ut de viktigste for ginbransjen:

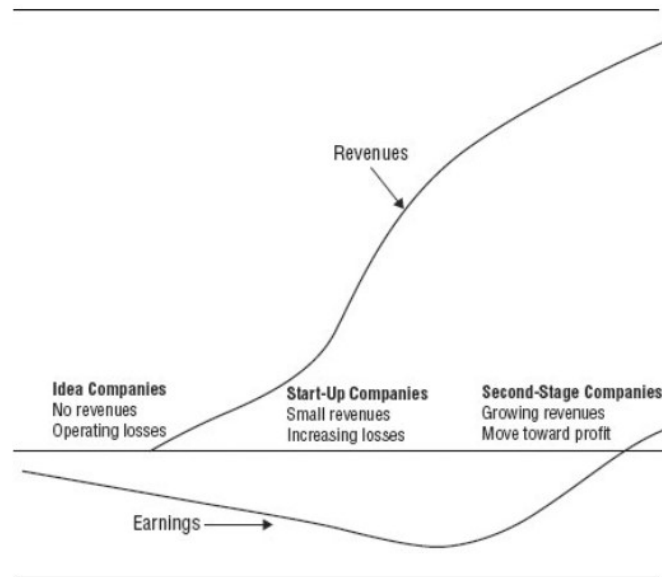
1: Ingen historie: Nyoppstartede bedrifter har begrenset historikk, ofte bare ett eller to års data om drift og finansiering, noen ganger bare deler av et år.

2: Små eller ingen inntekter, driftstap: Den begrensede historikken til unge selskaper er ytterligere begrenset av at det er lite operativt detaljert informasjon tilgjengelig.

3: Avhengig av egenkapital: De fleste unge bedrifter er avhengige av egenkapital fra private kilder, heller enn offentlige markeder. I de tidlige stadiene blir egenkapitalen i hovedsak gitt av grunnleggeren (og venner og familie). Ettersom løftet om fremtidig suksess, og også behovet for mer kapital øker, blir risikokapitalister en kilde til egenkapital, mot en del av eierskapet i selskapet.

4: Mange overlever ikke: De fleste unge selskaper består ikke testen for kommersiell suksess og mislykkes. Flere studier støtter denne påstanden, selv om feilraten kan variere. U.S. Bureau of labor statistics viser til at rett over 20% går konkurs det første året (U.S. Bureau of Labor Statistics, [2024](#)).

5: Flere krav på egenkapital: Gjentatte forsøk på å hente egenkapital eksponerer investorer som har investert tidlig i prosessen for muligheten til at verdien deres kan reduseres av senere avtaler. For å sikre sine midler, krever egenkapitalinvestorer til unge selskaper ofte å få beskyttelse mot denne muligheten. Dette i form av første krav på kontantstrømmer fra drift og ved likvidasjon, samt kontroll- eller vetorettigheter. Dette gir dem mulighet til å ha innflytelse på selskapets handlinger. Som et resultat kan ulike egenkapitalkrav i et ungt selskap variere på mange dimensjoner som kan påvirke verdien deres.



Figur 1: De tidlige stadiene av bedriftens livssyklus (Damodaran, 2024b, s. 90)

De tidlige stadiene av en bedrifts livssyklus vises i (Figur 1).

4.2 utfordringer

Estimeringsutfordringene knyttet til verdsetting av bedrifter etter inntjeningsmetoden, kan deles inn i fire elementer:

- Kontantstrømmene fra eksisterende eiendeler
- Forventet vekst fra både nye investeringer og forbedret effektivitet i eksisterende eiendeler
- Fastsettelse av diskonteringsrenter basert på risikovurderinger i både virksomheten og egenkapitalen
- Vurderingen av når selskapet vil gå over til en stabil vekstfase, som gjør det mulig å estimere terminalverdien.

Disse elementene gir utfordringer knyttet til verdsettelsen ved vurdering av unge selskaper. I etablerte selskaper er det ofte relativt enkelt å estimere disse variablene, men når det gjelder nyetablerte selskaper mangler man ofte de historiske verdiene for å lage nøyaktige estimater (Damodaran, 2009).

Etter å ha diskutert kjennetegnene ved unoterte og nyetablerte vekstselskaper, vil vi

analysere og gjennomgå de største problemene knyttet til verdsettelsen.

4.3 Eksisterende eiendeler

Den vanlige tilnærmingen for å verdsette eksisterende eiendeler er å bruke selskapets nåværende regnskap og historikk for å estimere kontantstrømmene. Unge bedrifters eksisterende eiendeler gir ofte ikke et godt nok grunnlag til å estimere verdien. Det vil også være et problem vedrørende om det er tilstrekkelig informasjon. Med lite historisk data er det vanskelig å si om selskapet har et normalt år eller om året er et unntak. En annen faktor er at utgiftene for å generere fremtidig vekst, ofte er blandet sammen med utgiftene for å skape nåværende inntekt (Damodaran, 2009).

4.4 Forventet vekst

Den største andelen av en nyoppstartet bedrifts verdi kommer fra vekstpotensialet. Derfor er det avgjørende å kunne vurdere veksten til bedriften for å kunne verdsette den. Det er flere problem som kan møtes: Mangel på inntekter gjør at det blir vanskelig å estimere fremtidige inntekter, siden disse baseres på historikk. Som et resultat må en ofte høre på selskapets estimer for fremtidig vekst. Det samme problemet gjenspeiles i at det er vanskelig å estimere hvordan inntektene kommer til å utvikle seg når selskapet vokser. For å vurdere kvaliteten av veksten kan det bli sett på reinvesteringene selskapet har for å stimulere vekst. For nyoppstartede bedrifter er det lite forventning i avkastning på nye investeringer, siden tidligere informasjon på investeringer gjerne er utilstrekkelig (Damodaran, 2009).

4.5 Diskonteringsrente

For å beregne diskonteringsrenten blir det benyttet markedsverdier og kapitalverdimodellen (CAPM), som forklares i kapittel 7. Disse er vanskelig å finne riktig data på for nyoppstartede bedrifter. For det første er det få børsnoterte selskap som er nyoppstartet. For det andre så er det ingen tidligere avkastning som en kan finne en betaverdi på. Et annet problem er at egenkapitalen i en nyoppstartet bedrift eies enten av gründeren eller risikokapitalister. Som et resultat er det usannsynlig at disse investorene vil akseptere ideen om at den eneste risikoen som betyr noe, er risikoen som ikke kan diversifiseres

bort. I stedet vil de kreve kompensasjon for minst noe av den spesifikke risikoen til selskapet (Damodaran, 2009).

4.6 Terminalverdi

Ved nyoppstartede bedrifter vil terminalverdien utgjøre en stor del av dagens verdi. Forutsetningene som blir gjort ved estimering av terminalverdi er at bedriften vil nå en stabil vekst. I tillegg at karakteristikene i stabil vekst vil ha en betydningsfull innvirkning på verdien som blir gitt en nyoppstartet bedrift. Damodaran (2014) formulerer tre spørsmål som gjør prosessen mer komplisert siden de ikke kan besvares:

Vil bedriften nå stabil vekst? Det er stor sannsynlighet for at unge bedrifter ikke overlever.

Når vil bedriften nå stabil vekst? Hvis vi antar at bedriften overlever, så vil det fortsatt være vanskelig å estimere når bedriften vil vokse stabilt.

Hva vil bedriften se ut som ved stabil vekst? Det er ikke bare vekstraten som bestemmer terminalverdien, men også antagelsene vi gjør om risiko og avkastningene i stabil vekst. Dette er noe som blir vanskeligere, ved mangel på historisk data (Damodaran, 2009).

5 Strategisk analyse

Strategisk analyse har tre deler; den eksterne analysen med Pestel og Porter, den interne analysen med VRIO og sist en SWOT-analyse for å samle disse.

5.1 Pestel

For å analysere faktorer på samfunnsnivå som påvirker bransjen benyttes verktøyet PESTEL. Ved å få oversikt over hvilke omgivelsesfaktorer som er viktigst for bedriften på kort og lang sikt, kan verktøyet ”bidra til å redusere risikoen og se muligheter” (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 77). Det blir belyst i denne analysen er de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige faktorene. Vi vil ta for oss disse faktorene, og se på hvordan de påvirker ginbransjen som en helhet. Til slutt vil vi trekke ut faktorene som er relevant for Grova.

5.1.1 Politisk

Politiske faktorer undersøker hvordan politiske institusjoner fungerer, er sammensatt og hvordan de kan påvirke bedriftens strategi (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 101). Bransjen er preget av en restriktiv alkoholpolitikk (Regjeringen, 2022). Denne restriktive alkoholpolitikken omfatter reguleringer knyttet til import, distribusjon, salg og konsum av alkoholholdige varer, som håndheves gjennom alkoholloven. Dette diskuteres videre under lovmessige faktorer. Politiske konflikter har også påvirket bransjen. Den pågående konflikten mellom Ukraina og Russland har resultert i tap av betydelige handelspartnere for flere bedrifter, og dette har ført til økte priser. Russland og Ukraina står blant annet for en stor del av produksjonen av hvete og bygg, som er viktige råvarer i bransjen. (Finansvisen, 2022). Ifølge Strømmegjerde har flere av brennevinsbedriftene tidligere benyttet seg av ukrainsk produsent for glassflasker. Som følge av krigen har flere aktører som tidligere benyttet seg av denne leverandøren, måttet bytte flaskeleverandør til franske Saverglass. Dette førte først til en prisøkning på 28% , men har siden gått noen prosentpoeng ned igjen. (Strømmegjerde, 2024).

5.1.2 Økonomisk

Økonomiske faktorer omfatter renter, inflasjon, økonomisk vekstrate, arbeidsledighet og kapitalmarkeder (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 102). Det har vært en rekke rentehevinger fra Norges Bank i perioden August 2021 til Desember 2023. I denne perioden har styringsrenten gått fra 0 % til 4,5% (SSB, udatert-b). Samtidig har den totale konsumprisindeksen økt med 4,5% det siste året (SSB, 2024b), mens konsumprisindeksen for alkoholholdige drikkevarer og tobakk har økt med 5,6% (SSB, 2024b). Som følge av renteøkningen og høy inflasjon har det blitt en nedgang i kjøpekraften til den norske befolkningen (Lindstrøm mfl., 2024). Ifølge Norges Bank sine renteprognoser forventes Norge å opprettholde rentenivået fram til 2025, før det gradvis vil avta (Norgesbank, 2024). Valutakursen er også relevant i bransjen. Kronekursen har blitt betydelig svekket de siste årene sammenlignet med tidligere år. Dette vil være negativt for utenlandske produsenter som selger til Norge, men positivt for norske produsenter som eksporterer til utlandet (DNB, 2024).

5.1.3 Sosiokulturelle

Sosiokulturelle faktorer involverer analyser av forbrukernes behov, normer og sammensetning (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 102). Forskning gjort av FHI viser at ved å redusere alkoholforbruk, øker sannsynligheten for å leve lenger og risikoen minsker for alvorlige sykdommer (FHI, 2018). I dag viser Vinmonopolet også til en økende trend blant de unge kalt NoLo. Denne trenden går ut på at det blir mer og mer populært å konsumere alkoholholdige varer med mindre prosent og/eller helt alkoholfrie varer (Lødemel, 2023). Til tross for dette viser en rapport fra FHI at gjennomsnittlig alkoholkonsum har holdt seg stabil de siste ti årene (Bye, 2023). Videre viser salgstallene fra Vinmonopolet at omsetningen på alkoholholdige varer øker, hvor gin er en av de drikkevarene som opplever størst økning (vedlegg B). Salgstallene gir et innblikk i alkoholvaner, trender og preferanser blant den norske befolkningen. På bakgrunn av tallene kan vi si at vi er inne i en gintrend, selv om denne trenden har begynt å stagnere.

5.1.4 Teknologiske

Teknologiske faktorer adresserer veksten, utbredelsen og endringene i grunnleggende teknologi (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 102). Ginbransjen er i liten grad påvirket av ny teknologi. Produksjonsutstyret har bare inkrementelle forbedringer, så dette resulterer ikke i varige konkurransefortrinn da tilgangen til produksjonsutstyr er lik for alle aktørene i bransjen (Difford, udatert). En stor del av moderne teknologi er sosiale medier, der 88% av nordmenn er aktive per 2023 (SSB, 2023), noe som gir betydelig potensial for å nå ut til sluttbrukere. Dette påvirkes imidlertid av alkohollovens kapittel 9, som har visse gråsoner som alkoholprodusenter kan utnytte for å markedsføre seg mot forbrukere (Lovdata, 2024c). Dette kan dreie seg om å ha egne Instagram og Facebooksider hvor en legger ut bilder av sine produkter uten å direkte markedsføre dem. For eksempel har Baresten Spirits opp mot 10 000 følgere på sin instagramside (Pedersen, 2022). Et annet teknologisk aspekt er internettets betydning, der sluttbrukere kan finne ulike smakstester og velge produkter basert på resultatene (Worldginawards, 2024).

5.1.5 Miljømessige

Miljømessige faktorer tar hensyn til virkningen på miljøet og de etiske hensynene knyttet til selskapets aktiviteter (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 102). Forbrukere blir stadig mer

opptatt av å velge bærekraftige alternativer, og bedrifter må passe mer på deres omdømme enn tidligere. Dette skyldes en økende bevissthet blant forbrukerne om miljøspørsmål, som illustrert i Orklas bærekraftsbarometer. Hele 55% av norske forbrukere oppgir at de forsøker å velge merkevarer og produkter de oppfatter som bærekraftige (Orkla, 2021, s. 5). Derfor blir miljøhensyn tatt av bedrifter viktig for å skille seg ut. Ifølge NHO er transport og miljøkrav til leverandører to sentrale punkt for å drive miljøvennlig (NHO, udatert). For brennevinsbransjen er det lite en bedrift kan gjøre for å være miljøvennlige. Ved å benytte kortreise råvarer fører dette til mindre frakt, i det store bildet utgjør ikke dette mye, men kan bidra til et bedre omdømme.

5.1.6 Lovmessige

Legale faktorer utgjør en vesentlig del av forretningsmiljøet og omhandler både rettighetene til interessenter og lovgivningen som regulerer arbeidslivet (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 103). Innen ginbransjen spiller alkoholloven en avgjørende rolle, spesielt gjennom kapittel 6 og 9 i lovverket. Kapittel 6 omfatter reguleringer knyttet til produksjonsbegrensninger og krav som må innfris for å få tillatelse til å produsere alkohol. (Lovdata, 2024c). En nyoppstartet bedrift må blant annet ha tilstrekkelig midler til å dekke alkoholavgift og ha et sikret varelager for å få tillatelse til å produsere alkohol (Lovdata, 2024b). Avgiften for brennevin er satt til 8,77 NOK per volumprosent per liter (Skatteetaten, 2024). Videre setter kapittel 9 et reklameforbud for alkoholholdige drikkevarer og legger strenge begrensninger på hvordan bransjen kan markedsføre seg. Det er forbudt å markedsføre alkoholholdige produkter eller produkter fra samme merkevare som inneholder mer enn 2,5% alkohol (Lovdata, 2024c). I tillegg er det strenge aldersgrenser og regler for salg av alkohol. Aldersgrensen for kjøp av alkoholholdig drikke med alkoholprosent fra 2,5% til og med 22% er 18 år. Fra og med fylte 20 år kan man kjøpe alkohol som inneholder til og med 60%, derav gin (Lovdata, 2024a). Det er kun Vinmonopolet, Taxfree og serveringsteder med bevilgning som har lov til å selge gin. Disse juridiske faktorene kan ha betydelig innvirkning på hvordan ginsbransjen opererer og planlegger for sin fremtidige utvikling. Selv om disse faktorene er svært viktig for brennevinsbransjen, har de vært stabile i lang tid, dermed forventes ingen store endringer.

5.1.7 Pestels påvirkning på Grova

Makroomgivelsene i Norge påvirker Grova sin daglige drift. De politiske, teknologiske og miljømessige faktorene påvirker Grova i liten grad, og er derfor ikke relevant å ta i betraktning.

Av økonomiske faktorer vil renteøkninger påvirker Grova minimalt, ettersom de har lite gjeld. 80% av markedsandelen tilhører utenlandske bedrifter. Den svake kronkursen vil føre til økte priser på deres ginprodukter, som er positivt for Grova.

Sosiokulturelle faktorer tilsier en økende trend innen alkoholfrie varianter, likevel har alkoholkonsum holdt seg stabilt. Det er en gintrend, som er positivt for Grova og resten av markedet. Sosiokulturelle faktorer tilsier en økende trend innen alkoholfrie varianter, dette er en trussel for Grova. Likevel har alkoholkonsumet holdt seg stabilt, og markedet er i en gintrend, så trusselen er ikke relevant for Grova enda.

Under legale faktorer er det strenge regler når det kommer til produksjon og konsum, og ingenting tilsier at dette vil endre seg. Dette er likt for hele bransjen, og påvirker ikke Grova sitt konkurransebilde. I tillegg er det ikke lov til å reklamere for alkoholholdige produkter. For en liten bedriften som Grova kan dette være positivt. Større bedrifter har mer omfattende budsjett, og kan sette av en betydelig sum til markedsføring. Ved at markedsføring ikke er lov, er det lettere for små bedrifter å nå sluttforbruker. Dette kan kun gjøres passivt gjennom blant annet gode resultater på smakstester.

5.2 Porter

For å analyse bransjens konkurranseintensitet benytter vi oss av rammeverket basert på Porters fem krefter (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 92). I denne analysen sees det på nyetableringer, substitutter, kundemakt, leverandørmakt og bransjekonkurranse.

5.2.1 Nyetableringer

Nyetableringer utgjør potensielle konkurrenter som har planer om å gå inn i bransjen i løpet av en periode. Ved å analysere inngangsbarrierene kan man bedømme trusselen fra disse potensielle nye konkurrentene (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 87).

