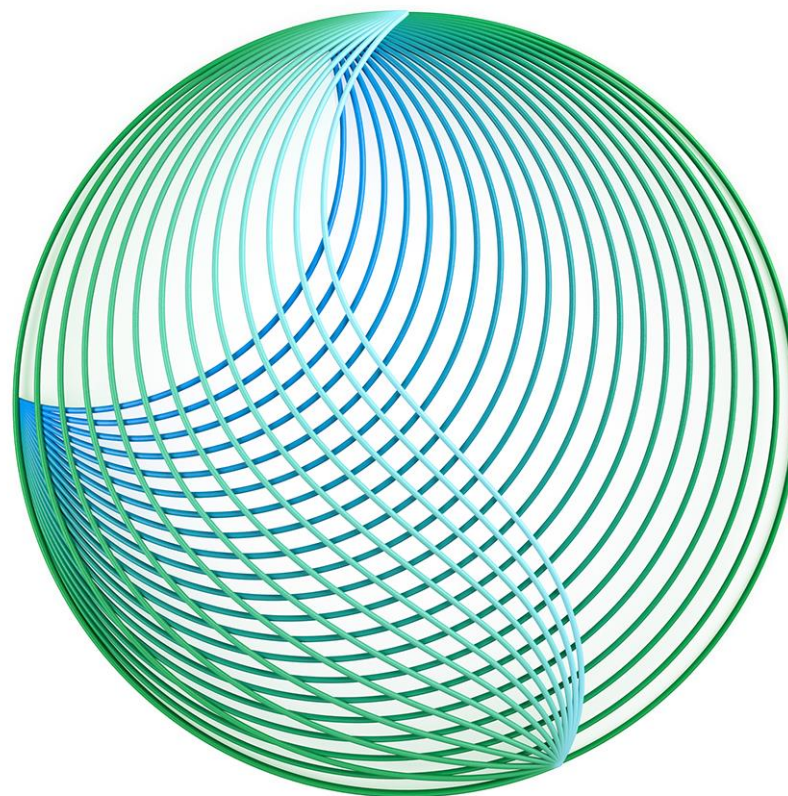




Stiftelsen Betanien Bergen

Verdivurdering av Betanien sykehus

Confidential, Skjellevik, Åse Meistad, 00/29/2020 16:00:05
29. august 2019

Financial Advisory 

Strengt fortrolig og konfidensiell

Innhold

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	7
Verdivurdering	9
Vedlegg	17

Ragnar Nesdal

Partner

Mobil tel: +47 958 80 205

Email: rnedsal@deloitte.no

Julie Marie Aksdal

Senior Consultant

Mobil tel: +47 971 42 928

Email: jaksdal@deloitte.no

Beate Undem

Consultant

Mobil tel: +47 412 07 006

Email: bundem@deloitte.no

Denne rapporten er strengt fortrolig og konfidensiell for Oppdragsgiver i henhold til engasjementsavtale datert 09.04.2019. («Kontrakten»). Anvendelse av denne rapport er begrenset til bruk som spesifisert i Kontrakten og må ellers ikke bli gjengitt eller referert til i noe dokument eller kopiert eller gjort tilgjengelig for andre.

Vi aksepterer intet ansvar eller forpliktelser for innholdet i rapporten overfor andre parter. Denne rapporten er utarbeidet med basis i de begrensninger og rammer som er angitt i Omfang og grunnlag for gjennomgang på side 4 og de forhold som er omtalt i oversendelsesbrev. Dette dokumentet kan ha blitt gjort tilgjengelig for Dem både i fysisk og elektronisk format. Flere versjoner og kopier av dette dokumentet kan derfor eksistere i ulike medier. Kun den siste signerte versjonen skal anses som endelig.

Mandat og sammendrag

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	7
Verdivurdering	9
Vedlegg	17



Mandat og sammendrag | Mandat

Bakgrunn og formål

- Betanien sykehus («Virksomheten») ble åpnet som Hospitalet Betanien i 1914, og er en diakonal virksomhet som drives og eies 100% av Stiftelsen Betanien Bergen («Stiftelsen»).
- Stiftelsen Betanien Bergen er i en pågående prosess der sykehusdriften skal skilles ut av Stiftelsen og omdannes til et aksjeselskap som eies av Stiftelsen.
- Som del av denne omdannelsen har Deloitte AS («Deloitte») blitt bedt om å foreta en verdsettelse av selskapsverdien til sykehusdriften.