Ginbransjen er en bransje i vekst, tall fra Vinmonopolet viser en økning på 46.1%

fra 2019 til 2023 (Vedlegg [B](#)). En bransje i vekst vil som oftest tiltrekke nye aktører, fordi det er profitt å hente, men terskelen for nyetableringer avhenger av noen klare inngangsbarrierer (Porter, [2008](#)). De primære kostnadene for etablering inkluderer produksjonsutstyr, lønn, leiekostnader, lagring og initiell produksjon med alle kostnader som kommer med produksjonen før salg (Caramela, [2023](#)). Bransjen er likevel ikke kapitalintensiv nok til å stoppe nye aktører for å etablere seg på markedet. Den første barrieren etter investeringskostnadene være å få tilgang til HoReCa-markedet, enten gjennom en leverandør eller ved direktesalg. For potensielle nyetablerte bedrifter er det avgjørende å sikre kundeavtaler med ulike utsalgssteder. Den neste og potensielt mest utfordrende barrieren er å etablere seg på Vinmonopolet. Dette innebærer først å bli inkludert i bestillingsutvalget, deretter muligheten for å bli del av partiutvalget, og til slutt å få plass i basisutvalget (Vinmonopolet, [2024](#)). Det er allerede så mange aktører på dette markedet at en aktør til eller fra vil ikke bety for mye for de eksisterende bedriftene. Investeringskostnadene er ikke spesielt høye, men det store hinderet er de betydelige inngangsbarrierene til HoReCa-markedet og spesielt Vinmonopolet. Dette summerer til at risikoen for nye konkurrenter vurderes som lav.

5.2.2 Substitutter

Substitutter er alternativer til bedriftens produkt. Pris, funksjonalitet og kvalitet på substituttproduktene setter en øvre grense for hvor mye verdi aktørene i bransjen kan skape (Fjeldstad & Lunnan, [2023](#), s. 80 og 88).

Substituttene til gin inkluderer andre brennevinsprodukter, vin og lettere alkoholvarianter som for eksempel øl. Begrensningene i Vinmonopolets åpningstider og beliggenhet kan være avgjørende faktorer som fører til at kunder velger lettere alkoholvarianter, som er tilgjengelig i dagligvarebutikker (Vinmonopolet, [2024](#)). Øl og vin kan ofte kjøpes til en lavere pris enn gin, noe som kan påvirke sluttbrukerens valg. Markedstrender kan også påvirke salget av gin, og som sett i Vinmonopolets salgstall har gintrenden vært tydelig de siste årene, men den kan snu (Vedlegg [B](#)). En annen trussel kommer fra trender innenfor sunnhet og velvære, der tilhengere av slike trender ofte velger lavere alkoholprosent for å oppnå en sunnere livsstil (Avogtil, [2023](#)). Tilgjengelighet, pris og trender gjør dermed substituttprodukter til en moderat trussel.

5.2.3 Kundemakt

Kundenes forhandlingsmakt er en avgjørende faktor som påvirker både pris og kvalitet på produkter, basert på deres kjøpsatferd. En høy grad av forhandlingsmakt blant kunder kan føre til lavere priser og/eller høyere kvalitet på produkter. Denne makten styrkes når kundebasen er begrenset og konsentrert. I tillegg øker den dersom produktene i bransjen er lite differensierte og enkelt kan byttes ut (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 92).

Grova har tre primærkunder, Vinmonopolet, HoReCa-markedet og Taxfree. Som nevnt tidligere har Vinmonopolet et bestillingsutvalg som alle produsenter får være en del av så lenge de innfrir kravene. Fra dette utvalget kan både enkeltpersoner og Vinmonopolbutikker bestille. Videre har Vinmonopolet et parti- og basisutvalg med produkter som er tilgjengelig på alle butikker. Vinmonopolet tar inn produkter basert på en objektiv vurdering i henhold til lovpålagt forskrift. De har dermed begrenset makt, og det er etterspørselen til sluttforbruker som avgjør innkjøp. Vinmonopolet er tilgjengelig for alle myndige, Grova har derfor en stor og spredt kundebase. Dette gir enkeltpersoner begrenset makt over produsenten, men de kan likevel påvirke gjennom anbefalinger og tilbakemeldinger (Bjørnstad, 2022). Taxfree og HoReCa-markedet fungerer ganske likt som hverandre ettersom de er private. Begge har ofte eksisterende kundeavtaler, som gjør det utfordrende for nye aktører å komme inn på markedet. I tillegg består de av færre kunder som kjøper i større kvantum, som gir dem en betydelig forhandlingsmakt. Derfor er det viktig for aktørene å opprettholde gode forhold med Taxfree og HoReCa-kundene for å unngå at de søker alternative leverandører.

Grova har anslått at 70% av salg går til Vinmonopolet, 25% til Taxfree og 5% til HoReCa-markedet (Strømmegjerde, 2024).

Etter å ha sett på de ulike kundene kommer det fram at Vinmonopolet har lav makt, ettersom salget deres baseres på etterspørselen til en stor og spredt kundegruppe. Taxfree og HoReCa har dermed kundemakt. De er større aktører som har muligheten til å ekskludere å presse ned prisene. Totalt sett vil kundemakt utgjøre en moderat trussel.

5.2.4 Leverandørmakt

Leverandørenes forhandlingsmakt er avgjørende for deres evne til å påvirke pris og avtalebetingelser for bedriftene i bransjen. Dersom det er få leverandører eller en stor

del av leveransene kommer fra et begrenset antall kilder, vil leverandørene ha betydelig makt (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 89). Grova står overfor ulike utfordringer knyttet til leverandørens makt. Deres viktigste leverandør, Hoff SA, har monopol på norsk potetsprit. Dette er hovedingrediensen i Grovas produksjonsprosess, som gir dem stor makt over prissetting. Ifølge Strømmegjerde tar Hoff dobbelt pris (40 NOK/liter) på potetspriten til Grova iforhold til de store destilleriene. For å kalle seg en Norsk gin, må potetspriten være produsert i Norge, så det finnes ikke et alternativ til Hoff (Strømmegjerde, 2024). Grova legger vekt på å benytte lokale råvarer for å skape et unikt produkt som representerer regionen Sunnmøre. Valldal Grønt AS, er deres sentrale leverandør av frukt og bær fra Valldal på Sunnmøre. Videre kjøper Grova flasker fra den franske produsenten Saver. Prisen på disse flaskene har økt på grunn av konflikten i Ukraina, som nevnt tidligere. Ifølge Strømmegjerde så trenger Grova en etterspørsel på 100.000 flasker i året for å kunne gå direkte til distributør, derfor bruker Grova nå et mellomledd for kjøp av glassflasker som igjen øker prisene (Strømmegjerde, 2024). Disse tre er de viktigste leverandørene. Hoff har monopol på potetsprit. Valdalen er eneste distributør av lokale råvarer knyttet til ginproduksjonen til Grova. Disse to har dermed en betydelig leverandørmakt. Saver derimot leverer et relativt homogent produkt, og det ville ikke gjort noe for Grova å bytte leverandør. Saver har derfor ikke like stor makt. Dette summerer til at leverandørene har betydelig forhandlingsmakt og er vanskelige å erstatte.

5.2.5 Bransjekonkurranse

Konkurrenter i en bransje er bedrifter som kjemper om de samme kundene og bruker lignende tilnærminger for å nå dem. Hvis konkurransen er intens, svekkes deres evne til å generere verdier på grunn av økt rivalisering og press på priser (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 80 og 86).

Ginbransjen består av mange ulike produsenter, både norske og internasjonale. Tall fra 2022 over de 75 mest populære ginvariantene viser at 81.09% kommer fra utlandet, mens 18.91% kommer fra Norge. Grova derimot har bare en markedsandel på 0.17% av de 75 mest solgte gin i 2022 (Vedlegg C). Som nevnt tidligere er ginbransjen i vekst (Vedlegg B), dette muliggjør økning i omsetningen for bedriftene uten at denne veksten nødvendigvis går på bekostning av en konkurrent. Likevel er bransjen preget av sterk konkurranse.

For det første er flere av Grovas konkurrenter store internasjonale ginprodusenter med stordriftsfordeler, som Gordon, Bombay Sapphire og Tanqueray. Dette innebærer blant annet hard priskonkurranse i form av at de har muligheten til å dumpe prisen som følge av lavere kostnader. For det andre er gin generelt sett et lite differensiert produkt. Dette innebærer at det er begrensede muligheter til å skille seg fra konkurrenter. På lik linje med Grova, differensierer de andre norske produsentene som Bereksten og Myken seg ved å benytte norske råvarer som en stor del av sin merkevare (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 85).

Store internasjonale aktører og et lite differensiert produkt fører til en betydelig trussel fra konkurrenter.

5.2.6 Oppsummering

Oppsummeringen av truslene fra Porter er gitt i (Tabell 1)

Analytiske funn	Liten	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer	X		
Trussel fra kunder		X	
Trussel fra substitutter		X	
Trussel fra leverandører			X
Trussel fra konkurrenter			X

Tabell 1: Trusselsgrad i henhold til Porter

5.3 Intern analyse - VRIO

I den interne analysen er det fokusert på ressursene til bedriften. Ifølge Fjeldstad og Lunnan defineres ressurser som: "Ressurser inkluderer alle eiendeler, prosesser og rutiner, relasjoner og nettverk, informasjon, kunnskap og lignende som setter bedriften i stand til å utvikle og gjennomføre strategier som bedrer kostnadseffektivitet og/eller kundetilfredsheten." (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 45).

Det er vanlig å dele de verdiskapende ressursene inn i materielle og immaterielle ressurser. Materielle ressurser er de fysiske ressursene som lett kan identifiseres, for

eksempel maskiner. De immaterielle derimot er vanskeligere å identifisere. Det kan for eksempel være menneskelig relasjoner eller kompetanse (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 64).

For å analysere Grova sine ressurser har vi valgt å gjennomføre en VRIO-analyse. En VRIO-analyse ser på bedriften sine ressurser, og vurderer om disse gir et konkurransefortrinn eller ikke. I analysen vurderes de kartlagte ressursene om de er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og om de er utnyttet. Verdifulle ressurser vil kunne omsettes til produkter, og skape verdi for kunden. Sjeldne ressurser handler om hvor tilgjengelige ressursene er for alle konkurrenter. Ikke-imiterbare ressurser sier noe om hvor lett ressursen kan kopieres eller erstattes av andre ressurser. Dersom en ressurs er godt utnyttet, forteller det om bedriften kan trekke ut et overskudd fra ressursen (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 64).

VRIO-analysen av Grova identifiserer de viktigste ressursene for selskapet, og vurderer dem ut ifra VRIO-kriteriene. Vi har plukket ut de mest sentrale ressursene for verdiskapningen til Grova. Vi ser på ressursene; kunnskap, holdning, destilleriet, eiendommen og merkevaren:

Kunnskap og ferdigheter: Kunnskap og ferdigheter tilegnes gjennom kurs, utdanning, bøker og erfaringer (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 53). For å sette i gang produksjon av gin må en tilegne seg kunnskap. Strømmegjerde fikk opplæring når han skulle starte prosjektet. Ifølge Strømmegjerde er ikke dette gjort over natta, og det trengs perioder med prøving og feiling før man har et endelig produkt (Strømmegjerde, 2024). Etter bare 2 år i bransjen fikk Grova tildelt flere gull på ginkonkurranser. Dette kan tyde på at denne kunnskapen kan tilegnes på nokså kort tid, og vi vil derfor si at denne ressursen er sjelden men imiterbar. Kunnskapen er med på å skape verdi, og den er utnyttet.

Holdning: I Grova er det kun én ansatt, daglig leder Harald Strømmegjerde. Holdningene og innsatsen hans er en ressurs som er verdifull for Grova. Holdninger er i stor grad medfødt og tilegnet gjennom hele livet. Ut ifra samtaler med Strømmegjerde kan det virke som om han har flere timer i døgnet enn alle andre. Han startet brennevinsprosjektet ved siden av en fulltids fabrikkjobb. Selv etter det har blitt en fulltidsstilling i Grova har han jobbet sesongbasert som snøbrøyter for å unngå å ta ut midler fra bedriften (Strømmegjerde, 2024). Uten denne driven og viljen til å dedikere seg tror vi ikke at Grova hadde gått like bra som det gjør i dag. På bakgrunn av dette vil vi anse denne

ressursen som et vedvarende konkurransefortinn.

Destilleriet: Destilleriet til Grova er der selve produksjonen av gin skjer, og er essensielt for å skape verdi. På en annen side er ikke destilleriet til Grova unikt i forhold til sine konkurrenter, og alle i bransjen har tilnærmet like maskiner.

Eiendom: Eiendommen gir et fysisk sted for produksjonen av gin og annen virksomhet knyttet til destilleriet. Den kan også være verdifull som et potensielt attraktivt turistmål på Sunnmøre. Derimot er den ikke sjelden, ettersom flere små norske ginprodusenter spiller på lokal tilhørighet og norske råvarer.

Merkevare: Merkevaren er en stor del av bedriften, da den representerer produktets identitet og er nøkkelen til å skille seg ut i markedet. En godt etablert merkevare gir verdier som enkel gjenkjennelighet, differensiering fra konkurrenter og assosiasjoner. En merkevare beskytter også Grovas produkter mot kopiering, både når det gjelder design og smak. En merkevare vil alltid til en viss grad være utnyttet, ettersom den skiller bedriften fra sine konkurrenter. En sterk merkevare derimot handler om å skape sterke assosiasjoner knyttet til produktet, og her ligger det mye potensiell verdi for Grova. Vi konkluderer med at merkevaren til Grova er verdifull og utnyttet, ettersom den skiller dem fra sine konkurrenter. Merkevare er noe alle bedrifter har, og er derfor ikke sjeldent. Merkevaren til Grova preges av at det er en gin laget på lokale råvarer i likhet med de fleste andre norske ginprodusenter. Merkevaren kan dermed beskrives som imiterbar.

Grovas viktigste ressurser er vist i (Tabell 2):

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Utnyttet	Konkurransemessig konsekvens
Kunnskap	JA	JA	NEI	JA	Midlertidig konkurransefortrinn
Holdning	JA	JA	JA	JA	Vedvarende konkurransefortrinn
Destilleriet	JA	NEI	NEI	JA	Konkurranselikevekt
Eiendom	JA	NEI	NEI	JA	Konkurranselikevekt
Merkevare	JA	NEI	NEI	JA	Konkurranselikevekt

Tabell 2: VRIO-analyse av utvalgt ressurser i Grova

5.3.1 Oppsummering

I denne VRIO-analysen har vi identifisert Grova sine viktigste ressurser, og sett nærmere på dem. Destilleriet og eiendommen deres er essensiell for daglig drift og verdiskapning,

men ikke noe som skiller dem fra sine konkurrenter. Daglig leder har et enormt engasjement, og vi mener han er en uerstattelig person for Grova. I tillegg har Grova god kunnskap innen ginproduksjon. Dette er ikke allmennkunnskap, men det kan læres. Merkevaren hjelper Grova å bli identifisert, og skiller dem fra sine konkurrenter.

5.4 SWOT

En SWOT-analyse baserer seg på den eksterne og interne analysen. Muligheter og trusler blir hentet fra den eksterne analysen, og styrker og svakheter blir hentet fra den interne analysen (Fjeldstad & Lunnan, 2023, s. 249).

Grova sin SWOT er presentert i (Tabell 3)

SWOT	Hjelpfulle	Skadelige
Interne	Styrker:	Svakheter:
	Holdning	En ansatt
	Kunnskap	Liten bedrift
Eksterne	Muligheter:	Trusler:
	Gin-trend	Hoff
	HoReCa	Konkurrenter
	Smakstester	Kundemakt
	Valutakurs	Substitutter
Vinmonopolet	->NoLo-trend	

Tabell 3: SWOT-analyse for Grova

5.4.1 Styrker

Av SWOT-analysen for Grova fremgår det flere styrker som kan føre til videre vekst i bedriften.

En av de viktigste styrkene til Grova er holdningene til daglig leder. Dedikasjonen hans

til bedriften de siste årene anses som en av de sterkeste og viktigste ressursene til Grova.

En annen styrke Grova har er produksjonsmetoden og kvaliteten denne medfører. Grova produserer håndverksgin med tradisjonell metodikk. Produktet er dermed av høyere kvalitet og har et unikt preg, som igjen skiller Grova fra mange konkurrenter.

En tredje styrke er kunnskapen som ligger i bedriften. Ginproduksjon krever mye kunnskap om både produktet og produksjonsmetoden. Bedriften har opparbeidet seg mye kunnskap de siste årene, som igjen fører til gode resultater på produksjonen.

5.4.2 Svakheter

I SWOT-analysen er det påpekt to svakheter.

Grova har kun en ansatt, dermed er bedriften særlig sårbar hvis den ansatte skulle være fraværende.

Grova er en liten og ny bedrift, som medfører en rekke utfordringer. Ettersom verken kundene eller leverandørene er avhengige av Grova, har Grova ingen makt. Grova er ikke like veletablert hos leverandører, kunder og i salgskanalene, sammenlignet med mer etablerete merkevarer.

5.4.3 Muligheter

Fra de eksterne analysene er det konkludert en rekke muligheter, som Grova kan dra nytte av. For det første er gin en av de brennevinstypene som har høyest prosentvis vekst på Vinmonopolet de siste årene. Dette fører til at det er organisk vekst i markedet, som gagnar alle ginprodusentene. For det andre er Grova per dags dato beskjedent representert på HoReCa markedet, og det er derfor store muligheter for å ekspandere. Videre er markedsføring av alkoholholdige produkter begrenset, men en mulighet ligger i å gjøre det bra på smakstester. Norge er inne i en tid med en svak kronekurs, dette gjør at de internasjonale selskapene ikke selger like billige produkter i Norge. Grova er i dag i bestillingsutvalget til Vinmonopolet, og kun representert i et lite utvalg av Vinmonopolets butikker. Her ligger det derfor gode muligheter i å komme seg inn på flere butikker, og på sikt komme seg inn på partiutvalget.

5.4.4 Trusler

Ut ifra den eksterne analysen er det poengtert flere trusler. For det første er Hoff den eneste leverandøren av norsk potetsprit, Grova er derfor svært avhengig av Hoff. Videre utgjør konkurrenter en stor trussel. De norske ginprodusentene differensierer seg likt som Grova, så det er lett for kunder å bytte fra Grova til en annen konkurrent. Kundene kan også velge et substitutt, grunnet blant annet NoLo-trend eller preferanser. De internasjonale produsentene har stordriftsfordeler, og kan presse prisene nedover. I tillegg er kundemakt en trussel for Grova, i og med at det er et fåtall utsalgssteder for alkohol.

6 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en prestasjonsmåling med utgangspunkt i regnskapet. Analysene har ulike formål; Bedriften selv kan bruke dem som grunnlag for forbedring, banken kan gjøre en kredittvurdering og investorer kan vurdere bedriftens verdi (Berg, 2017, s. 67-68). Formålet med å finne nøkkeltall er å muliggjøre sammenligninger. Sammenligningene kan være for å se virksomhetens økonomiske helsetilstand, sammenligne virksomhet med bransjegjennomsnittet eller sammenligne med sammenlignbare virksomheter (Sending & Tangenes, 2019, s. 145).

Vi har samlet finansielle data fra regnskapene til Myken (Vedlegg F) og Haavaldsen (Vedlegg G) med formål om å sammenligne nøkkeltall med Grova. Siden Grova har regnskapstall fra og med 2018, men ikke inntekt før 2019, så er det naturlig å starte med nøkkeltall fra 2019 (Vedlegg E). Hele risikoanalysen er basert på historiske regnskapstall fra 2019 til 2022.

6.1 Sammenlignbare bedrifter

I regnskapsanalysen sammenligner vi Grova med Myken og Haavaldsen Distillery. Det er hensiktsmessig å sammenligne Grova med disse to fordi de har flere felles trekk og egenskaper med Grova. Alle tre bedriftene er norske, og er relativt små og unge destillerier med få ansatte. De deler samme konsept om å produsere produkter med norsk preg og lokale råvarer. De har gin som en del av brennevins assortimentet sitt, og de har fokus på kvalitet. I tillegg har Strømmegjerde påpekt at Myken er sammenlignbar med Grova på

grunn av disse felles egenskapene (Strømmegjerde, 2024).

Haavaldsen Distillery AS ble opprettet i 2007, men deres første gin var klar først i 2014. Destilleriet holder til ved Drammensfjorden, og bruker lokale ingredienser og tradisjonelle metoder i sin produksjon av håndverkssprit (Haavaldsen, udatert).

Myken Destilleri AS ble opprettet i 2013, og har produsert håndverksgin siden 2014. All deres produksjon, lagring, og tapping foregår i det gamle fiskeværet Myken, 32 km ute i havet nord på Helgelandskysten. Myken fokuserer på lokal forankring og tar mye inspirasjon fra den nordnorske naturen (Myken, udatert).

6.2 Lønnsomhet

Lønnsomhet forteller bedriftens evne til å skape overskudd. Det er viktig at en bedrift er lønnsom dersom den skal overleve på sikt. For å vurdere lønnsomhet er det flere nøkkeltall som er viktige (Kristoffersen, 2023, s. 451). I denne lønnsomhetsanalysen vil vi se på driftsmargin, totalkapitalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet for å vurdere Grova sin lønnsomhet.

Grova har aldri tatt ut lønn, og vil av den grunn ha kunstig høye tall i denne lønnsomhetsanalysen. Vi skal på hver del justere for lønn, hvor vi bruker medianlønnen for 2022 på 572 160 NOK (SSB, udatert-a). Dette er ansett som høyt siden Strømmegjerde ikke hadde Grova som et fulltidsprosjekt enda.

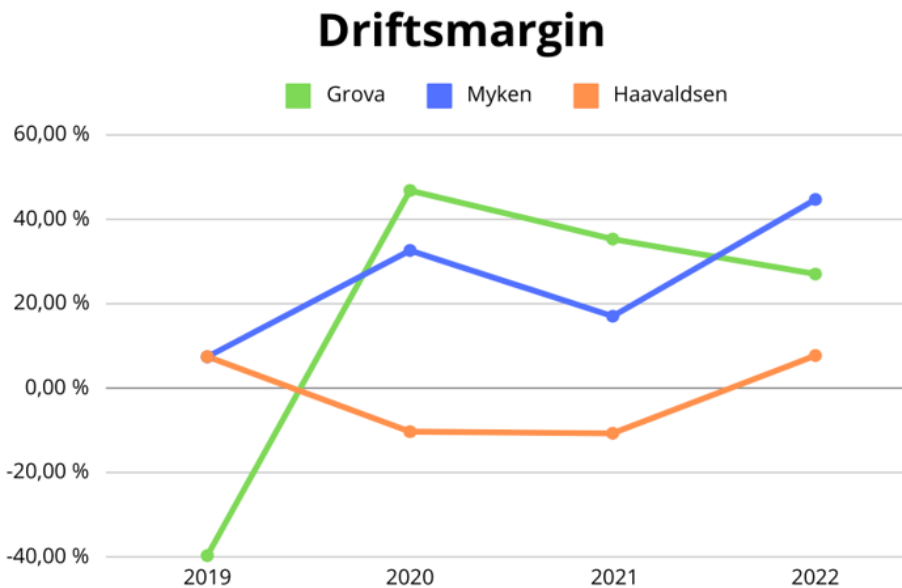
Driftsmarginen forteller hvor mye en bedrift har tjent før det er tatt hensyn til finansielle poster. Driftsmarginen er forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene (Kristoffersen, 2023, s. 453). En høy driftsmargin betyr at bedriften tjener mye per krone omsatt. For å vurdere driftsmarginen er det viktig å se på utvikling over tid, og sammenligne med liknende selskaper (SNL, 2023). Kristoffersen nevner at i perioder med lav prisstigning vil en driftsmargin over 10% være meget god, men under 1% vil være dårlig (Kristoffersen, 2023, s. 454).

$$Driftsmargin = \frac{Driftsresultat}{Driftsinntekter} \cdot 100\% \quad (5)$$

Utregningene for driftsmargin for de tre selskapene er samlet i (Tabell 4):

Driftsmargin	2019	2020	2021	2022
Grova	-39.72%	46.83%	35.31%	27.04%
Myken	7.41%	32.61%	17.03%	44.70%
Haavaldsen	7.44%	-10.34%	-10.73%	7.70%

Tabell 4: Driftsmargin for Grova, Myken og Haavaldsen



Figur 2: Driftsmargin for Grova og Myken

Vi ser fra (Tabell 4) at driftsmarginen til Grova var negativ i 2019, grunnet oppstartsfase med lite inntekter i forhold til kostnader. Videre så er det en høy driftsmargin i de tre neste årene, og langt over 10% som Kristoffersen nevner er ”meget bra”. På den andre siden er det en nedadgående kurve på utviklingen fra 2020 til 2022 (Figur 2). Det vil si at Grova tjener mindre per krone omsatt nå, enn de gjorde tidligere. Strømmegjerde nevner at Grova ikke har satt opp priser i takt med inflasjon de siste årene (Strømmegjerde, 2024). Med kostnader som følger inflasjon, så kan dette forklare at driftsmarginen går ned. I tillegg er det gjort større investeringer i 2022, enn årene før. Sammenlignet med Myken og Haavaldsen, ligger Grova på et stabilt nivå.

Hvis lønnsomhetsanalysen skulle blitt korrigert for manglende lønn, ville Grova sin driftsmargin for 2022 være på 10.87%. Driftsmarginen ville da fortsatt være god ifølge Kristoffersen.

”Totalkapitalrentabilitet uttrykker hvor mye hver krone som er investert i bedriften, gir i avkastning uavhengig av hvor finansieringen kommer fra” (Berg, 2017, s. 75). I 2021 var den gjennomsnittlige totalkapitalrentabiliteten for aksjeselskapene i Norge 8.9% (Kristoffersen, 2023, s. 456). Kristoffersen nevner at et minstekrav for totalkapitalrentabiliteten er at den skal være høyere enn avkastningskravet. Han nevner også at en total avkastning på totalkapitalen på over 10% anses å være god, mens en avkastning på over 15% anses som meget god (Kristoffersen, 2023, s. 455).

$$R_{TK} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\overline{TK}} \cdot 100\% \quad (6)$$

R_{TK} = Totalkapitalrentabilitet

TK = Totalkapital

Der totalkapitalen til Grova er gitt i (Tabell 5):

År	2018	2019	2020	2021	2022
Totalkapital	419 630	1 786 150	2 609 358	3 576 971	3 963 128

Tabell 5: Totalkapital for Grova

Resultatet av utregningene for de tre bedriftene samles i (Tabell 6):

Totalkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	2022
Grova	-14.46%	33.45%	24.87%	24.36%
Myken	0.80%	5.13%	1.80%	3.26%
Haavaldsen	12.58%	-9.46%	-11.23%	7.13%

Tabell 6: Totalkapitalrentabilitet for Grova, Myken og Haavaldsen

Vi ser fra (Tabell 6) at totalkapitalrentabiliteten til Grova har hatt et gjennomsnitt på 27.56% de siste tre årene, som viser til god avkastning på totalkapitalen. Dermed kan vi si at Grova sin totalkapitalrentabilitet er mer enn akseptabel. Grova har klart bedre rentabilitet enn Myken og Haavaldsen. Myken har mye kapital grunnet produksjon av whisky, og har derfor en lavere totalkapitalrentabilitet. Justert for lønn ville Grovas totalkapitalrentabilitet for 2022 vært på 9.18% som er argumenterbart godt, i og med at Grova fortsatt er i oppstartsfase.

Egenkapitalrentabilitet uttrykker avkastningen eierne sitter igjen med. Altså hvor stor profitt bedriften har i forhold til egenkapitalen. En bedrift vil betale renter og avdrag uansett om de går med over- eller underskudd. Et underskudd vil derfor redusere verdiene i bedriften. Eieren tar av denne grunn på seg en større risiko i bedriften, så denne avkastningen bør ofte være høyere enn totalavkastningen (Berg, 2017, s. 76). Hvis totalkapitalrentabiliteten er større enn lånerenten, vil det føre til økt avkastning på egenkapitalen. En høy gjeldsandel gir en meget høy egenkapitalrentabilitet, dersom totalkapitalrentabiliteten er høyere enn lånerenten. Dette grunnet høyere risiko (Kristoffersen, 2023, s. 461).

$$R_{EK} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{\overline{EK}} \cdot 100\% \quad (7)$$

R_{EK} = Egenkapitalrentabilitet før skatt

EK = Egenkapital

Der egenkapitalen til Grova er gitt i (Tabell 7):

År	2018	2019	2020	2021	2022
Sum egenkapital	-8 520	-160 337	480 692	1 084 097	1 801 141

Tabell 7: Egenkapital for Grova

Negativ egenkapital i 2018 og 2019 er knyttet til udekket tap.

Resultatet av utregningene for de tre bedriftene samles i (Tabell 8):

Egenkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	2022
Grova	N/A	462.04%	98.90%	64.03%
Myken	2.33%	16.55%	4.72%	6.44%
Haavaldsen	68.00%	-46.55%	-96.28%	83.16%

Tabell 8: Egenkapitalrentabilitet for Grova, Myken og Haavaldsen

Vi ser fra (Tabell 8) at Grova har en høyere egenkapitalrentabilitet enn totalkapitalrentabilitet. I 2019 hadde Grova både negativt resultat og egenkapital, så dette kan ikke beregnes. Ettersom egenkapitalrentabiliteten regnes som et snitt av egenkapital fra gjeldene år

og året før, vil den i 2020 bli urealistisk høy som vist i (Tabell 7). Videre ser vi at egenkapitalrentabiliteten har sunket for hvert år. Grunnen til dette er knyttet til at alt overskudd blir holdt igjen i bedriften, derfor har egenkapitalen økt betraktelig mye mer enn resultatet. Likevel så er den en god del høyere enn totalkapitalrentabiliteten, som er bra. Justert for lønn ville Grovas egenkapitalrentabilitet for 2022 vært på 24.37%, som er en del høyere enn den lønnsjusterte R_{TK} .

6.3 Soliditet og Finansiering

Finansiering handler om hvordan bedriftens eiendeler er finansiert. Eiendelene kan enten være langsiktig finansiert gjennom egenkapital og langsiktige lån, eller ved kortsiktige lån. Finansieringsstrukturen er ulik fra bransje til bransje, og det er derfor hensiktsmessig å sammenligne med bedrifter i egen bransje (Kristoffersen, 2023, s. 462). Vi vil benytte oss av finansieringsgrad 1 til å si noe om finansieringsstrukturen til Grova.

Finansieringsgrad 1 forteller i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Anleggsmidler er ment til langvarig bruk, og bør derfor være finansiert av langsiktige midler, dette er en sunn finansieringsstruktur. Kristoffersen nevner at finansieringsgrad 1 bør være under 1. Dette medfører at langsiktig kapital, altså summen av EK og langsiktig gjeld, dekker anleggsmidlene og litt av omløpsmidlene (Kristoffersen, 2023, s. 463). Formelen for finansieringsgrad 1 er gitt ved:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}} \cdot 100 \quad (8)$$

Der den langsiktige kapitalen for Grova er gitt ved (Tabell 9)

År	2018	2019	2020	2021	2022
Langsiktig kapital:	91 480	586 313	1 328 935	1 681 289	2 485 099

Tabell 9: Langsiktig kapital for Grova

Resultatet av utregningene for de tre bedriftene samles i (Tabell 10):

Finansieringsgrad 1	2019	2020	2021	2022
Grova	1.98	0.91	0.74	0.62
Myken	1.35	1.27	0.69	0.44
Haavaldsen	1.73	3.00	7.84	4.86

Tabell 10: Finansieringsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen

Grova sin langsiktige kapital består av langsiktige lån og egenkapital spyttet inn av Strømmegjerde (Strømmegjerde, 2024). Grova har ingen kapitalsterke aktører i ryggen, derfor er det viktig med en trygg finansiering. Finansieringsgraden til Grova har vært på under 1 de siste tre årene. Det vil si at anleggsmidlene deres er dekket av langsiktig kapital. Den høye finansieringsgraden i 2019 skyldes stor investering i maskiner og en negativ egenkapital. Etter dette har finansieringsgraden bedret seg gradvis. Grunnen kan være at Grova har holdt tilbake alt av verdier i bedriften, slik at egenkapitalen har steget (Strømmegjerde, 2024). Sammenlignet med Myken har Grova en litt høyere finansieringsgrad. Likevel kan vi si at kapitalstrukturen til Grova har vært sunn de siste årene, med en finansieringsgrad godt under 1, og en gradvis forbedring for hvert år.

Soliditet måler en bedrifts evne til å tåle økonomiske tap og operere med underskudd. Bedriftens soliditet er knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til totalkapitalen (Kristoffersen, 2023, s. 465). Ved gjennomføring av en soliditetsanalyse er det viktig å se på utviklingen av egenkapitalen over tid. Endring i egenkapital kan skyldes flere forhold. Det kan være tilbakeholdt overskudd, ny innbetaling fra eiere eller tilbakebetaling av egenkapital. Nyoppstartede bedrifter vil som regel ha en mindre egenkapital, og dermed være mer sårbare for å gå konkurs (Kristoffersen, 2023, s. 467). Et vanlig nøkkeltall for å se på soliditeten til et selskap er egenkapitalprosenten. Den forteller hvor mye av eiendelene som er finansiert av egne midler, og hvor mye tap de tåler før det går på bekostning av kreditorene. Sending og Tangenes nevner at egenkapitalandelen bør ligge på en tredel av totalkapitalen, helst mer (Sending & Tangenes, 2019, s. 165).

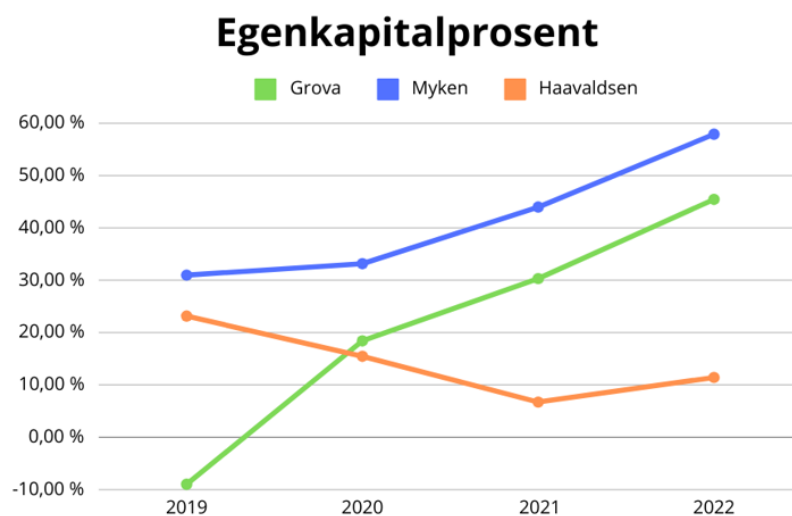
$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{TK} \cdot 100\% \quad (9)$$

Utregningene for egenkapitalprosent for de tre selskapene er samlet i (Tabell 11):

Egenkapitalprosent	2019	2020	2021	2022
Grova	-8.98%	18.42%	30.31%	45.45%
Myken	30.98%	33.16%	43.98%	57.90%
Haavaldsen	23.15%	15.46%	6.72%	11.42%

Tabell 11: Egenkapitalprosent for Grova, Myken og Haavaldsen

Egenkapitalprosentene vises også grafisk i (Figur 3):



Figur 3: Egenkapitalprosent for Grova, Myken og Haavaldsen

Fra (Tabell 11) ser vi at Grova sin egenkapitalprosent har forbedret seg gradvis de siste fire årene. I 2019 hadde de negativ egenkapital, og derfor en negativ egenkapitalprosent. I dette året var Grova i startfasen, og hadde derfor lite egenkapital. De tre siste årene har de gått fra 18.42% til 45.45%. Grunnen til at Grova har opplevd en vekst i egenkapitalen er som nevnt tidligere grunnet tilbakeholdt overskudd.