Mandat og omfang

- Deloitte AS («Deloitte») vil på oppdrag av Stiftelsen foreta en uavhengig verdsettelse av sykehusdriften.
- Verdsettelsen vil baseres på følgende premisser:
 1. Verdsettelsesdato: I verdsettelsen legges 01.01.2020 til grunn som verdsettelsesdato, og en estimert balanse per samme tidspunkt benyttes da dette er forventet tidspunkt for gjennomføring av omdannelsen.
 2. I vår gjennomgang vil vi vurdere anerkjente verdsettelsesmetoder (inntjening, marked, kost, etc.) og velge den eller de metodikker vi finner mest formålstjenlige. Når mer enn en metode er relevant, vil vi vurdere de forskjellige verdiesestimater og eventuelt vekte utfallet for å utforme et verdianslag.
 3. Det beregnes utelukkende en selskapsverdi («EV») for sykehusdriften og ikke egenkapitalverdi («EK»), ettersom det ikke er knyttet rentebærende gjeld direkte til sykehusdriften.

Konfidensialitet

- Denne rapporten og våre konklusjoner skal betraktes som konfidensiell og skal kun brukes av Stiftelsen Betanien Bergen til formålet slik angitt i avsnittet «Bakgrunn og formål». All annet bruk fordrer skriftlig forhåndsgodkjennelse fra Deloitte.
- Ingen andre parter har rett til å benytte rapporten til noe formål og vi aksepterer ikke ansvar eller forpliktelser overfor andre parter i forhold til innholdet i rapporten og eventuelle beslutninger som tas med utgangspunkt i dette.
- Rapporten skal ikke siteres eller nevnes i et annet dokument, kopieres eller gjøres tilgjengelig (helt eller delvis) til en annen part, uten skriftlig forhåndsgodkjennelse fra Deloitte.

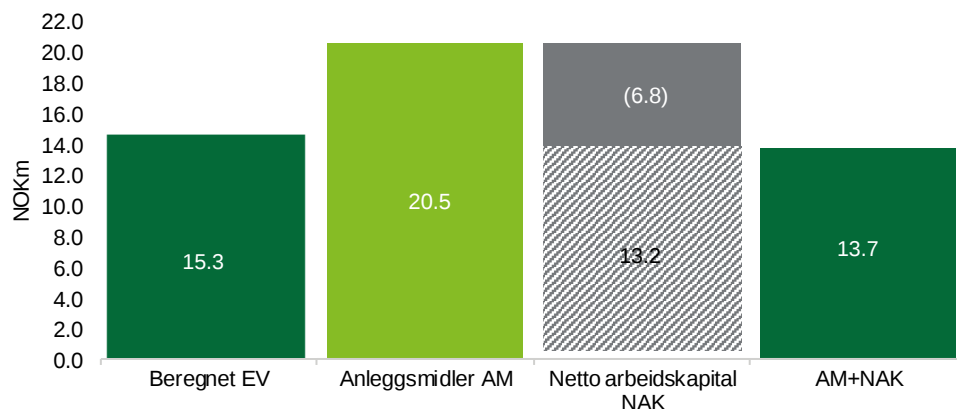
Ansvarsbegrensning

- Gjennom vårt arbeid har vi basert oss på informasjon fremlagt av ledelsen i Betanien sykehus og Stiftelsen («Ledelsen»), samt offentlig tilgjengelig informasjon. Vi har, innenfor rammen av vårt mandat ikke foretatt noen form for uavhengig verifisering, revisjon eller bekreftelse av denne informasjonen.
- Vi forutsetter også at Ledelsen ikke har unnlatt forhold av relevans for analysen. Slike mangler ville kunne påvirke våre konklusjoner. Vi påtar vi oss ikke noen form for økonomisk eller juridisk ansvar for fullstendigheten eller riktigheten av de opplysninger rapporten bygger på.
- Våre vurderinger avgis etter beste skjønn og på grunnlag av den informasjon som er gjort tilgjengelig for oss. Deloitte tar intet ansvar for mulige feil eller mangler i grunnlagsmaterialet eller konklusjonene, eller for at senere brukere av informasjon som vår verdsettelse bygger på eventuelt kommer til andre konklusjoner enn oss.
- Vårt arbeid er fullført 29.08.19 og vi har ikke oppdatert rapporten etter denne dato.

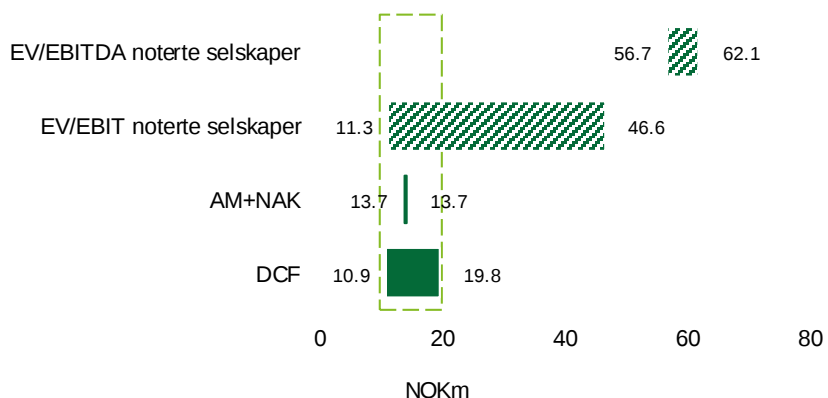
Mandat og sammendrag | Verdivurdering

Basert på hovedsakelig DCF-metodikk, er selskapsverdien for Betanien sykehus estimert til å ligge i intervallet NOKm 10 til NOKm 20, med beste estimat på NOKm 15

Selskapsverdi (EV)



Oppsummering selskapsverdi



Oppsummering av selskapsverdien for Betanien sykehus

- Oppdragsgiver ønsker at det skal beregnes en selskapsverdi for Betanien sykehus, i forbindelse med en pågående prosess hvor sykehusdriften skal skilles ut i et eget aksjeselskap. Vi har i den anledning foretatt en verdsettelse basert på en rekke verdsettelsesmetoder.
- Figuren øverst til venstre viser den estimerte selskapsverdien («EV») på NOKm 15,3, samt bokført verdi av anleggsmidlene og netto arbeidskapital som gir en estimert driftsmessig tilnærming av bokført verdi av selskapsverdien på NOKm 13,7. Vennligst merk at NOKm 13,2 som er knyttet til feriepengeforpliktelse er trukket ut fra netto arbeidskapital («NAK»). Vi forstår at tilsvarende beløp kunne vært balanseført som en fordring på Helse Vest, og vi har derfor valgt å hensynta dette for å ikke legge til grunn uforholdsmessig stor negativ arbeidskapital ved estimering av bokført selskapsverdi.
- For å supplere DCF-verdsettelsen har vi sett på verdiestimer fra en relativ verdsettelse ved bruk av multipler. Som det kan ses av figuren nederst til venstre gir verdiestimatet fra multipler et betydelig større verdiintervall enn verdien predikert av DCFen. Usikkerheten knyttet til verdien fra den relative verdsettelsen skyldes delvis at det er en markant forskjell i forventet inntjening for sammenliknbare selskaper og Betanien sykehus, grunnet betingelsene i rammeverket i avtalen med Helse Vest. Det fører til at verdiestimat basert på multipler ikke gir en rettviseende verdi. Vi vektlegger derfor ikke verdiestimatene fra multiplanelanalysen.
- Våre analyser indikerer en selskapsverdi i intervallet NOKm 10 til NOKm 20, med beste estimat på NOKm 15. Beregnet verdi forsvaret den driftsmessige tilnærmingen av selskapsverdien ved anleggsmidlene og netto arbeidskapital på NOKm 13,7 (bokført verdi).



Mandat og sammendrag | Åpningsbalanse

Estimert åpningsbalanse per 1. januar 2020 for aksjeselskapet, inkludert innarbeidelse av EK-innskudd i KLP og pensjonsforpliktelser til virkelig verdi

Betanien sykehus - Estimert åpningsbalanse

NOKm	Note	IB 2019	UB 2019	Endringer	IB 2020
Medisinsk teknisk utstyr		5.9	18.7	-	18.7
IKT		-	1.0	-	1.0
Biler		1.1	0.8	-	0.8
KLP - egenkapitaltilskudd	1	-	-	11.1	11.1
Anleggsmidler		7.0	20.5	11.1	31.6
Kundefordringer		1.6	1.5	-	1.5
Opptjente inntekter og fordringer Helse Vest		3.3	3.0	-	3.0
Forskuddsbetalte kostnader		0.3	-	-	-
Restanse NAV		1.1	1.0	-	1.0
Mva		0.9	0.8	-	0.8
Mellomværende SBB, BRS (bokført)		19.3	15.0	-	15.0
Restkrav SBB (residual)		31.5	33.3	-	33.3
Kasse		0.0	0.0	-	0.0
Bankinnskudd		25.5	27.0	-	27.0
Omløpsmidler		83.5	81.6	-	81.6
Biendeler		90.5	102.2	11.1	113.2
Opptjent egenkapital		62.9	62.9	-	62.9
Overført resultat		-	15.6	-	15.6
Udekket pensjonsforpliktelse BS		-	-	(78.7)	(78.7)
Udekket pensjonsforpliktelse SBB (55%)	3	-	-	(12.0)	(12.0)
KLP - egenkapitaltilskudd		-	-	11.1	11.1
Egenkapital	4	62.9	78.5	(79.6)	(1.0)
Pensjonsforpliktelser	2	(3.6)	(7.7)	90.7	83.0
Annen langsiktig gjeld		5.4	5.0	-	5.0
Langsiktig gjeld		1.8	(2.7)	90.7	88.0
Leverandørgjeld		2.3	2.5	-	2.5
Forskuddstrekk		5.2	5.2	-	5.2
Arbeidsgiveravgift		5.2	5.4	-	5.4
Feriepenger		13.1	13.2	-	13.2
Kortsiktig gjeld		25.8	26.3	-	26.3
Egenkapital og gjeld		90.5	102.2	11.1	113.2

Kilde: "Åpningsbalanse- med pensjonsforpl 1 1 20 rev 06 08 19.xlsx"