6.4 Likviditet

En analyse av likviditeten viser til bedriftens betalingsevne. Det innebærer å kartlegge bedriftens evne til å betale sine forpliktelser før frister (Kristoffersen, 2023, s. 469). Ved en analyse av likviditeten er det vanlig å se på arbeidskapitalen til bedriften, som er forskjellen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Kortsiktig gjeld er hvilke betalingskrav bedriften må betale innen kort tid, mens omløpsmidlene viser hva som er

tilgjengelig til å dekke disse kravene (Sending & Tangenes, 2019, s. 160). Omløpsmidler er eiendelene som benyttes i varekretsløpet, som er tiden fra en vare blir kjøpt, selges og til kunden har betalt. Eksempler på omløpsmidler er varelager, kundefordringer og bankinnskudd. Vi vil se på likviditetsgrad 1 og 2 for å bedømme Grova sin likviditet.

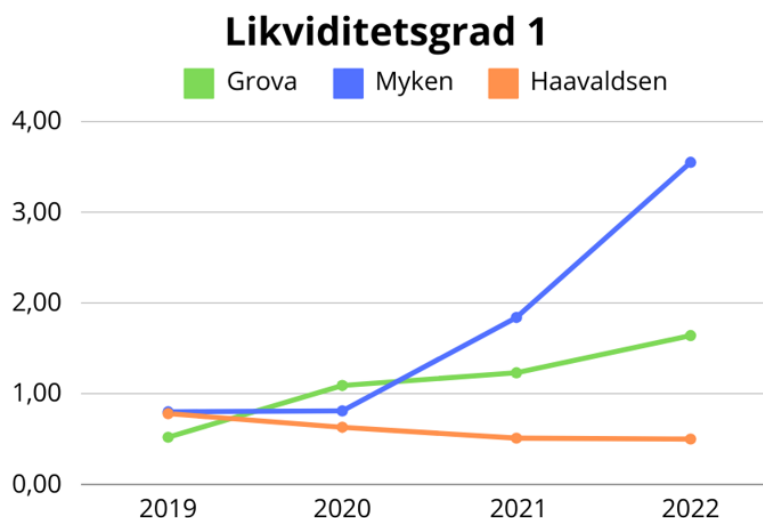
Likviditetsgrad 1 er et relativt forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Jo høyere dette forholdstallet er jo bedre stilt er bedriften til å møte betalingsforpliktelsene sine. Sending og Tangenes nevner at en gammel tommelfingerregel er at denne bør være over 2, da kan en slå fast at likviditeten er meget god. Likevel kan det være greit med lavere verdier, og det er viktig å se på utviklingen til selskapet over tid. Dersom likviditetsgraden er helt nede i 1 er det bekymringsfullt (Sending & Tangenes, 2019, s. 162).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (10)$$

Utregningene for Likviditetsgrad 1 for de tre selskapene er samlet i (Tabell 12):

Likviditetsgrad 1	2019	2020	2021	2022
Grova	0.52	1.09	1.23	1.64
Myken	0.80	0.81	1.84	3.55
Haavaldsen	0.78	0.63	0.51	0.50

Tabell 12: Likviditetsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen



Figur 4: Likviditetsgrad 1 for Grova, Myken og Haavaldsen

Ut ifra (tabell 12) kan vi se at Grova har hatt en likviditetsgrad 1 på under 2 samtlige år, og under 1 i 2019. Likevel ser vi en positiv utvikling fra (Figur 4), med 1.64 i 2022. Sammenlignet med Myken har de en betydelig mindre likviditetsgrad, som kan tyde på at Grova sin likviditet ikke er helt optimal. På en annen side er den en del bedre enn Haavaldsen.

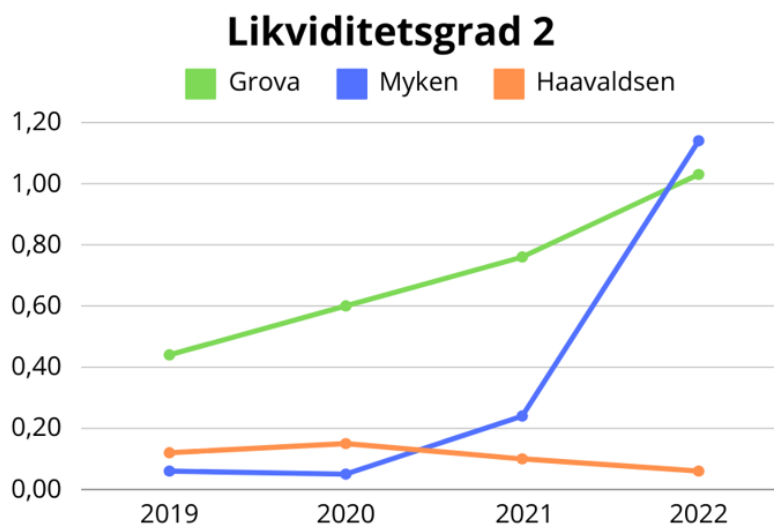
Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden. De mest likvide omløpsmidlene er de som kan omgjøres til likvider med enkle transaksjoner. Her er det vanlig å benytte omløpsmidler fratrukket varelager (Kristoffersen, 2023, s. 471). Denne bør være over 1 hvis en skal konkludere med at likviditeten er god (Sending & Tangenes, 2019, s. 162).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (11)$$

Utregningene for Likviditetsgrad 2 for de tre selskapene er samlet i (Tabell 13):

Likviditetsgrad 2	2019	2020	2021	2022
Grova	0.44	0.60	0.76	1.03
Myken	0.06	0.05	0.24	1.14
Haavaldsen	0.12	0.15	0.10	0.06

Tabell 13: Likviditetsgrad 2 for Grova, Myken og Haavaldsen



Figur 5: Likviditetsgrad 2 for Grova, Myken og Haavaldsen

Fra (tabell 13) ser vi at likviditetsgrad 2 har vært under 1 alle årene unntatt 2022, da hadde de 1.03. Det har vært en positiv utvikling de siste årene, og de har gradvis bedret sin likviditet (Figur 5). De er akkurat over verdien for å kunne si at likviditeten er god, som kan tyde på at de til tider har slitt med å møte betalingsfrister. Sammenlignet med Myken har de hatt en sunnere utvikling, hvor så og si alle omløpsmidlene deres har vært tilknyttet varebeholdning fram til 2021.

6.5 Resultat av risikoanalysen

Etter å ha sett på lønnsomheten, soliditeten og likviditeten til Grova kan vi konkludere med at de har en trygg økonomi.

Lønnsomheten til Grova er god, og de leverer gode verdier på de tre nøkkeltallene. Driftsmarginen har dog en nedadgående kurve, så prisene bør justeres opp med inflasjonen fremover, ellers vil kostnadene løpe fra inntektene. Dette vil potensielt føre til en dempning i volumveksten de har hatt de siste årene.

Soliditeten har forbedret seg for hvert år. Etter å ha sett på finansieringsgraden og egenkapitalprosenten til Grova kan vi se at de har en trygg finansieringsstruktur og en nokså god evne til å tåle tap. Dette er spesielt viktig for Grova, ettersom de ikke har kapitalsterke aktører i ryggen. Begge nøkkeltallene har en positiv utvikling, som tyder på at dette vil vedvare i fremtiden.

I likhet med soliditeten har likviditeten også hatt en gradvis forbedring. Verdiene for både likviditetsgrad 1 og 2 er litt lave, som kan tilsi at det kan oppstå problemer med betalingsfrister. På den andre siden tyder den positive utviklingen deres at de vil komme opp på et mer bærekraftig nivå innen få år. Derfor kan vi konkludere med at likviditeten til Grova er nokså god, og vil bedre seg i årene som kommer.

Ut ifra regnskapsanalysen vises det at de tidlige regnskapstallene til Grova er urealistiske. Resultatet av dette er at når det skal bli beregnet analyse av fremtidige kontantstrømmer vil det bare bli sett på tall fra 2021 og 2022.

7 Avkastningskrav

Før vi kan utføre verdsettelsen, må vi estimere avkastningskravet. Avkastningskravet er avgjørende for å diskontere de forventede kontantstrømmene som er satt opp basert på fremtidige prognoser. Investorer krever en høyere avkastning for å kompensere for den risikoen de påtar seg. For å fastsette en passende kompensasjon for denne risikoen, brukes et avkastningskrav. Det finnes ulike verktøy for å beregne avkastningskravet, men vi velger å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, og vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad (WACC) for å estimere avkastningskravet for total kapitalen.

7.1 Beta-verdi

Beta måler hvor mye systematisk risiko en enkelt aksje eller prosjekt har i forhold til resten av markedet, og hvor mye den påvirkes av den generelle markedsrisikoen. I snitt vil en egenkapitalbeta være lik 1, som betyr at en aksje eller prosjekt svinger i takt med aksjemarkedet. Matematisk blir betaen estimert ved å dividere kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet med variansen til aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 160).

$$\beta_E = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} \quad (12)$$

β_E = Egenkapitalbeta

r_i = Avkastningen til selskapet

r_m = Markedsportefølje

For selskaper som ikke er børsnotert er det ikke mulig å regne ut betaen på denne måten, ettersom det krever en lang serie med avkastningstall. Kaldestad og Møller viser til to ulike metoder for å estimere betaverdien for slike selskap. Den første metoden går ut på å observere sammenlignbare børsnoterte selskap. Den andre metoden er en fundamental analyse hvor en vurderer selskapet i grovere trekk ut ifra risiko. Kaldestad og Møller nevner at metode 1 bør benyttes om det er mulig, ettersom denne metoden fremstår mindre manipulerbar (Kaldestad & Møller, 2016, s. 165). Metode 1 går ut på å ta utgangspunkt i betaen til sammenlignbare selskaper. Selskaper vil aldri være helt like, og det optimale er å finne selskaper som operer innenfor samme bransje, land og er av tilnærmet lik størrelse. Metoden gjøres i tre trinn (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Trinn 1 handler om å identifisere egenkapitalbetaen til sammenlignbare selskaper. Denne kan finnes på ulike internettsider eller estimeres gjennom en regresjonsanalyse ved å bruke (Formel 12). I trinn 2 omgjøres egenkapitalbetaen til en forretningsbeta. Målet er å korrigere for effekter knyttet til finansieringsgraden. Dette gjøres for alle (n) sammenlignbare selskaper, og deretter beregnes et gjennomsnitt som representerer bransjens forretningsbeta (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161).

$$\overline{\beta_U^n} = \sum_{i=1}^n \beta_E^i \cdot \frac{E^i}{EV^i \cdot n} \quad (13)$$

β_U = Forretningsbeta

E = Markedsverdi av egenkapitalen

EV = Markedsverdi av selskapet

I trinn 3 konverteres forretningsbetaen som ble funnet i (Formel 13) om til en egenkapitalbeta, basert på kapitalstrukturen til selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 161). Denne formelen forutsetter en gjeldsbeta på 0, dette er vanlig i bransjer hvor det ikke er konkurrisiko (Berk & DeMarzo, 2014, s. 763).

$$\beta_E = \beta_U \cdot \frac{EV}{E} \quad (14)$$

Vi har valgt å benytte oss av denne metoden for å estimere Grova sin egenkapitalbeta.

Det er ingen selskaper som produserer alkohol på norsk børs, og heller ingen vi mener tilstrekkelig kan sammenlignes med Grova (Euronext, [udatert](#)). Vi har derfor valgt å benytte oss av fem utenlandske selskap: Diageo (USA), Pernod Ricard (FRA), Brown Forman (USA), Remy Cointreau (FRA) og Fevertree (ENG). De fire første selskapene produserer brennevin, mens Fevertree hovedsakelig produserer tonic water. Det kan stilles tvil til at disse er sammenlignbare med Grova. Alle fem selskapene er store internasjonale selskap, og har en helt annen kapitalstruktur enn Grova. På en annen side opererer alle innenfor samme marked, og vi antar derfor at de følger markedssvingninger i lik grad. Selskaper er aldri perfekt sammenlignbare, men vi er komfortable med at dette er tilstrekkelig ut ifra forutsetningene vi har.

For å måle svingningene i markedet er det nyttig å sammenligne med en børs. Den norske indeksen, OSEBX er svært energipreget, og har derfor svingninger som korrelerer med dette markedet (Nordnet, [udatert](#)). De amerikanske indeksene er spesielt kjent for sin tunge vektlegging av teknologiselskaper og har av den grunn ikke blitt valgt (Nordnet, [udatert](#)). Vi har derfor valgt å benytte oss av den franske indeksen CAC 40. Den er kjent for sin diversitet av selskaper fra mange forskjellige sektorer, inkludert luksusvarer, legemiddel, luftfart, finans og mer. (Johansen, [2023](#)) Dette gir investorer en bred eksponering mot ulike deler av økonomien.

Når det kommer til valg av analyseperiode, er fordelene ved å velge en lengre tidsperiode at man får sett samvariasjonen mellom aksjene og indeksen i både oppgangstider og nedgangstider. Ved å bruke for kort tidsperiode kan selskapsspesifikke hendelser påvirke betaen. En ulempe ved å bruke en for lang tidsperiode er at bransjer og selskaper kan endres over tid, så betaen kan bli mindre relevant (Kaldestad & Møller, [2016](#), s. 162). Derfor har vi valgt en analyseperiode på 5 år.

Tallene brukt til utregning av egenkapitalbetaene er fra Investing.com, med ukentlige observasjoner i tidsrommet 29. april 2019 til 29. april 2024 (Investing, [udatert](#)). Med disse tallene har vi regnet oss fram til en egenkapitalbeta for hvert av selskapene. Deretter har vi funnet markedsverdien til egenkapitalen (Market cap) og Verdien til total kapitalen (EV) til de ulike selskapene for 2024. Disse tallene er hentet fra Yahoo finance (Yahoofinance, [udatert](#)). Videre har vi brukt (Formel [13](#)) og funnet forretningsbetaen til de ulike selskapene. gjennomsnittet til forretningsbetaen til de ulike

selskapene er 0.63.

I det tredje og siste punktet skal denne forretningsbetaen regnes om til en egenkapitalbeta ved hjelp av markedsverdien til Grova. Ettersom Grova ikke er børsnotert er det ikke tilgjengelige tall som viser markedsverdien deres. Vi har benyttet oss av en multiplert for å få et bilde av markedsverdien til Grova. Damodaran har utviklet multipler for ulike bransjer til å regne ut markedsverdien til et spesifikt selskap. Derfor har vi benyttet oss Damodarans EBITDA-multiplikator for alkoholbransjen i vest Europa på 12.06. Denne multiplikatoren har Damodaran laget for å prissette selskaper (Damodaran, 2024a). Ved å multiplisere Grovas EBITDA med denne multiplikatoren har vi kommet fram til verdien av totalkapitalen (EV), og verdien av egenkapitalen (E) ved å trekke fra gjeld. Siden gjelden antas å være den sikreste verdien i balansen har vi antatt at markedsverdien og balanseverdien til Grovas gjeld er den samme. Til slutt har vi brukt (Formel 14) med den gjennomsnittlige forretningsbetaen til porteføljen og egenkapitalandelen til Grova. Med dette har vi kommet fram til en egenkapitalbeta på 0.73. Tallene brukt for utregningen av egenkapitalbetaen er gitt i (Tabell 14)

Grova	
Egenkapital	11 265 813
Gjeld	1 698 925
Totalkapital	12 964 738
Egenkapitalsandel	86.90%
Egenkapitalbeta Grova	0.73

Tabell 14: Egenkapitalbeta til Grova

Vi har i tillegg gjort disse utregningene mot den amerikanske indeksen S&P 500 og den norske OSEBX for å se at det ikke er alt for store svingninger. Ved å benytte S&P 500 fikk vi en egenkapitalbeta på 0.74, og 0.62 ved å bruke OSEBX. Vi velger derfor å stå på den egenkapitalbetaen vi fant mot den franske indeksen på 0.73.

7.2 CAPM - kapitalverdimodellen

CAPM-modellen er en modell som beregner egenkapitalkostnaden til en bedrift. Den er basert på to nøkkelantakelser, ingen transaksjonskostnader og at investorene ikke har

tilgang til privat informasjon. Dette forsikrer at investorer kommer til å diversifisere. Damodaran nevner CAPM som en bemerkelsesverdig modell, ettersom den fanger opp en eiendels eksponering for all markedsrisiko i ett tall, betaen (Damodaran, [2006](#), s. 32).

$$E(r_i) = r_f + E(r_m) \cdot \beta_{EK} + \text{Småbedriftspremie} \quad (15)$$

$E(r_i)$ = Egenkapitalkostnad

r_f = risikofrirente etter skatt

$E(r_m)$ = Markedest risikopremie

Den risikofrie renten representerer en teoretisk avkastning på et verdipapir som anses å være uten konkurs- eller misligholdsrisiko. Dette fungerer som et minimum for avkastningskravet på alle investeringer med risiko. Statsobligasjoner er ofte det nærmeste man kommer til en slik risikofri rente (Kaldestad & Møller, [2016](#), s.156). For å legge til grunn et stabilt og langsiktig avkastningskrav har vi valgt å bruke 10-årig norsk statsobligasjon som risikofri rente. Den er per 29.04.24 på 3.8% (Finansavisen, [udatert](#)). Renten på 10-årige statsobligasjoner gir en viss grad av forutsigbarhet og stabilitet. Bruken av 10-årige statsobligasjoner som en proxy for den risikofrie renten er en internasjonalt anerkjent praksis (pwc, [2023](#)). Denne risikofrie renten er før skatt, så for å bruke den i CAPM må vi korrigere den til: $3.8\% \cdot (1 - 22\%) = 3.0\%$

Markedets risikopremie representerer den ekstra avkastningen som finansielle investorer forventer å oppnå i aksjemarkedet sammenlignet med den risikofrie renten (Kaldestad & Møller, [2016](#), s.166). Ifølge PWC sin markedsundersøkelse er medianen og gjennomsnittlig markedsrisikopremie 5 % for bedrifter i Norge i 2023 (pwc, [2023](#)). Dette er en årlig undersøkelse som PWC gjennomfører basert på hele det norske markedet, vi anser dermed dette som en representativ premie å bruke.