Bakgrunn

- Stiftelsen Betanien Bergen er i en omorganiseringsprosess som innebærer at sykehusdriften skal overføres til et nystiftet aksjeselskap; Betanien sykehus AS. Aksjeselskapet skal være heleid (datterselskap) av stiftelsen.
- Omdannelse av sykehusdriften til aksjeselskap medfører ingen endring av risiko og kontroll for Stiftelsen, slik at det er forutsatt regnskapsmessig kontinuitet (kontinuitetsgjennomskjæring) for tingsinnskuddet. Dette er også diskutert/avklart med Stiftelsens revisor.
- En utfordring for bekreftelse av netto innskutt egenkapital er virksomhetens pensjonsforpliktelse, der en i dag benytter korridor-metoden. Det er derfor avgjort at en per 1. januar gjør en prinsippendring på pensjon for Betanien sykehus der en går vekk fra korridor-metoden og balansefører forpliktelsen til virkelig verdi.

Kommentarer til estimert åpningsbalanse

Estimert åpningsbalanse per 1. januar 2020 for Betanien sykehus AS er basert på estimert regnskap/balanse per 31.12.19 med følgende korreksjoner:

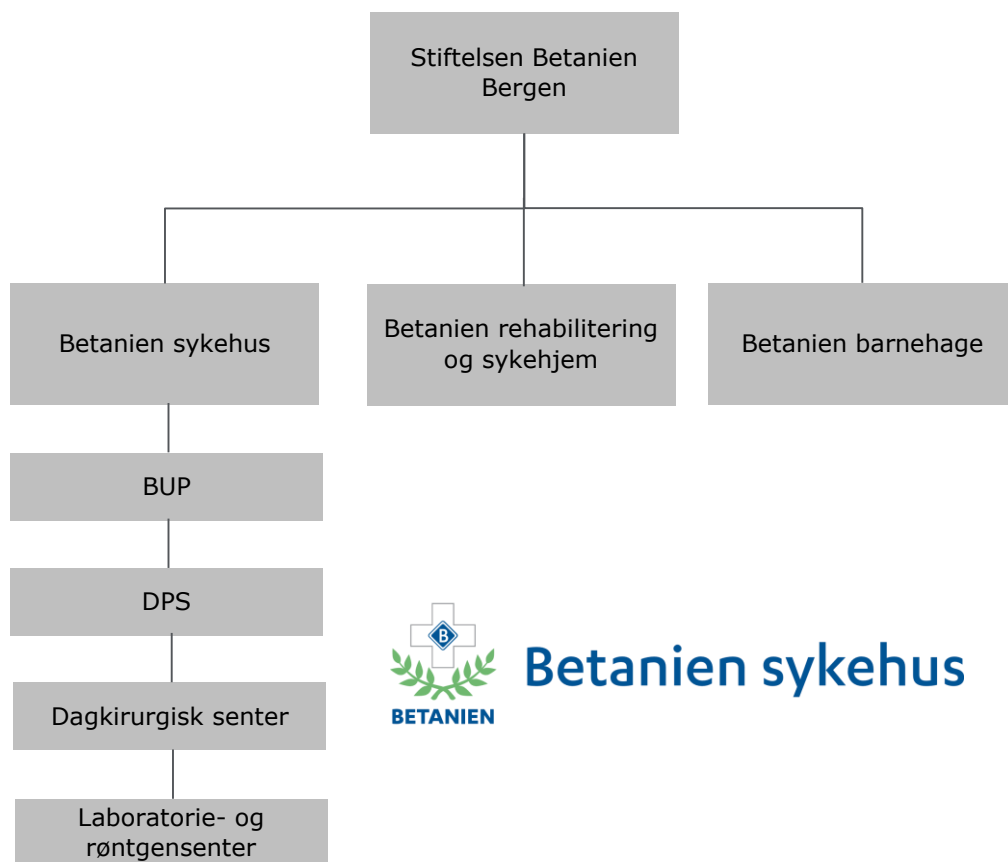
- Egenkapitalinnskudd i KLP som tidligere har vært kostnadsført balanseføres (korreksjon av tidligere års regnskap). Beløpsmessig er dette estimert til å utgjøre NOKm 11.
- Netto pensjonsforpliktelser regnskapsføres til virkelig verdi. Prinsippendringen medfører at ikke resultatføre aktuarielle tap (korridoren) elimineres, noe som øker balanseført forpliktelse med NOKm 91.
- Netto egenkapitalendringer som følge av 1 og 2 utgjør NOKm -80, noe som medfører at tidlige opptjente overskudd fra sykehusdriften er «bundet» opp i pensjonsforpliktelsen.
- Estimert bokført egenkapital etter innarbeidelse av EK-innskudd og pensjonsforpliktelse er marginalt negativ (NOKm -1), slik at Stiftelsen må påregne å skyte inn noe kontanter slik at egenkapitalen i aksjeselskapet blir positiv og på et forsvarlig nivå.

Virksomheten

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	7
Verdivurdering	9
Vedlegg	17

Virksomheten | Om Betanien sykehus

Betanien sykehus driver med helse- og omsorgstjenester, der driften primært er styrt av driftsavtalen med Helse Vest



Virksomheten

- Betanien sykehus ble åpnet som Hospitalet Betanien i 1914, og er en diakonal virksomhet som eies 100% av Stiftelsen Betanien Bergen.
- Virksomheten driver med helse- og omsorgstjenester, og består av somatisk senter, psykiatrisk senter og spesialpoliklinikk.
- Betanien sykehus er klassifisert som en ideell virksomhet, og har derfor skattefritak. Dette fordrer at de ikke kan ha erverv til formål, og at all eventuell økonomiske gevinster skal føres tilbake til virksomhetens formål.

Avtalen med Helse Vest

- Driften til Betanien sykehus er primært knyttet til driftsavtalen med Helse Vest. Avtalen er knyttet til levering av distriktpsikiatriske tjenester, polikliniske tjenester innenfor barne- og ungdomspsykiatri samt somatisk spesialistpoliklinikk.
- Fra avtalen fremgår det at bestillingen av tjenester gjøres årlig fra Helse Vest, der sist mottatte bestilling er gjeldende for 2019. Avtalen stipulerer tildelt aktivitetsnivå for de forskjellige underområdene, samt betingelser for betalingsmodellen.
- Avtalen presiserer videre at Betanien sykehus er pålagt å varsle Helse Vest straks det er grunn til å tro at aktiviteten vil bli vesentlig lavere enn bestillingen. Motsetningsvis får ikke selskapet full betaling uten dispensasjon fra Helse Vest, dersom aktivitetsnivået skulle vise seg å bli høyere enn bestillingen.
- Det fremgår videre fra avtalen at all økonomisk overskudd skal tilbakeføres til driften, i tråd med retningslinjene for en ideell virksomhet.



Verdivurdering

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	7
Verdivurdering	9
Vedlegg	17



Verdivurdering | Balanse

Fremskrevet balanse per 01.01.20 legges til grunn i verdsettelsen

Betanien sykehus - Balanse og balansemapping

NOKm	Note	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2020			
				NAK	NRG	Ikke-driftsrelatert	Annet
Medisinsk teknisk utstyr	1	5.9	18.7	-	-	-	18.7
IKT		-	1.0	-	-	-	1.0
Biler		1.1	0.8	-	-	-	0.8
Anleggsmidler		7.0	20.5				
Kundefordringer		1.6	1.5	1.5	-	-	-
Opptjente inntekter og fordringer Helse Vest	2	3.3	3.0	3.0	-	-	-
Forskuddsbetalte kostnader		0.3	-	-	-	-	-
Restanse NAV		1.1	1.0	1.0	-	-	-
Mva		0.9	0.8	0.8	-	-	-
Mellomværende SBB, BRS (bokført)		19.3	15.0	-	-	-	15.0
Restkrav SBB (residual)	3	31.5	33.3	-	-	-	33.3
Kasse		0.0	0.0	-	-	-	0.0
Bankinnskudd		25.5	27.0	-	-	-	27.0
Omløpsmidler		83.5	81.6				
 Eiendeler		90.5	102.2				
Opptjent egenkapital		62.9	62.9	-	-	-	62.9
Overført resultat		-	15.6	-	-	-	15.6
Egenkapital		62.9	78.5				
Pensjonsforpliktelser		(3.6)	(7.7)				(7.7)
Annen langsiktig gjeld		5.4	5.0	-	-	-	5.0
Langsiktig gjeld		1.8	(2.7)				
Leverandørgjeld		2.3	2.5	2.5	-	-	-
Forskuddstrekk		5.2	5.2	5.2	-	-	-
Arbeidsgiveravgift		5.2	5.4	5.4	-	-	-
Feriepenger	4	13.1	13.2	13.2	-	-	-
Kortsiktig gjeld		25.8	26.3				
Egenkapital og gjeld		90.5	102.2				
Netto		-	-	(20.0)	-	-	20.0

Kilde: "Åpningsbalanse- med pensjonsforpl 1 1 20 rev 06 08 19.xlsx"

Kommentarer

• Vi har lagt til grunn UB 31.12.19 som en proxy for IB 01.01.20, ettersom det ved utskillelse av sykehusdriften er en rekke justeringer for blant annet pensjon som skal gjennomføres for åpningsbalansen 01.01.20. Vi forstår basert på samtale med ledelsen og revisor, at endringene vil føre til en justert egenkapital i størrelsesorden NOKm 1. Dette er lavere enn bokført egenkapital før justeringene og det vil være denne justerte egenkapitalen som skal forsvares av estimert selskapsverdien.