Det er viktig å foreta justering av verdi med rabatter på ulike typer selskaper. For Grova gjelder særskilt tilleggspremien "småbedriftspremie". "Slike selskaper er mer sårbare for uheldige hendelser, har svakere rapporteringssystem og selskapsstyring samt mindre innslag av veldiversifiserte institusjonelle investorer enn store selskaper." (Kaldestad & Møller, [2016](#), s.56). Ut ifra PWC sin undersøkelse mener 80% av respondentene at det bør benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet for mindre selskaper. For 2023 er

gjennomsnittlig småbedriftspremie for selskaper med egenkapital på 0-0.1 milliard NOK, 3.9% (pwc, 2023). Ved å ta hensyn til de 20% som mener at det ikke bør benyttes en småbedriftspremie, altså en premie på 0%, vil det totale gjennomsnittet ved å inkludere alle i undersøkelsen, bli på 3.12%. Derfor har vi valgt å legge til en småbedriftspremie på 3.12%

$$\text{Egenkapitalkostnad} = 3.0\% + 5\% \cdot 0.73 + 3.12\% = 9.73\% \quad (16)$$

På bakgrunn av overnevnte tall har vi kommet fram til en egenkapitalkostnad på 9.73% for Grova.

7.3 WACC - vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad

Totalkapitalkostnaden kan beregnes som et vektet gjennomsnitt av egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden. Beregnet på denne måten kalles det vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC (Bøhren & Gjørsum, 2016, s. 383). Formelen for WACC er gitt ved:

$$WACC = R_e \cdot \frac{E}{E + D} + R_d(1 - t) \cdot \frac{D}{E + D} \quad (17)$$

Der:

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_d = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell selskapsskatt

Grovas gjeldskostnad er per 03.05.2024 på 9.57%, men blir nedjustert i nærmeste fremtid til 7.53% (Strømmegjerde, 2024). Etersom en bedrift vokser, vil det være mindre risiko knyttet til at bedriften er nyoppstartet. Så i fremtidig gjeldskostnad mener vi at det er et bedre estimat for fremtidige verdier å bruke denne nye gjeldskostnaden. Med en styringsrente på 4.5% er ikke en rente på 7.53% svært høyt. Differansen på 3.03%, er dermed banken som har priset inn risiko.

Gjelds- og egenkapitals-graden her er basert på markedsverdien av egenkapitalen fra (Tabell 14).

$$WACC = 9.73\% \cdot 86.9\% + 7.53\% \cdot (1 - 22\%) \cdot 13.10\% = 9.22\% \quad (18)$$

Denne WACCen skal bli brukt til å diskontere den frie kontantstrømmen for å estimere virksomhetsverdien (Kaldestad & Møller, 2016, s. 153).

8 Verdssettelse av Brennevinsgrova AS

8.1 DCF Metoden

For å estimere fremtidige kontantstrømmer tar vi utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen. I Pestel-analysen kommer det fram at gin er en av kategoriene innen brennevin som har hatt høyest økning, men veksten har begynt å stagnere. I regnskapsanalysen konkluderes det at Grova har en nokså stabil økonomi, som vil være trygg i årene som kommer. Det nevnes også at lønnsomheten deres har en nedadgående kurve. Videre har vi sett på økningen i driftsinntekter fra år til år (Tabell 15).

Poster	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt 21-22
Inntekter	371 375	1 685 151	2 293 864	2 988 982		
Vekstrate		353.8%	36.1%	30.3%	140.1%	33.2%

Tabell 15: Grovas inntektsvekst (2019-2022)

På bakgrunn av denne informasjonen, mener vi det er hensiktsmessig å anta at inntektsveksten til Grova vil synke de kommende årene fram til de når en stabil vekst. For å estimere fremtidig vekst tar vi utgangspunkt i Damodarans teori om historisk vekst. Grova er en bedrift som fortsatt er i en tidlig vekstfase, og basert på historiske regnskapstall er det dermed hensiktsmessig å anta at de vil ha en synkende geometrisk vekstrate i årene fremover (Damodaran, 2006).

Nedgangen i inntektsvekst fra 2021 til 2022 var på 5.8%, og vi har valgt å benytte oss av dette tallet for nedgang i inntektsvekst hvert år fram til de når stabil vekst, dette gir en prognoseperiode på 5 år. Med dette har vi estimert inntektene fram til 2027. I 2027 har

vi estimert at Grova når en stabil vekst, lik inflasjonsmålet på 2%. Estimerte inntekter er vist i (Tabell 16).

I 2022 hadde Grova 550 000 NOK på posten andre driftsinntekter. Dette er et tilskudd fått av Innovasjon Norge (Strømmegjerde, 2024). Vi har valgt å se på dette som et engangstilfelle, og ser derfor bort ifra dette ved estimering av fremtidige inntekter.

År	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Lønnsvekst				3.90%	4.00%	3.50%
Inntekter	2 988 982	3 720 821	4 415 341	4 982 579	5 332 763	5 439 419
Andre driftsinntekter	550 000					
Vekst		24.5%	18.7%	12.8%	7.0%	2.0%

Tabell 16: Estimert inntekter for Grova (2022-2027)

For å estimere varekostnader har vi sett på varekostnader som andel av driftsinntekter. Det er kostnader direkte knyttet til produksjon, og vi antar at de øker i takt med inntektsøkningen. Fra (Tabell 17) ser vi at gjennomsnittlig andel av inntekter fra 2021 og 2022 er 29.5%.

Videre har vi sett på den andre store kostnadsposten i resultatregnskapet, andre driftskostnader. Dette er en samlepost bestående av mange ulike kostnader. Vi har fått tilgang til driftsregnskapet til Grova for 2022 (Vedlegg D), og sett nærmere på de ulike kostnadspostene. Her har vi etter beste evne gruppert de variable og faste kostnadene fra hverandre, som vist i vedlegget. Postene som var vanskelig å gruppere har blitt satt under variable kostnader. Dette gir variable driftskostnader på 967 470 NOK og faste driftskostnader på 424 120 NOK. Deretter har vi beregnet de variable kostnadene som 31.4% av inntektene (Tabell 17). Denne andelen blir brukt for å estimere fremtidige variable kostnader.

De faste kostnadene er kostnader som ikke er direkte knyttet til inntektskapningen, for eksempel husleie. For å estimere fremtidige faste kostnader er det ikke hensiktsmessig å øke disse i takt med inntekten. Ut ifra Strømmegjerdes fremtidsmål om 70 000 flasker solgt i året, kan det med godt grunnlag antas at de har ledig kapasitet for den estimerte produksjonen fremover (Strømmegjerde, 2024). Vi har derfor valgt å øke de faste kostandene med forventet inflasjon, med prognosetall hentet fra SSB (SSB, 2024c).

Poster	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt 21-22
Inntekter	371 375	1 685 151	2 293 864	2 988 982		
Vekstrate		353.8%	36.1%	30.3%	140.1%	33.2%
Varekostnader	187 908	313 999	535 849	1 066 341		
Avskrivninger	39 810	85 527	96 291	117 835		
Finansposter	-58119	-49149	-36179	-33320		
Vekstrate		-15.43%	-26.39%	-7.90%	-16.58%	-17.15%
Andel varekost	50.6%	18.6%	23.4%	35.7%	32.1%	29.5%
Andel andre variable driftskostnader				32.4%		
Andel avskrivninger	10.7%	5.1%	4.2%	3.9%	6.0%	4.1%

Tabell 17: Inntektsvekst for Grova og andel av relevante poster i forhold til inntekt

Grova har tidligere ikke tatt ut lønn. Dette er ikke et realistisk scenario i fremtidige kontantstrømmer. For det første er det begrenset hvor lenge Strømmegjerde kan drive med dugnad for selskapet, og leve på oppsparte midler og andre inntektskilder. For det andre vil det ikke være et godt estimat på selskapets verdi dersom verdien baseres på at selskapet drives på dugnad. Med disse to argumentene i bakhånd har vi valgt å forutse en lønn i kommende periode tilsvarende en norsk medianlønn. For 2023 er medianlønnen 608 000 NOK (Fløtre mfl., 2024). Strømmegjerde bruker 50% av arbeidstiden sin på ginrelatert arbeid og resterende tid på utvikling av nye prosjekter som whisky, cider og øl (Strømmegjerde, 2024). Ettersom vi har valgt å avgrense verdsettingen til ginrelatert salg og utvikling vil det være rimelig å ekskludere lønnskostnader tilknyttet tid han bruker på andre prosjekter. Dermed estimerer vi lønn for et halvt årsverk i fremtidige kontantstrømmer. Når det gjelder året 2024 har Strømmegjerde per 03.05.24 ikke tatt ut lønn, men har planer om å gjøre det. Dermed beregner vi lønn for andre halvdel av 2024. For kommende år bruker vi SSB sine lønnsprognoser på 3.9% for 2025, 4.0% for 2026 og 3.5% for 2027 (SSB, 2024a).

Selskapsskatt for 2024 er 22% (Finansdepartementet, 2023), og det er ingen signaler om endring av denne. Denne satsen har vært uendret siden 2018, da den gradvis ble redusert av den blå regjeringen (Det kongelige finansdepartement, udatert). Derfor har vi benyttet oss av 22% skattesats i den fremtidige kontantstrømmen.

Avskrivning er å fordele kostnader knyttet til anleggsmidler over dens levetid. Ved å se på historiske tall for avskrivninger som andel av driftsinntekten, kan vi se at andelen har vært på gjennomsnittlig 4.1% fra 2021 og 2022 (Tabell 17). Dette bruker vi derfor som estimat til den fremtidige kontantstrømmen.

For å estimere en kontantstrøm er det viktig å ta med investeringer gjort av bedriften, ettersom dette er penger som går ut av bedriften. Verdien på investeringer for et år regnes ut ved å ta utgangspunkt i den utgående balansen for anleggsmidler, trekke fra inngående balanse, for så å legge til avskrivningene gjort det året. De historiske tallene til Grova er presentert i (Tabell 18). For å estimere fremtidige investeringer har vi sett på forholdstall mellom inntekter og investeringer. Snittet i årene 2021 og 2022 er på 7.7%, og det er tallet vi har brukt i den fremtidige prognosen.

	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt 21-22
UB anleggsmidler	1 159 950	1 212 550	1 252 200	1 417 900	
Avskrivninger	39 810	85 527	96 291	117 835	
IB anleggsmidler	147 935	1 159 950	1 212 550	1 252 200	
Investeringer	1 051 825	138 127	135 941	283 535	
Prosent av driftsinntekter	283.2%	8.2%	5.9%	9.5%	7.7%

Tabell 18: Historiske investeringer for Grova

Ved å regne sammen de ulike regnskapspostene har vi kommet fram til resultat etter skatt. Som nevnt tidligere er de produksjonsavhengige postene regnet fram som en andel av salgsinntektene. De faste kostnadene er justert etter forventet KPI. Lønnen har vokst i henhold til prognosene til SSB. Videre har vi trukket fra investeringer, samt lagt til avskrivninger for å få en riktig verdi på de forventede kontantstrømmene. Den forventede kontantstrømmen er vist i tabellen under (Tabell 19).

År	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
KPI		5.5%	4.0%	2.6%	2.3%	2.0%
Lønnsvekst				3.90%	4.00%	3.50%
Inntekter	2 988 982	3 720 821	4 415 341	4 982 579	5 332 763	5 439 419
Andre driftsinntekter	550 000					
Vekst		24.5%	18.7%	12.8%	7.0%	2.0%
Lønn	6 207	0	152 000	315 856	328 490	339 987
Varekost	1 066 341	1 098 309	1 303 317	1 470 753	1 574 121	1 605 603
Faste driftskostnader	424 120	447 447	465 344	477 443	488 425	498 193
Variable driftskostnader	967 470	1 204 351	1 429 152	1 612 755	1 726 102	1 760 624
EBITDA	1 074 844	970 715	1 065 528	1 105 771	1 215 626	1 235 011
Avskrivninger	117 835	151 439	179 706	202 793	217 046	221 386
EBIT	957 009	819 276	885 822	902 978	998 580	1 013 624
Finansposter	-33 320	-27 607	-22 874	-18 952	-15 702	-13 010
Resultat før skatt	923 689	791 669	862 948	884 027	982 878	1 000 614
Skatt	-203 212	-174 167	-189 849	-194 486	-216 233	-220 135
Resultat etter skatt	720 477	617 502	673 100	689 541	766 645	780 479
Investering	283 535	286 732	340 253	383 965	410 951	419 170
FCF	554 777	482 209	512 553	508 369	572 740	582 696

Tabell 19: Prognose av kontanstrømmer

Den frie kontantstrømmen (FCF) blir så neddiskontert til en nåverdi og summert. Dette gir totalverdien av prognoseperioden som vist i (Tabell 20):

År	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Total
Nåverdi FCF	441 486	429 637	390 142	402 423	374 843	2 038 530

Tabell 20: Nåverdien av de frie kontantstrømmene

FCF for 2027 blir så brukt til å finne terminalverdien ved (Formel 3). Dette sammen med den fremtidige vekstfaktoren på 2% fra inflasjonsmålet.

$$V^T = \frac{582\,696 \cdot (1 + 2\%)}{9.22\% - 2\%} = 8\,227\,272 \quad (19)$$

Deretter blir terminalverdien neddiskontert til dagens verdi:

$$NPV^T = \frac{8\,227\,272}{(1 + 9.22\%)^5} = 5\,292\,521 \quad (20)$$

NPV^T = Nåverdi av terminalverdien

Når både nåverdien av terminalverdien og nåverdien av de totale frie kontantstrømmene for prognoseperioden er funnet, kan disse bli lagt sammen for en totalverdi av selskapet.

Totalverdi av Grova = 2 038 530 + 5 292 521 = **7 331 051 NOK**

Det vi er interessert i er totalverdien av egenkapitalen, så vi trekker fra gjeld og legger til cash:

Totalverdi av EK til Grova = 7 331 051 - 2 161 987 + 463 062 = **5 632 126 NOK**

8.2 Bruk av estimert markedsverdi til beta

I kapittel 7.1 ble det regnet ut en egenkapitalbeta for Grova. Her ble det benyttet en multippel for å få et bilde av markedsverdien til selskapet. Ved å benytte denne multippelen fikk vi en vesentlig høyere verdi enn markedsverdien vi har kommet fram til. Det er derfor hensiktsmessig å se hva som hadde skjedd med markedsverdien om vi benytter tallet vi har kommet fram til. Ved å bruke 5 632 126 NOK istedenfor 11 265 813 NOK til utregning av beta endrer markedsverdien seg fra 5 632 126 NOK til 5 654 022 NOK. Grunnen til denne minimale forskjellen er at når gjeldsgraden går fra 13.10% til 23.17% og betaen går fra 0.73 til 0.82 så vil WACC bare synke med 0.02 prosentpoeng. Som vi kan se har ikke dette endret sluttresultatet i stor grad, og derfor noe vi ser bort ifra.

8.3 Oppsummering av verdsettelsen

Gjennom denne verdsettelsesprosessen har vi vært nødt til å basere oss på flere forutsetninger for å kunne utføre verdsettelsen av Grova. Bruk av subjektive vurderinger og forutsetninger kan imidlertid svekke validiteten til enhver verdsettelse. Når vi har vært usikre på vurderingene, har vi vært tilbøyelige til å anta at vi har undervurdert snarere enn å overvurdere selskapet. Basert på vår tilgang til informasjon og kunnskap, mener vi derfor at vi har oppnådd et rimelig resultat.

9 Sensitivitetsanalyse

Ved bruk av inntjeningsbasert verdsettelse er det flere variabler som kan påvirke den endelige verdien. Usikkerhetsmomenter vil alltid være til stede. De spesifikke forutsetningene og beslutningene vi tar, fører til at estimatet kun representerer ett av utallige mulige utfall. Vi har derfor valgt og gjennomføre en følsomhetsanalyse og en Monte Carlo-simulering.

9.1 Følsomhetsanalyse

Poenget med en følsomhetsanalyse er å se på hva som skjer med markedsverdien ved å endre ulike variabler. Dette gjøres ved å endre en og en variabel fra de opprinnelige basisforutsetningene. Resultatene kan illustreres i et stjernediagram. Jo brattere helningen er jo mer følsom er denne variabelen for endringer (Bøhren & Gjørnum, 2016, s. 335). I følsomhetsanalysen har vi sett på variablene egenkapitalbeta, terminalvekst og gjeldskostnad. Vi har justert disse verdiene både opp og ned med 20% og 40%. Resultatet vises i (Tabell 21).

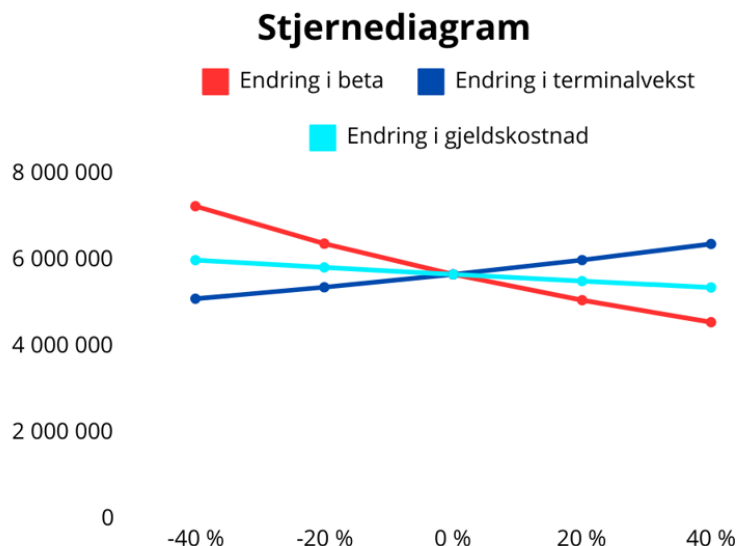
Endring i Beta	-40%	-20%	0%	20%	40%
Beta:	0.44	0.58	0.73	0.87	1.02
CAPM:	8.27%	9.00%	9.73%	10.46%	11.19%
WACC:	7.96%	8.59%	9.22%	9.86%	10.49%
Verdien av egenkapitalen:	7 214 452	6 347 119	5 632 126	5 032 620	4 522 745

Endring i Terminalvekst	-40%	-20%	0%	20%	40%
Vekst	1.20%	1.60%	2.00%	2.40%	2.80%
Verdien av egenkapitalen:	5 067 095	5 334 788	5 632 126	5 964 321	6 337 884

Endring i Gjeldskostnad	-40%	-20%	0%	20%	40%
Gjeldskostnad	4.52%	6.02%	7.53%	9.04%	10.54%
WACC:	8.92%	9.07%	9.22%	9.38%	9.53%
Verdien av egenkapitalen:	5 963 180	5 794 043	5 632 126	5 476 978	5 328 183

Tabell 21: Verdien av egenkapital ved endring i: Beta, terminalvekst og gjeldskostnad

Resultatene blir så satt opp i et stjernediagram for å se effektene grafisk (Figur 6):



Figur 6: Stjernediagram av følsomhetsanalysen

Ved å lese tabellen kan vi se at små endringer kan gjøre nokså store forskjeller på markedsverdien. Fra stjernediagrammet ser vi at betaen er den variabelen med brattest helning, og derfor mest utslagsgivende hvis den hadde blitt endret. Vi kan også se at en endring i gjeldskostnad ikke ville vært like utslagsgivende. følsomhetsanalysen gir et perspektiv på hva forskjellige endringer kan si for verdsettelsen. I verdsettelsen er det gjort en rekke valg og antakelser, og analysen gir et bilde på hvordan verdsettelsen ville tatt form dersom vi hadde tatt andre valg. Hadde vi for eksempel brukt betaen regnet ut med OSEBX, ville markedsverdien blitt om lag en halv million høyere.

Videre har vi sett på hvordan ulike verdier av småbedriftspremien og forholdet mellom variable og faste kostnader vil påvirke egenkapitalverdien.

I PWC sin rapport om risikopremien i det norske markedet, kommer det fram at 20% av respondentene mente at det ikke bør legges til en småbedriftspremie (pwc, 2023). Derfor er det interessant å se hva som hadde skjedd med markedsverdien, dersom vi hadde utelatt denne eller brukt gjennomsnittlig småbedriftspremie fra de 80% som mente det måtte være med, på 3.9%.

Småbedriftspremie	0%	3.12%	3.90%
CAPM	6.61%	9.73%	10.51%
WACC	6.51%	9.22%	9.90%
Verdien av egenkapitalen	10 102 792	5 632 126	5 595 694

Tabell 22: Verdien av egenkapitalen ved forskjellige småbedriftspremier

Fra (Tabell 22) kan vi se at verdsettelsen ville gitt et helt annet bilde hvis småbedriftspremien hadde blitt utelatt, med over fire millioner mer i markedsverdi. Hvis den hadde blitt økt til 3.9% ville ikke dette gjort en stor forskjell med en reduisering på mindre enn 40 000 NOK.

I verdsettelsen har vi gjort en vurdering av andre driftskostnader og gruppert de etter variable og faste kostnader. Fordelingen av kostnadene påvirker egenkapitalverdien, dermed er det interessant å se hvordan en annen fordeling vil påvirke verdien. Vi grupperer derfor alle kostnadene som variable kostnader for å se hvordan dette vil påvirke verdien. (Vedlegg D)

Splitte opp i faste kostnader eller ikke	Faste og variable	Kun variable
Variable driftskostnader	967 470	1 391 590
Variable driftskostnaders andel av inntekter	32.37%	46.56%
Variable driftskostnaders andel av driftskostnader	69.52%	100.00%
Verdien av egenkapitalen	5 632 126	3 108 957

Tabell 23: Verdien av egenkapitalen om alle driftskostnader er variable

Fra (Tabell 23) ser vi at egenkapitalverdien blir 3 108 957 NOK hvis alle kostandene er gruppert som variable. Dette fremhever hvor sensitiv egenkapitalverdien er til kostnadsfordelingen i bedriften.

9.2 Monte Carlo-simulering

For å kunne vurdere usikkerheten knyttet til analysen vår, velger vi å gjennomføre en Monte Carlo-simulering, for å undersøke hvilken effekt endrede parametere vil ha på estimatet vårt. Monte Carlo-simulering i sin enkleste form er bare en tilfeldig tallgenerator som er nyttig for prognoser, estimater og risikoanalyse. En simulering beregner utallige

scenarier av en modell ved å gjentatte ganger teste ulike verdier av de usikre variablene (Mun, 2015).

Hensikten med denne simuleringen er å svare på to spørsmål:

1. Hvilket intervall kan vi med 75% sannsynlighet anta at verdien på bedriften vil befinne seg innenfor?
2. Hva er sannsynligheten for at selskapets verdi er høyere enn det opprinnelige estimatet?

For å gjennomføre vår Monte Carlo-simulering, har vi besluttet å undersøke følsomheten for endringer i både avkastningskravet og den langsiktige vekstraten i terminalverdien. I denne simuleringen har vi valgt å teste med et standardavvik på 1% på avkastningskravet, og et standardavvik på 0.5% på terminalveksten. Et standardavvik på 1% på avkastningskravet gir en verdisvingning på fra omtrent 4% til 14%. Den risikofrie renten er estimert til rundt 4% så noe lavere enn dette ville gjort det urealistisk å investere i bedriften.

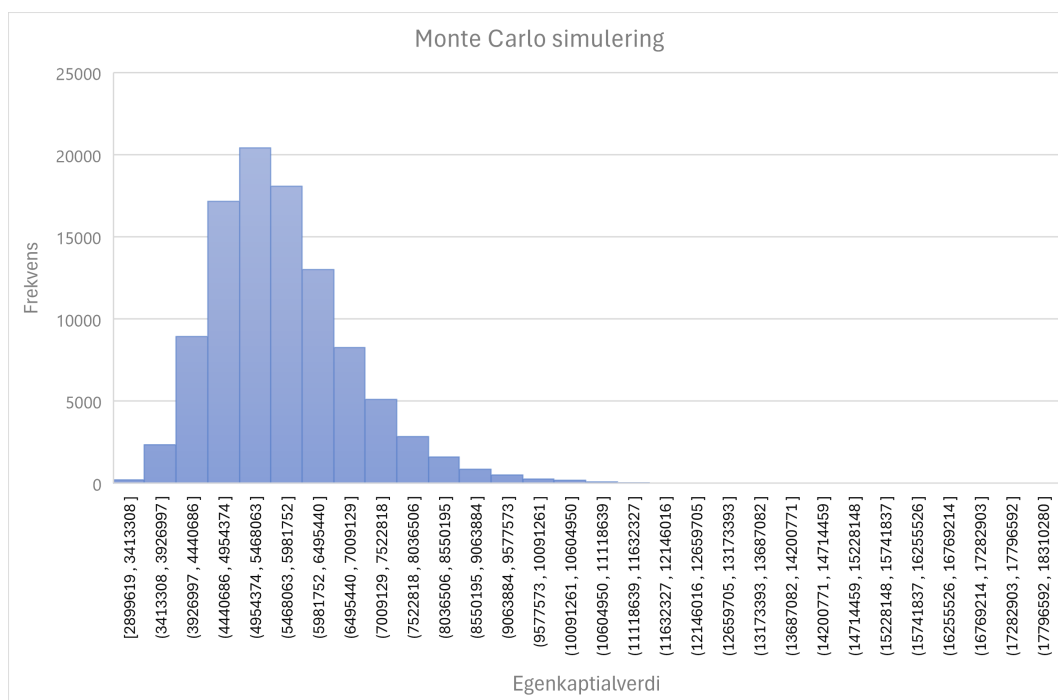
Et standardavvik på 0,5% på terminalveksten gir en verdisvingning fra omtrent 1% til 3%. Hvis terminalveksten blir lavere enn inflasjonsmålet på 2% vil bedriften gradvis synke i reell verdi, og veldig mye lavere enn dette ville gjort det usannsynlig for bedriften å fortsette drift. Disse verdisvingningene anser vi som hensiktsmessige for simuleringen.

Vi gjennomførte 100,000 simuleringer for å redusere usikkerhet og fange opp flest mulige utfall. Avkastningskravene og terminalvekstene i simuleringen blir valgt tilfeldig og er normalfordelt. Basert på forutsetningene fikk vi dermed en sannsynlighetsfordeling som presentert i (Figur 7). Simuleringen ga oss et tilnærmet normalfordelt histogram, med ulike frekvenser for verdier av egenkapital.

Vi kan med 75% sannsynlighet anta at verdien på bedriften vil befinne seg innenfor intervallet 4 559 714 NOK til 7 168 203 NOK (Tabell 24). Her ser vi vekk fra ytterpunktene siden de viser de mest ekstreme tilfellene og blir betraktet som urealistiske.

Sannsynligheten for at man får en høyere verdi enn vårt estimat på 5 632 126 NOK er 50.09%. som igjen tilsier at det er 49.91% sannsynlighet for en lavere verdi enn vårt estimat. Gjennomsnittsverdien ligger på 5 817 367 NOK, dette gir et positivt avvik på 185 241 NOK fra verdiestimatet. Disse sannsynlighetene tilsier at den estimerte verdien

av egenkapitalen til Grova er svært rimelige gitt parameterene.



Figur 7: Monte Carlo-simulering for Grova

Markedsverdi	Prognoseverdier
Gjennomsnitt MV	5 817 376
Median MV	5 634 601
Standardavvik MV	1 222 297
Maksimumverdi	18 904 396
Minimumverdi	2 746 322
Sjans for verdi>estimatet	50.09%
12.5% prosentil	4 559 714
87.5% prosentil	7 168 203

Tabell 24: Statistikk fra Monte Carlo-simulering for Grova

Ut ifra simuleringen så ser vi at minimumsverdien er 2 746 322 NOK. Dette tilsier at det er lav risiko med disse parameterene for at verdiene i selskapet blir helt borte.

10 Etter verdsettelsen

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere egenkapitalverdien tilknyttet ginproduksjonen til Grova. I denne delen skal vi kritisere oppgaven og komme med en konklusjon på problemstillingen.

10.1 Feilkilder

I denne oppgaven er det gjort en verdsettelse basert på fremtidige kontantstrømmer. Det vil alltid være usikkerheter knyttet til fremtidsprognostisering, ettersom det er umulig å spå fremtiden. I tillegg har Grova en kort driftshistorikk, som gir begrensede muligheter til å si noe om fremtiden. Vekstprognosen vår baseres i stor grad på disse tallene, og det er umulig å si om disse årene representerer et riktig bilde av den fremtidige veksten.

En annen utfordring har vært at Grova ikke er børsnotert. Dette var vi klar over da vi valgte bedriften, men det har dukket opp uante problemer underveis. Et av disse problemene var ved utregningen av beta i kapittel 7.1. Her trengtes det sammenlignbare selskaper som var børsnoterte. Det er ingen børsnoterte selskaper i Norge som driver med alkohol og vi måtte derfor benytte oss av utenlandske selskaper. Disse er ikke optimalt sammenlignbare med Grova og kan derfor ha gitt oss en verdi som ikke er like optimal som den burde vært.

En annen utfordring knyttet til denne oppgaven er å holde seg nøytral. Etter å ha vært i tett kontakt med Strømmegjerde og satt oss grundig inn i bedriften har vi etterhvert følt på tilknytning og tilhørighet til Grova. Dette har ført til et optimistisk syn i bearbeiding av regnskapstall, estimater mm. Vi har på bakgrunn av dette vært veldig bevisste på at vi ikke må legge godviljen til i enhver sak og heller undervurdere enn å overvurdere.

Et siste punkt er at Strømmegjerde bruker 50% av arbeidstiden sin på andre prosjekter enn gin. Dette er produkter som på sikt kan medføre en synergieffekt og gjøre merkevaren sterkere på bredere basis. Denne synergieffekten har vi ikke verdsatt, men den kan potensielt sett bli stor, og dermed påvirke gindelen av bedriften.

10.2 Konklusjon

Vi har i denne oppgaven utført en analyse av selskapet Brennevinsgrova AS med følgende problemstilling:

«Hva er egenkapitalenverdien tilknyttet ginproduksjonen til Brennevinsgrova AS?»

Ved å benytte inntjeningsbasert verdsettelsesmetode har vi estimert egenkapitalverdien tilknyttet ginproduksjonen til Brennevinsgrova AS til **5 632 126 NOK**.

Vår estimering er basert på strategiske og regnskapsmessige analyser. Vi har beregnet et avkastningskrav på 9.22% og gjennomført en følsomhetsanalyse for å evaluere usikre variabler i verdsettelsen.

Med utgangspunkt i analysene mener vi å ha estimert en realistisk vekst og verdi for selskapet.

11 Til ettertanke

Hvis vi hadde hatt mer tid og informasjon kunne vi laget et scenario hvor vi ser på andre veksttilfeller. Dette kunne vi gjort ved å lage såkalte "blue sky" og "worst case" scenarioer, og sett hvordan disse utspilles i forhold til vår estimerte verdi. En annen ting vi kunne gjort er å benytte oss av flere verdsettelsesmetoder. Dette for å se på om de hadde gitt oss tilsvarende egenkapitalverdi som ved bruk av inntjeningsbasert verdsettelse. Dette kunne vært interessant, men utfordrende, ettersom de andre metodene krever mer informasjon.

Bibliografi

- Altomgin. (2023, 27. januar). De mest solgte gin på Vinmonopolet i 2022. <https://altomgin.no/gin/de-mest-solgte-gin-pa-vinmonopolet-i-2022/>
- Avogtil. (2023, 6. januar). Dette er alkoholtrenden NoLo. <https://avogtil.no/fakta/dette-er-alkoholtrenden-nolo/>
- Berg, T. (2017). *Grunnleggende økonomistyring* (1. utg.). Cappelen Damm Akademisk. [https://www.uio.no/studier/emner/matnat/ifi/INEC1800/h17/fagstoff/regnskap/kap.-3-regnskapsanalyse/kap.-3-analyse-av-regnskapet-\(terje-berg-grunnleggende-okonomistyring\).pdf](https://www.uio.no/studier/emner/matnat/ifi/INEC1800/h17/fagstoff/regnskap/kap.-3-regnskapsanalyse/kap.-3-analyse-av-regnskapet-(terje-berg-grunnleggende-okonomistyring).pdf)
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3. utg.). Pearson, Boston.
- Bjørnstad, A. L. (2022, 28. oktober). Disse faktorene gjør oss sårbare for påvirkning. <https://www.ffi.no/aktuelt/blogg/disse-faktorene-gjor-oss-sarbare-forpavirkning>
- Brennevinsgrova. (udatert). Brennevinsgrovas hjemmeside. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.brennevinsgrova.no/>
- Brønnøysundregistrene. (udatert). Brønnøysundregistrene. Hentet 10. februar 2024, fra <https://www.brreg.no/>
- Bye, E. K. (2023). Alkoholbruk i den norske befolkning. <https://www.fhi.no/le/alkohol/alkoholinorge/omsetning-og-bruk/alkoholbruk-i-den-voksne-befolkningen/?term=>
- Bøhren, Ø., & Gjørum, P. I. (2016). *Innføring i investering og finansiering* (2. utg.). Fagbokforlaget.
- Caramela, S. (2023, 20. november). Startup Costs: How Much Cash Will You Need? <https://www.businessnewsdaily.com/5-small-business-start-up-costs-options.html>
- Cornell, B., & Damodaran, A. (2014). Tesla: Anatomy of a Run-Up Value Creation or Investor Sentiment? *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=2429778>
- Damodaran, A. (udatert). What is Valuation? https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/background/valintro.htm
- Damodaran, A. (2024a, 1. mai). Multiples: Enterprise Value/EBIT and Enterprise Value/EBITDA Multiples by Industry Sector. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2006). *Security analysis for investment and corporate finance* (2. utg.). John Wiley; Sons, Inc.