1. Medisinsk teknisk utstyr øker fra NOKm 5,9 per 01.01.2019 til NOKm 18,7 per 01.01.2020. Den markante økningen er hovedsakelig grunnet investeringer ultimo 2019 knyttet til ny røntgenlab og CT.
2. Selskapet mottar basistilskudd fra Helse Vest på forskudd den 1. i hver måned. Fordringer knyttet til Helse Vest forventes derfor å ligge relativt stabilt gjennom året.
3. Betanien sykehus har kontanter og bankinnskudd på NOKm 27,0 per 01.01.20, samt flere poster knyttet til mellomværende i Stiftelsen på til sammen NOKm 48,3. Likvidene anses ikke som frie ettersom virksomheten er bundet til å bruke overskuddslikviditet til reinvesteringer i driften gjennom avtalen med Helse Vest. Vi merker oss a likvidene sammen med mellomværende utgjør tilnærmet den bokførte verdien av egenkapitalen.
4. Det foreligger en avtale mellom Helse Vest og Stiftelsen om et betinget krav knyttet til overgang til regnskapsføring av feriepengeforpliktelser.

• Netto normalisert arbeidskapital utgjør -7,8% av inntekter per 01.01.19 og -8,1% per 01.01.20. Gjennomsnittet av disse tilsvarer -8,0%, og anses som et representativt normalisert nivå på arbeidskapitalen.



Verdivurdering | Historiske resultater

Selskapets marginer har ligget relativt stabilt i den historiske perioden grunnet relativt stabile inntekter og kostnader

Betanien sykehus - Historisk resultat

NOKm	Note	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
ISF		17.8	18.4	28.2	30.6	31.0
Polikliniske og lab. inntekter		18.7	18.9	9.1	9.5	10.0
Egenandeler mv.		5.5	6.1	6.2	6.0	6.0
Basisramme		175.2	180.0	181.4	185.6	191.7
Andre inntekter		7.8	6.9	6.7	7.3	7.4
Total inntekt	1	225.0	230.2	231.6	238.9	246.1
Varekostnad		(8.6)	(9.6)	(8.2)	(8.2)	(8.6)
Personalkostnader	2	(171.9)	(170.3)	(177.1)	(179.6)	(186.4)
Kostnad lokaler	3	(13.0)	(9.9)	(10.2)	(10.3)	(10.8)
Annen driftskostnad	4	(20.1)	(20.4)	(20.1)	(24.1)	(22.4)
Total driftskostnader		(213.6)	(210.3)	(215.6)	(222.2)	(228.2)
EBITDA		11.4	20.0	16.0	16.7	17.9
Avskrivninger		(3.8)	(4.3)	(3.5)	(3.1)	(2.2)
EBIT		7.6	15.7	12.5	13.5	15.6
Netto finanskostnad		-	-	-	-	-
Ordinært resultat før skattekostnad		7.6	15.7	12.5	13.5	15.6
Skattekostnad på ordinært resultat	5	-	-	-	-	-
Ordinært resultat		7.6	15.7	12.5	13.5	15.6

Omsetningsvekst %	n.a	2.3%	0.6%	3.1%	3.0%
Lønnskostnad som % av total inntekt	76.4%	74.0%	76.5%	75.2%	75.7%
Annen driftskostnad som % av total inntekt	8.9%	8.9%	8.7%	10.1%	9.1%
EBITDA-margin	5.1%	8.7%	6.9%	7.0%	7.3%
EBIT-margin	3.4%	6.8%	5.4%	5.7%	6.3%

Beskrivelse av historisk resultat

1. Fra 2015 til 2019 har driftsinntekten hatt en stabilt positiv utvikling, med noen mindre fluktueringer i de enkelte inntektsstrømmene fra år til år.
 2. Personalkostnader utgjør den største kostnadsposten for selskapet, og har historisk utgjort rundt 74-76% av omsetning som tilsvarer en økning med 2% årlig (i snitt).
 3. Kostnader knyttet til lokaler har i den historiske perioden falt med 4,6% årlig (i snitt).
 4. Andre driftskostnader består i hovedsak av kostnader knyttet til fremmedtjenester, samt reparasjon og vedlikehold og IKT. Andre driftskostnader har i den historiske perioden ligget stabilt på 9-10% av total inntekt.
 5. Virksomheten har historisk ikke hatt noen skattekostnader, da Betanien er klassifisert som en ideell virksomhet og derfor har skattefritak.
- Marginene har vært relativt stabile og økende i hele den historiske perioden. Økningen i marginer har primært blitt drevet av fordelaktig utvikling i husleiekostnader.



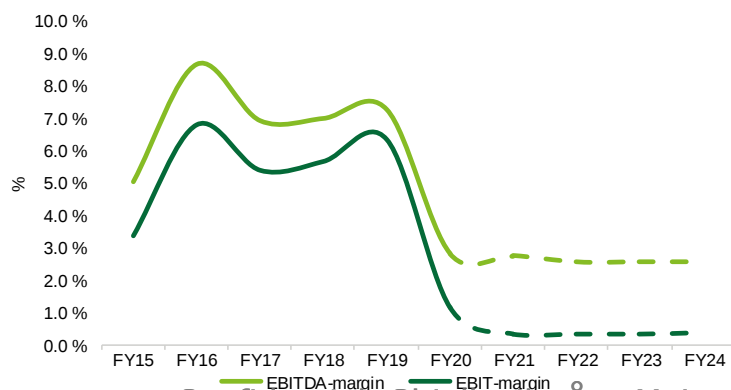
Verdivurdering | Prognoser

Verdsettelsen er basert på prognoser fra ledelsen i Betanien sykehus, der inntekter og kostnader forventes å ligge flatt grunnet avtalen med Helse Vest

Betanien sykehus - P&L

NOKm	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	TV (25)
ISF	31.0	31.9	32.8	33.7	34.6	35.6	36.3
Polikliniske og lab. Inntekter	10.0	10.3	10.6	10.9	11.2	11.5	11.7
Egenandeler mv.	6.0	6.2	6.3	6.5	6.7	6.9	7.0
Basisramme	191.7	197.1	202.6	208.3	214.1	220.1	224.5
Andre inntekter	7.4	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
Total inntekt	246.1	246.4	253.3	260.4	267.7	275.2	280.7
Varekostnad	(8.6)	(8.9)	(9.1)	(9.4)	(9.6)	(9.9)	(10.1)
Personalkostnader	(186.4)	(192.6)	(198.0)	(204.0)	(209.8)	(215.6)	(219.9)
Kostnad lokaler	(10.8)	(14.1)	(14.3)	(14.7)	(15.1)	(15.5)	(15.9)
Annen driftskostnad	(22.4)	(23.8)	(24.9)	(25.6)	(26.3)	(27.1)	(27.6)
Total driftskostnader	(228.2)	(239.5)	(246.4)	(253.8)	(260.9)	(268.2)	(273.5)
EBITDA	17.9	7.0	7.0	6.6	6.8	7.0	7.2
Avskrivninger	(2.2)	(4.2)	(6.1)	(5.8)	(6.0)	(6.1)	(6.2)
EBIT	15.6	2.8	0.9	0.9	0.8	1.0	1.0
Investeringer	15.8	1.0	20.8	5.3	5.4	5.5	6.2
Omsetningsvekst %	3.0%	0.1%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.0%
Lønnskostnad som % av total inntekt	(75.7%)	(78.2%)	(78.2%)	(78.4%)	(78.4%)	(78.4%)	(78.4%)
Annen driftskostnad som % av total inntekt	(9.1%)	(9.7%)	(9.8%)	(9.8%)	(9.8%)	(9.8%)	(9.8%)
EBITDA-margin	7.3%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
EBIT-margin	6.3%	1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%

Utvikling i marginer



Kommentarer til prognoser

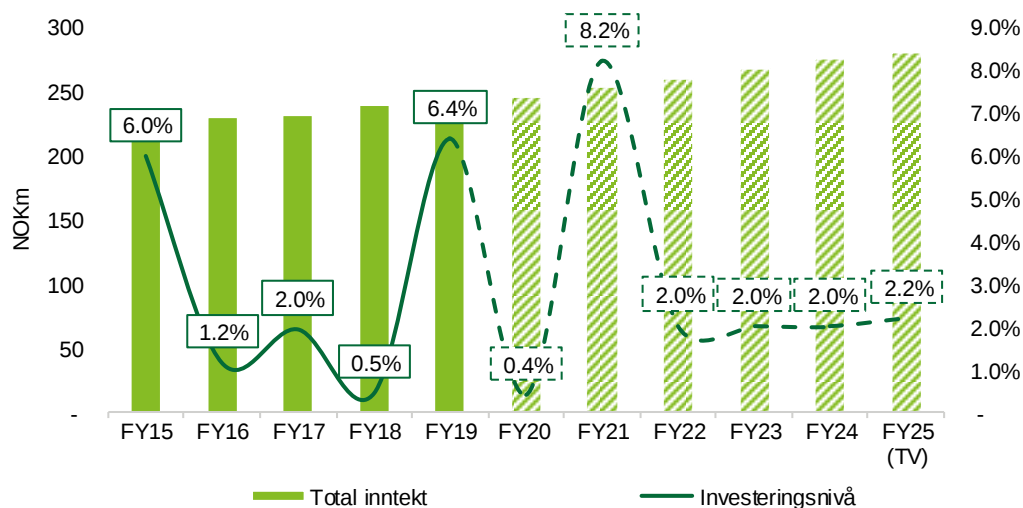
- Verdsettelsen av Betanien sykehus er basert på prognoser, budsjetter og innspill fra ledelsen.
- Inntektene er overordnet satt til å øke tilsvarende justeringen av grunnfinansieringen fra Helse Vest for FY19 på 2,8%.
- Varekostnader, personalkostnader og andre driftskostnader korrelerer i stor grad med aktivitetsnivået. Følgelig er disse kostnadene også satt til å øke tilsvarende inntektene på 2,8%.
- Som en del av prosessen har Ledelsen foretatt en fornyet gjennomgang av leieareal og leienivå. Basert på dette er det gjennomført en oppjustering av leienivået fra FY19 til FY20 på NOKm 3,4. Kostnader til lokaler forventes deretter å vokse med 2,4%. Den forventede veksten understøttes også av SSBs prisindeks for utleie av næringseiendom som utgjør 2,9%.
- Avskrivninger er satt til å øke i tråd med ledelsen forventninger til økte investeringer i starten av den eksplisitte perioden.
- Marginene i prognoseperioden forventes å ligge på et lavere nivå enn historisk, primært grunnet større korrelasjon mellom inntekter og kostnader, i tråd med rammeavtalen med Helse Vest.