- Damodaran, A. (2009 mai). Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>
- Damodaran, A. (2024b). *The Little Book of Valuation - How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit* (2. utg.). John Wiley; Sons, Inc.
- Det kongelige finansdepartement. (udatert). Faktaark. Hentet 5. mai 2024, fra https://www.regjeringen.no/contentassets/0e41c00a921245f282ba5781c1ad812f/faktaark_selskapsskatten.pdf
- Difford, S. (udatert). Gin production. Hentet 7. mai 2024, fra <https://www.diffordsguide.com/g/1108/gin/production>
- DNB. (2024). Historiske Valutakurser. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valutakurser-og-renter/HistoriskeValutakurser/Hovedvalutaer-mndogor/Hovedvalutaer-mndogor.html>
- Ekberg, E. (2023, 23. august). Vinmonopolet. https://snl.no/Vinmonopolet?fbclid=IwAR16um4eXIDfnsbUwLIm76RFY0-31SVZRDiD_zMyQNq1X1TdGJH1VZim8hXc
- Euronext. (udatert). Stocks Oslo. Hentet 29. april 2024, fra <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/list?fbclid=IwAR0RsBYUD7WoETimAI-ZZLzH2GhpWgu8lhWrlh8LmjrC8wV9B0EbtnCyJ9g>
- FHI. (2018, 13. april). Lavt alkoholkonsum knyttes til høyere levealder. <https://www.fhi.no/nyheter/2018/lavt-alkoholkonsum-knyttes-til-hoyere-levaalder/#:~:text=Nasjonal%20faglig%20retningslinje%20for%20forebygging,og%2010%20gram%20for%20kvinner>
- Finansavisen. (udatert). Renter. Hentet 29. april 2024, fra <https://www.finansavisen.no/renter>
- Finansdepartementet. (2023, 20. desember). Skattesatser 2024. <https://www.regjeringen.no/no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2024/id2997174/>
- Finansvisen. (2022, 16. april). Prisen på hvete skyter i været. <https://www.finansavisen.no/nyheter/landbruk/2022/05/16/7867921/prisen-pa-hvete-skyter-i-vaeret?zephrossoott=pxmReY>
- Fjeldstad, Ø., & Lunnan, R. (2023). *Strategi* (3. utg.). Fagbokforlaget.

Fløtre, I. A., Tuv, N., & Strand, H. H. (2024, 7. februar). Hva er vanlig lønn i Norge?

<https://www.ssb.no/arbeid-og-lonn/lonn-og-arbeidskraftkostnader/artikler/hva-er-vanlig-lonn-i-norge>

Gundersen, J. A. Ø. (2022, 7. april). Harald Strømmegjerde sluttet med sauer. Han ville

heller lage prisvinnende brennevin i garasjen. <https://www.dn.no/d2/smak/gin/brennevin/grunder/harald-strommegjerde-sluttet-med-sauer-han-ville-heller-lage-prisvinnende-brennevin-i-garasjen/2-1-1172305>

Hanen. (udatert). Gårdsbrenneri og destillerier. Hentet 25. april 2024, fra <https://www.hanen.no/utforsk/125?fbclid=IwAR2kyTu1qKNIsTxSpHE6ZaeBjJeL00MCO4WF878hpwjHJX>

Haarr, L. W. (2024, 8. mars). Reduksjon i alkoholomsetning i 2023. <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/statistikk/alkoholomsetning/artikler/reduksjon%20i%20alkoholomsetning%20i%202023>

Haavaldsen. (udatert). Haavaldsen Destillery. Hentet 6. mai 2024, fra <https://www.haavaldsendistillery.no/>

Investing. (udatert). Investing. Hentet 29. april 2024, fra <https://www.investing.com/>

Johansen, J. (2023, 13. november). Invester i FRA40 Index 2024. <https://aksjebloggen.com/fra-index/>

Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering - teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5. utg.). John Wiley; Sons. <https://www.everand.com/book/35853329/Valuation-Measuring-and-Managing-the-Value-of-Companies>

Kristoffersen, T. (2023). *Årsregnskap - en grunnleggende innføring* (7. utg.). Fagbokforlaget.

Lindstrøm, E. L., Rundberget, V., Slaatsveen, I., & Soydan, H. B. (2024). Lavere kjøpekraft i 2023. Hentet 6. mars 2024, fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/nasjonalregnskap/statistikk/nasjonalregnskap-inntekts-og-kapitalregnskapet/artikler/lavere-kjopekraft-i-2023>

Lovdata. (2024a). Alkoholloven, kapittel 1. Hentet 5. mai 2024, fra https://lovdata.no/pro/#document/NL/lov/1989-06-02-27/KAPITTEL_1

Lovdata. (2024b). Tilvirkning av alkoholholdig drikk. Hentet 5. mai 2024, fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2005-06-08-539>

- Lovdata. (2024c, 15. mars). Lov om omsetning av alkoholholdig drikk m.v. (alkoholloven). <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1989-06-02-27>
- Lødemel, O. F. (2023). NOLO trend brer om seg. <https://www.nrk.no/vestland/studentar-opplever-storre-aksept-for-a-ikkje-drikke-i-fadderveka-1.16514527>
- Mun, J. (2015). *Modeling Risk: Applying Monte Carlo Risk Simulation, Strategic Real Options, Stochastic Forecasting, Portfolio Optimization, Data Analytics, Business Intelligence, and Decision Modeling* (3. utg.). THOMSON-SHORE.
- Myken. (udatert). Myken Destilleri. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.mykendestilleri.no/>
- NHO. (udatert). Fem enkle grep for å gjøre bedriften din mer miljøvennlig. Hentet 3. april 2024, fra <https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/klimatiltak-for-bedrifter/artikler/hvordan-blir-din-bedrift-en-klimaloser/>
- Nordnet. (udatert). Indeks. Hentet 4. mai 2024, fra <https://www.nordnet.no/no/marked/nordnet-markets/indeks>
- Norgesbank. (2024, 25. januar). Rentebeslutning januar 2024. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2024/januar-2024/>
- Orkla. (2021, 1. desember). THE ORKLA SUSTAINABLE LIFE BAROMETER. <https://www.mynewsdesk.com/no/orklanorge/documents/norge-orkla-sustainable-life-barometer-2021-dot-pdf-417636>
- Pedersen, E. (2022, 30. oktober). Reklamerer for alkohol i sosiale medier: Utviklingen har løpt fra loven. <https://www.nrk.no/rogaland/reklamerer-for-alkohol-i-sosiale-medier--utviklingen-har-lopt-fra-loven-1.16153378>
- Porter, M. E. (2008 januar). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. <https://hbr.org/2008/01/the-five-competitive-forces-that-shape-strategy>
- pwc. (2023, 7. desember). Risikopremien i det norske markedet 2023. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien-2023.pdf>
- Regjeringen. (2022, 9. september). Alkoholpolitikk. <https://www.regjeringen.no/no/tema/helse-og-omsorg/psykisk-helse/innsikt/alkohol/id2528164/?expand=factbox2536071>
- Sending, A., & Tangenes, T. (2019). *Økonomistyring* (1. utg.). Fagbokforlaget.
- Skatteetaten. (2024). Avgift på alkohol. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/alkohol/>

- SNL. (2023, 19. mai). Driftsmargin. <https://snl.no/driftsmargin>
- SSB. (udatert-a). 11419: Månedslønn, etter statistikk mål, næring (SN2007), statistikkvariabel og år. Hentet 12. mai 2024, fra <https://www.ssb.no/statbank/table/11419/tableViewLayout1/>
- SSB. (udatert-b). Endringer i styringsrenten. Hentet 6. mai 2024, fra <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- SSB. (2023, 1. mars). Ni av ti nordmenn bruker sosiale medier. <https://www.ssb.no/teknologi-og-innovasjon/informasjons-og-kommunikasjonsteknologi-ikt/statistikk/bruk-av-ikt-i-husholdningene/artikler/ni-av-ti-nordmenn-bruker-sosiale-medier>
- SSB. (2024a). Konjunkturtendensene. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene>
- SSB. (2024b, 11. mars). Konsumprisindeksen. <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>
- SSB. (2024c, 15. mars). Konjunkturtendensene. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/konjunkturer/statistikk/konjunkturtendensene>
- Strømmegjerde, H. (2024). Personlig kommunikasjon.
- Sundfør, M. P. (2019, 9. august). Gin er blitt en favoritt blant nordmenn. <https://www.godt.no/aktuelt/i/4qV9rR/gin-er-blitt-en-favoritt-blant-nordmenn>
- U.S. Bureau of Labor Statistics. (2024, 4. mars). 1-year survival rates for new business establishments by year and location. <https://www.bls.gov/opub/ted/2024/1-year-survival-rates-for-new-business-establishments-by-year-and-location.htm>
- Vinmonopolet. (udatert-a). Slik kjøper vi inn produkter. Hentet 9. mai 2024, fra <https://www.vinmonopolet.no/content/om-oss/innkjop/innkjopsprosess>
- Vinmonopolet. (udatert-b). Vinmonopolets salgshall. Hentet 3. april 2024, fra <https://www.vinmonopolet.no/content/om-oss/salgshall>
- Vinmonopolet. (2024). Vareutvalgen. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.vinmonopolet.no/content/om-oss/butikker-og-vareutvalg/vareutvalgene>

Worldginawards. (2024). World's Best Classic Gin 2024. Hentet 5. mai 2024, fra <https://www.worldginawards.com/winner-gin/gin/2024/worlds-best-classic-gin-world-gin-awards-2024>

Yahoofinance. (udatert). Diageo. Hentet 4. mai 2024, fra <https://finance.yahoo.com/quote/DEO?.tsrc=fin-srch>

12 Vedlegg

A Historisk kontantstrøm

Poster	2019	2020	2021	2022	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt 21-22
Inntekter	371,375	1,685,151	2,293,864	2,988,982		
Vekstrate		353.8%	36.1%	30.3%	140.1%	33.2%
Varekostnader	187,908	313,999	535,849	1,066,341		
Vekstrate		67.1%	70.7%	99.0%	78.9%	84.8%
Andre driftskostnader	237,355	496,393	851,746	1,391,590		
Vekstrate		109.1%	71.6%	63.4%	81.4%	67.5%
Avskrivninger	39,810	85,527	96,291	117,835		
Vekstrate		114.8%	12.6%	22.4%	49.9%	17.5%
EBITDA	-92,408	874,759	906,269	1,074,844		
Vekstrate			3.6%	18.6%	11.1%	11.1%
Resultat før skatt	-151,817	740,083	773,799	923,689		
Vekstrate			4.6%	19.4%	12.0%	12.0%
Resultat etter skatt	-151,817	641,029	603,405	717,044		
Vekstrate			-5.9%	18.8%	6.5%	6.5%
Ebit	-132,218	789,232	809,978	957,009		
Vekstrate			2.6%	18.2%		
Finansposter	-58119	-49149	-36179	-33320		
Vekstrate		-15.43%	-26.39%	-7.90%	-16.58%	-17.15%
andel varekost	50.6%	18.6%	23.4%	35.7%	32.1%	29.5%
andel andre variable driftskostnader				31.4%		
andel avskrivninger	10.7%	5.1%	4.2%	3.9%	6.0%	4.1%

	2019	2020	2021	2022	Avg 2021-22
UB anleggsmidler	1,159,950	1,212,550	1,252,200	1,417,900	
Avskrivninger	39,810	85,527	96,291	117,835	
IB anleggsmidler	147,935	1,159,950	1,212,550	1,252,200	
Investeringer	1,051,825	138,127	135,941	283,535	
Prosent av driftsinntekter	283.2%	8.2%	5.9%	9.5%	7.7%

Tabell 25: Vekstestimering ut ifra Grovas tidligere kontantstrømmer

B Vinmonopolets salgstall

Kategori	Totalt salg, liter						
	Hele året						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Svakvin	65,746,619	66,984,946	67,164,139	95,262,827	96,721,329	78,805,229	77,490,998
Brennevin	11,205,371	11,222,497	11,409,259	15,071,177	16,074,757	13,600,154	12,961,727
Vodka	3,359,146	3,321,465	3,354,001	4,045,044	4,186,564	3,682,831	3,530,952
Whisky	1,593,363	1,485,139	1,373,399	1,949,649	2,162,938	1,876,673	1,868,489
Akevitt	1,365,663	1,379,472	1,330,053	1,903,288	2,029,139	1,681,147	1,630,147
Likør	1,342,096	1,341,428	1,424,073	1,864,798	1,918,352	1,592,801	1,532,078
Druebrennevin	1,290,806	1,296,820	1,417,109	1,708,103	1,661,733	1,363,501	1,206,477
Brennevin, annet	671,024	753,833	786,132	1,096,807	1,246,410	1,071,686	992,161
Gin	661,399	656,064	596,463	1,017,838	1,172,002	931,001	871,467
Bitter	500,501	554,554	655,952	874,775	939,059	763,913	721,800
Rom	178,698	181,475	176,629	283,697	300,380	288,437	291,420
Brennevin, nøytralt <37,5 %	165,489	172,283	215,096	211,270	323,097	242,238	222,632
Fruktbrennevin	62,488	65,295	66,646	101,246	120,960	93,913	83,688
Genever	14,698	14,668	13,708	14,662	14,123	12,013	10,416
Øl	2,738,245	2,766,894	2,947,784	3,871,780	4,160,570	3,462,684	3,518,640
Alkoholritt	489,550	551,658	595,806	688,574	835,120	937,189	1,122,106
Sterkvin	500,264	480,336	474,255	630,845	639,649	522,660	510,185
Totalsum	80,680,049	82,006,331	82,591,243	115,525,203	118,431,425	97,327,916	95,603,656

Tabell 26: Salgstall fra 2017-2023 med fokus på brennevin (Vinmonopolet, udatert-b)

C Salgsoversikt gin 2022

Bestselgere brennevin 2022, liter				
Nr	Varenavn	Varetype	Land	Liter solgt
1	Gordon's Special London Dry Gin	Gin	England	260,408
2	Bombay Sapphire London Dry	Gin	England	143,132
3	Tanqueray London Dry Gin	Gin	England	77,305
4	Arctic Distilled Gin	Gin	Finland	59,763
5	Beefeater London Dry	Gin	England	45,455
6	Elsker Dry Pink Gin	Gin	Norge	35,738
7	Gordon's Premium Pink Gin	Gin	England	34,350
8	Gibson's London Dry Gin	Gin	England	25,852
9	Bareksten Double Distilled Gin	Gin	Norge	25,069

Table 27 continued from previous page

10	Harahorn Gin	Gin	Norge	21,215
11	Hendrick's Gin	Gin	Skottland	21,000
12	Bareksten Botanical Gin	Gin	Norge	20,859
13	Lyng Norwegian Botanical Gin	Gin	Norge	14,492
14	Harahorn Pink gin	Gin	Norge	9,510
15	Arctic Distilled Dry Gin Italian Citrus	Gin	Finland	9,177
16	Malfy Gin Rosa	Gin	Italia	7,273
17	Nine Sisters Ocean Gin	Gin	Norge	5,238
18	Malfy Gin Con Arancia	Gin	Italia	4,579
19	Finsbury London Dry	Gin	England	4,288
20	Roku Gin	Gin	Japan	4,163
21	Whitley Neill Rhubarb & Ginger Gin	Gin	England	4,112
22	Skagerrak Nordic Dry Gin	Gin	Norge	3,937
23	Bivrost Arctic Gin	Gin	Norge	3,787
24	Blue Velvet Violet Gin	Gin	Spania	3,694
25	O.P. Anderson Distillery Blood Orange Gin	Gin	Sverige	3,593
26	Greenfield Organic Premium Gin	Gin	Frankrike	3,501
27	Ægir Kvist Organic Gin	Gin	Norge	2,724
28	Monkey 47 Dry Gin	Gin	Tyskland	2,410
29	Golden Cock	Gin	Norge	2,034
30	Attåt Pink Gin	Gin	Norge	2,017
31	Elsker Pink Gin	Gin	Norge	1,939
32	Herbarium New Forest Gin	Gin	Norge	1,849
33	Oslo Håndverksdestilleri Vidva Tørr Gin	Gin	Norge	1,800
34	O.P. Anderson Old Tom Gin	Gin	Sverige	1,631
35	Tanqueray Sevilla	Gin	England	1,593
36	Harahorn X-Mas Edition Gin	Gin	Norge	1,573
37	McQueen Scottish Gin Citron	Gin	Skottland	1,553
38	Brennevinsgrova Strawberry Pink	Gin	Norge	1,529
39	Nine Sisters Summer Gin	Gin	Norge	1,466

Table 27 continued from previous page

40	Beefeater Pink Strawberry	Gin	England	1,415
41	Oslo Gin	Gin	Norge	1,380
42	Tanqueray No. Ten	Gin	England	1,322
43	Engine Gin	Gin	Italia	1,233
44	Beefeater Blood Orange	Gin	England	1,180
45	Herbarium Dry Pink Gin	Gin	Norge	1,142
46	Gibson's Premium Pink Gin	Gin	England	1,084
47	Aviation Gin	Gin	USA	1,041
48	Bivrost Pink Gin	Gin	Norge	1,030
49	Brockmans Premium Gin	Gin	England	995
50	Myken Arktisk Sommergin	Gin	Norge	990
51	Liverpool Gin	Gin	England	942
52	Kalinka London Dry	Gin	Norge	903
53	Gin Mare	Gin	Spania	896
54	Gilbey's Special Dry Gin	Gin	England	893
55	Harahorn Orange Dry	Gin	Norge	886
56	Berentsens Juletre Gin	Gin	Norge	880
57	Bareksten Old Tom Gin	Gin	Norge	861
58	Nine Sisters Grapefruit Gin	Gin	Norge	858
59	Wettre Original London Dry Gin	Gin	Norge	791
60	333 Lady Bluebell Arctic Gin	Gin	Norge	737
61	Husholdnings Gin	Gin	Norge	736
62	Gordon's Sicilian Lemon Gin	Gin	England	721
63	Tanqueray Blackcurrant Royale	Gin	England	704
64	Hiernagla Værbitt Skogsbær Gin	Gin	Norge	667
65	Larios Gin Rosé	Gin	Spania	662
66	Bareksten Navy Strength Gin	Gin	Norge	581
67	Nordic River Citrus Flavoured Gin	Gin	Norge	575
68	Etsu Handcrafted Gin	Gin	Japan	554
69	Harahorn White Lemon Gin	Gin	Norge	532

Table 27 continued from previous page

70	The Botanist Islay Dry Gin	Gin	Skottland	524
71	Hendrick´s Neptunia	Gin	Skottland	524
72	Finsbury Wild Strawberry Pink Gin	Gin	England	485
73	Elsker Dry Velvet Gin	Gin	Norge	460
74	Geirr Angr Botanical Gin	Gin	Norge	457
75	Malfy Gin Con Limone	Gin	Italia	456

Tabell 27: De 75 mest solgte ginprodukt i norge 2022 (Altomgin, 2023)

D Driftsregnskap

	2022
Salgsinntekt	3 538 982
3000 Salgsinntekt, avgiftspliktig	692 674
3001 Salg av brennevin/drinker	10 576
3002 Salg av øl	1 088
3025 Vinmonopolet avg.pl (sendt vi	3 246 115
3100 Salgsinntekt, avgiftsfri (utførs	1 054 708
3201 Omvisning og foredrag, unnta	2 400
3450 Tilskudd	550 000
4350 Alkoholavgift - særavgift	-2 018 579
Sum driftsinntekter	3 538 982
Varekostnad	1 066 341
4000 Innkjøp av råvarer og halvfabr	2 455
4001 Innkjøp råvarer middels sats	50 452
4010 Varekjøp råvarer - IMPORT (1	12 181
4011 Varekjøp Import (høy sats)	66 896
4060 Frakt, toll og spedisjon	
4300 Innkjøp av varer for videresal	207
4301 Varekjøp - IMPORT (høy sats)	843 971

4302 Varekjøp - vinmonopolet	208
4303 Varekjøp - ØL	5 386
4304 Varekjøp middels sats	3 105
4305 Varekjøp mineralvann og alko	5 454
4306 Innkjøp cider/rusbrus	
4310 Emballasje	29 155
4315 Pant	128
4360 Frakt, toll og spedisjon	58 733
4380 Innførselsmervdiavgift høy	988 772
4381 Innførselsmervdiavgift midd	33 883
4385 Innførselsmervdiavgift høy/	-1 022 655
4390 Beholdningsendring	-49 138
4391 Beholdningsendring ferdigvar	25 248
4400 Emballasje	1 399
4500 Fremmedytelse og underentr	10 500
Lønnskostnad	6 207
5900 Gaver til ansatte	5 000
5990 Annen personalkostnad	1 207
Avskrivning på varige driftsmidler o	117 835
6015 Avskrivning på maskiner	105 785
6020 Avskrivning på immaterielle ei	18 700
6098 Inntf. tilskudd fra SNU	-6 650
6099 Akk. avskrivninger	0
Annen driftskostnad	1 391 590
6100 Frakt, transportkostnad og fo	185 768
6210 Gass	0
6250 Bensin, dieselolje	
6300 Leie lokale	138 868
6320 Renovasjon, vann, avløp o.l.	3 243
6360 Renhold	2 190
6390 Annen kostnad lokaler	21 031

6395 Avskr. påkostning leide lokale	71 569
6399 Vakthold	16 382
6400 Leie maskiner	75 809
6420 Leie datasystemer	31 233
6490 Annen leiekostnad	9 405
6500 Diverse utstyr under 30.000.-	20 198
6520 Hjelpeverktøy	8 007
6540 Inventar	30 871
6550 Driftsmateriale	2 577
6551 Datautstyr	20 169
6560 Rekvisita	4 287
6570 Arbeidsklær og verneutstyr	2 640
6590 Annet driftsmateriale	
6620 Reparasjon og vedlikehold ut	15 523
6700 Revisjons- og regnskapshono	
6705 Regnskapshonorar	59 060
6720 Honorar for økonomisk og juri	9 600
6790 Annen fremmed tjeneste	39 548
6800 Kontorrekvisita	56
6840 Aviser, tidsskrifter, bøker o.l.	4 490
6860 Møte, kurs, oppdatering o.l.	
6900 Telefon	0
7000 Drivstoff traktor	6 242
7020 Vedlikehold	
7040 Forsikring	
7090 Annen kostnad transportmidl	
7140 Reisekostnad, ikke oppgavep	139 519
7141 Reisekostnader, lav sats	5 611
7300 Salgskostnad	177 892
7320 Reklamekostnad	106 719
7321 Reklamekostnad utland	107 728

7350 Representasjon, fradragsbere	0
7390 Annen salgskostnad	19 548
7400 Kontingent, fradragsberettigede	4 146
7410 Kontingent, ikke fradragsbere	
7430 Gave, ikke fradragsberettiget	13 000
7500 Forsikringspremie	15 821
7550 Garantikostnad	1 000
7740 Øreavrunding	0
7770 Bank- og kortgebyr	8 304
7790 Annen kostnad	11 162
7798 Andre kostnader u. fradrag	2 376
7830 Tap på fordringer	
Sum driftskostnader	2 581 973
Driftsresultat	957 009
Annen finansinntekt	7 891
8060 Valutagevinst (agio)	6 311
8071 Utbytte frå Gjensidige	1 580
Annen finanskostnad	41 211
8140 Rentekostnad, ikke fradragsb	231
8151 Renter banklån	27 144
8154 Renter/omk kassekreditt	2 004
8155 Renter/omk. leverandører	268
8160 Valutatap (disagio)	10 565
8170 Annen finanskostnad	1 000
Netto finansposter	-33 321
Resultat før skatt	923 689
Skattekostnad på ordinært resultat	206 645
8300 Betalbar skatt	186 759
8320 Endring i utsatt skatt/skattefo	19 886
Ordinært resultat	717 044
Årsresultat	717 044

8960 Overføringer annen egenkapit	717 044
Udisponert overskudd/underskudd	0

Tabell 28: Driftsregnskap til Grova for 2022

Her er de variable kostnadene markert i grønn og de faste i blå etter beste evne. Hvor det var usikkerhet har de blitt plassert i variable kostnader.

E Årsregnskap Brennevinsgrova AS

År	2019	2020	2021	2022
Inntekter	371 375	1 685 151	2 293 864	2 988 982
Annen driftsinntekt	-38 520			550 000
Varekostnad	-187 908	-313 999	-535 849	-1 066 341
Lønnskostnader	0	0	0	-6 207
Andre driftskostnader	-237 355	-496 393	-851 746	-1 391 590
EBITDA	-92 408	874 759	906 269	1 074 844
Avskrivninger	-39 810	-85 527	-96 291	-117 835
Totale Verdiendringer	-39 810	-85 527	-96 291	-117 835
EBIT	-132 218	789 232	809 978	957 009
Annen renteinntekt	77	7		
Annen finansinntekt				1 580
annen rentekostnad	-50 542	-44 232	-31 726	-29 646
annen finanskostnad	-7 654	-4 924	-4 453	-5 254
Netto finansposter	-58 119	-49 149	-36 179	-33 320
Resultat før skatt	-151 817	740 083	773 799	923 689
Skattekostnad på ordinært resultat	0	-99 054	-170 394	-206 645
Resultat etter skatt	-151 817	641 029	603 405	717 044

BALANSE				
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Varemerke og nettløsning	138 550	128 550	137 000	148 000
Utsatt skattefordel				
Sum immaterielle eiendeler	138 550	128 550	137 000	148 000
Varige driftsmidler				
Tømtter, bygninger o.a. fast eiendom				
Maskiner og anlegg	988 000	1 057 000	1 064 000	1 149 300
Skip, rigger, fly og lignenede				
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	33 400	27 000	51 200	120 600
Sum varige driftsmidler	1 021 400	1 084 000	1 115 200	1 269 900
Finansielle anleggsmidler				
Andre langsiktige fordringer				118 750
Sum finansielle anleggsmidler	0	0	0	118 750
Sum anleggsmidler	1 159 950	1 212 550	1 252 200	1 536 650
Omløpsmidler				
Varelager	95 480	625 898	883 480	907 370
Kundefordringer	508 505	501 542	724 464	808 834
Andre kortsiktige fordringer	22 216	65 715	247 418	247 212
Bankinnskudd, kontanter o.l.		203 653	469 409	463 062
Sum omløpsmidler	626 201	1 396 808	2 324 771	2 426 478
Sum eiendeler	1 786 151	2 609 358	3 576 971	3 963 128

EGENKAPITAL OG GJELD				
Egenkapital				
Innskutt egenkapital (aksjekapital)	30 000	30 000	30 000	30 000
Beholdnings av egne aksjer				
Annen egenkapital		450 692	1 054 097	1 771 141
Udekket tap	-190 337			
Sum egenkapital	-160 337	480 692	1 084 097	1 801 141
Langsiktig gjeld				
Utsatt skatt		47 773	67 372	87 258
Andre avsetninger for forpliktelser	96 650	90 000	83 350	76 700
Gjeld til kredittinstitusjoner	650 000	710 470	446 470	520 000
Øvrig langsiktig gjeld				
Sum langsiktig gjeld	746 650	848 243	597 192	683 958
Langsiktig kapital:	586 313	1 328 935	1 681 289	2 485 099
Kortsiktig gjeld				
Gjeld til kredittinstitusjoner	62 484			
Leverandørgjeld	347 550	269 567	561 486	487 487
Betalbar skatt		51 281	150 795	186 759
Skyldig offentlige avgifter	88 103	178 169	299 526	197 032
Annen kortsiktig gjeld	701 700	781 406	883 875	606 751
Sum kortsiktig gjeld	1 199 837	1 280 423	1 895 682	1 478 029
Sum gjeld	1 946 487	2 128 666	2 492 874	2 161 987
Totalkapital	1 786 150	2 609 358	3 576 971	3 963 128

Tabell 29: Årsregnskap for Brennevinsgrova AS (2018-2022) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, [udatert](#))

F Årsregnskap Myken Destilleri AS

År	2019	2020	2021	2022
Inntekter	2 478 282	3 715 641	4 306 407	3 120 743
Annen driftsinntekt	55 356	-365 586	-683 658	30 070
Varekostnad	-1 112 737	-1 418 274	-1 187 685	-1 901 325
Beholdningsendring	1 523 481	2 007 632	1 198 963	4 992 948
Lønnskostnader	-1 497 370	-1 500 051	-1 687 847	-2 252 398
Andre driftskostnader	-1 071 681	-1 141 736	-1 067 586	-2 077 640
EBITDA	375 331	1 297 626	878 594	1 912 398
Avskrivninger	-187 506	-205 007	-261 504	-503 902
Totale Verdiendringer	-187 506	-205 007	-261 504	-503 902
EBIT	187 825	1 092 619	617 090	1 408 496
Annen renteinntekt	1 834	10	79	16 945
Annen finansinntekt	6 193	6 863	4 934	7 517
annen rentekostnad	-122 090	-262 966	-245 879	-476 469
annen finanskostnad	-20	-32 233	-9 466	-29 955
Netto finansposter	-114 083	-288 326	-250 332	-481 962
Resultat før skatt	73 742	804 293	366 758	926 534
Skattekostnad på ordinært resultat			-44 489	-206 723
Resultat etter skatt	73 742	804 293	322 269	719 811
BALANSE				
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Konsesjoner, patenter, lisenser o.l	49 131	36 068	23 006	20 705
Utsatt skattefordel				

Sum immaterielle eiendeler	49 131	36 068	23 006	20 705
Varige driftsmidler				
Tomter, bygninger o.a. fast eiendom	4 876 896	8 239 900	9 430 611	10 435 820
Maskiner og anlegg	143 847	109 959	76 071	311 000
Skip, rigger, fly og lignenede				
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	904 874	1 024 242	1 283 891	1 168 000
Sum varige driftsmidler	5 925 617	9 374 101	10 790 573	11 914 820
Finansielle anleggsmidler				
Investeringer i aksjer og andeler			30 529	
Andre langsiktige fordringer				
Sum finansielle anleggsmidler	0	0	30 529	0
Sum anleggsmidler	5 974 748	9 410 169	10 844 108	11 935 525
Omløpsmidler				
Varelager	5 576 500	8 080 992	9 459 654	14 452 602
Kundefordringer	115 333	343 465	501 146	352 105
Andre kortsiktige fordringer	287 559	19 971	17 047	576 260
Bankinnskudd, kontanter o.l.	89 801	195 845	911 580	5 878 193
Sum omløpsmidler	6 069 193	8 640 273	10 889 427	21 259 160
Sum eiendeler	12 043 941	18 050 442	21 733 535	33 194 685
EGENKAPITAL OG GJELD				
Egenkapital				
Selskapskapital	3 712 300	4 618 500	6 095 950	7 958 700
Beholdnings av egne aksjer				
Overkurs	708 180	1 251 900	3 024 840	10 103 290

Annen egenkapital		115 210	437 480	1 157 291
Udekket tap	-689 084			
Sum egenkapital	3 731 396	5 985 610	9 558 270	19 219 281
Langsiktig gjeld				
Utsatt skatt			44 489	251 212
Andre avsetninger for forpliktelser				
Gjeld til kredittinstitusjoner			3 007 026	7 741 207
Øvrig langsiktig gjeld	700 000	1 400 000	3 200 000	
Sum langsiktig gjeld	700 000	1 400 000	6 251 515	7 992 419
Langsiktig kapital:	4 431 396	7 385 610	15 809 785	27 211 700
Kortsiktig gjeld				
Gjeld til kredittinstitusjoner	3 926 767	3 861 329	1 447 820	
Leverandørgjeld	741 129	2 342 412	41 875	1 151 702
Betalbar skatt				
Skyldig offentlige avgifter	47 298	-111 085	201 469	104 158
Annen kortsiktig gjeld	2 897 350	4 572 176	4 232 586	4 727 124
Sum kortsiktig gjeld	7 612 544	10 664 832	5 923 750	5 982 984
Sum gjeld	8 312 544	12 064 832	12 175 265	13 975 403
Totalkapital	12 043 940	18 050 442	21 733 535	33 194 684

Tabell 30: Årsregnskap for Myken Destilleri AS (2014-2022) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, udatert)

G Årsregnskap Haavaldsen Distillery AS

År	2019	2020	2021	2022
Inntekter	1 970 239	1 412 851	1 702 314	1 834 968
Annen driftsinntekt	515 355	203 734	213 064	295 966
Beholdningsendring av varer	171 142	-228 236	-59 830	168 470
Varekostnad	-1 370 404	-948 850	-1 406 704	-1 361 340
Lønnskostnader	-446 127	-1 088	-1 083	-98 945
Andre driftskostnader	-426 656	-572 377	-608 766	-482 677
EBITDA	413 549	-133 966	-161 005	356 442
Avskrivninger	-69 951	-56 749	-69 391	-82 827
EBIT	343 598	-190 715	-230 396	273 615
Annen renteinntekt	65	19		
Annen finansinntekt	4 810	9 658	882	135
annen rentekostnad	-33 422	-21 111	-17 986	-48 062
annen finanskostnad	-8 216	-12 054	-16 088	-15 238
Netto finansposter	-36 763	-23 488	-33 192	-63 165
Resultat før skatt	306 835	-214 203	-263 588	210 450
Skattekostnad på ordinært resultat	-121 960	47 125	57 989	-46 299
Resultat etter skatt	184 875	-167 078	-205 599	164 151
BALANSE				
EIENDELER				
Anleggsmidler				
Immaterielle eiendeler				
Varemerke og nettløsning				
Utsatt skattefordel	306 973	354 098	412 087	365 788
Sum immaterielle eiendeler	306 973	354 098	412 087	365 788

Varige driftsmidler				
Tomter, bygninger o.a. fast eiendom				
Maskiner og anlegg				
Skip, rigger, fly og lignenede				
Driftsløsøre, inventar o.a. utstyr	631 120	775 783	927 625	1 262 097
Sum varige driftsmidler	631 120	775 783	927 625	1 262 097
Finansielle anleggsmidler				
Investering i annet foretak i samme konsern				
Lån til foretak i samme konsern				
Investeringer i aksjer og adnerler				
Andre langsiktige fordringer				
Sum finansielle anleggsmidler	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	938 093	1 129 881	1 339 712	1 627 885
Omløpsmidler				
Varelager	1 191 486	1 001 628	959 088	1 142 160
Kundefordringer	30 806	121 862	149 839	97 455
Andre kortsiktige fordringer		31 252	46 284	19 882
Bankinnskudd, kontanter o.l.	188 343	151 224	49 658	47 083
Sum omløpsmidler	1 410 635	1 305 966	1 204 869	1 306 580
Sum eiendeler	2 348 728	2 435 847	2 544 581	2 934 465
EGENKAPITAL OG GJELD				
Egenkapital				
Innskutt egenkapital (aksjekapital)	800 000	800 000	800 000	800 000
Beholdnings av egne aksjer				
Overkurs	1 053 618	1 053 618	1 053 618	1 053 618

Annen egenkapital				
Udekket tap	-1 309 965	-1 477 043	-1 682 642	-1 518 490
Sum egenkapital	543 653	376 575	170 976	335 128
Langsiktig gjeld				
Utsatt skatt				
Andre avsetninger for forpliktelser				
Gjeld til kredittinstitusjoner				
Øvrig langsiktig gjeld				
Sum langsiktig gjeld	0	0	0	0
Langsiktig kapital	543 653	376 575	170 976	335 128
Kortsiktig gjeld				
Gjeld til kredittinstitusjoner				
Leverandørgjeld	2 972		17 771	2 300
Betalbar skatt				
Skyldig offentlige avgifter	11 194			5 346
Annen kortsiktig gjeld	1 790 909	2 059 272	2 355 834	2 591 692
Sum kortsiktig gjeld	1 805 075	2 059 272	2 373 605	2 599 338
Sum gjeld	1 805 075	2 059 272	2 373 605	2 599 338
Sum egenkapital og gjeld	2 348 728	2 435 847	2 544 581	2 934 466

Tabell 31: Årsregnskap for Haavaldsen Distillery AS (2011-2023) Hentet fra (Brønnøysundregistrene, udatert)