Verdivurdering | Investeringer

Markante investeringer er forventet i starten av prognoseperioden, før en stabilisering til et normalisert nivå på rundt 2% legges til grunn

Betanien sykehus - Investeringer



Kommentarer til investeringsnivå

- Tabellene til venstre viser at investeringsnivået historisk har vært fluktuerende, men i snitt har utgjort 3,2%.
- Basert på innspill fra ledelsen forstår vi at det forventes investeringer på NOKm 15,8 i FY19 relatert til ny røntgenlab, ny CT maskin, IKT og annet medisinsk teknisk utstyr. Videre forventes investering på NOKm 1 i FY20 knyttet til IKT, og NOKm 21 i FY21 til ombygging og innredning for dagkirurgisk sykehusdrift. Fra FY22 og fremover forventer ledelsen en årlig investering på rundt NOKm 5, som hovedsakelig er knyttet til mindre investeringer. Vennligst merk at investeringsestimatene har blitt inflasjonsjustert.
- Lavere investering enn avskrivning i «evigheten» impliserer at aktivaene til selskapet over tid vil bli brukt opp, og investeringer er derfor satt lik avskrivninger i terminalperioden tilsvarende 2,2% av total inntekt. Det normaliserte nivået er noe lavere, men fortsatt i tråd med det historiske nivået på 3,2% og sammenliknbare selskaper, som har et investeringsnivå på 3,1%.

År	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25 (TV)
Total inntekt	225.0	230.2	231.6	238.9	246.1	246.4	253.3	260.4	267.7	275.2	280.7
Investeringer	13.5	2.7	4.5	1.1	15.8	1.0	20.8	5.3	5.4	5.5	6.2
Investeringsnivå	6.0%	1.2%	2.0%	0.5%	6.4%	0.4%	8.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.2%
Investeringsnivå gj.snitt. FY15-FY19	3.2%										
Investeringsnivå gj.snitt. FY20-FY24	2.9%										
Gj.snitt. Investeringsnivå	3.1%										



Verdivurdering | DCF

Basert på en DCF-tilnærming estimerer vi en selskapsverdi på NOKm 15,3

Betanien sykehus - DCF

NOKm	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	TV (25)
EBITDA	16.7	17.9	7.0	7.0	6.6	6.8	7.0	7.2
Investeringer	(1.1)	(15.8)	(1.0)	(20.8)	(5.3)	(5.4)	(5.5)	(6.2)
Δ NAK	na	1.3	(0.4)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4
Fri kontantstrøm (FCF)	15.6	3.4	5.6	(13.3)	1.9	2.0	2.1	1.4
Andel av kontantstrøm som inkluderes i DCF			100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	
Periode			0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Diskonteringsfaktor			1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	
Nåverdi FCF			5.4	(11.9)	1.6	1.5	1.5	
Sum CF		Andel CF						
Nåverdi FCF	(1.9)	(12.3%)						
Terminalverdi	17.2	112.3%						
Selskapsverdi (EV)	15.3							

EBIT-margin	7.0%	7.3%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
Implisitt EV/EBITDA-multippel	0.9x	0.9x	2.2x	2.2x	2.3x	2.2x	2.2x	

Kommentar til DCF

- Basert på diskusjon med ledelsen og bindende forhåndsuttalelse fra Skatteetaten forstår vi at virksomheten som aksjeselskap heller ikke fremover vil være skattepliktig. Følgelig har vi anvendt EBITDA i DCF-beregningen, ettersom det ikke er nødvendig å hensynta skatteeffekten ved avskrivninger.
- Investeringer er basert på innspill fra ledelsen i den eksplisitte perioden. Vennligst merk at investeringer er satt lik avskrivninger i terminalleddet, ettersom lavere investering enn avskrivninger i «evigheten» impliserer at aktivaene til konsernet over tid blir brukt opp.
- Endringen fra netto arbeidskapital i FY19 til FY20, fører til en positiv kontantstrøm knyttet til NAK i FY20. Et gjennomsnitt av NAK i prosent av inntekter for FY19 og FY20 på -8,0% er anvendt som et normalisert arbeidskapitalnivå fremover.
- Vi anvender en diskonteringsrate tilsvarende en WACC på 7,9%. Vennligst se vedlegg for mer informasjon om WACC beregningen.
- Basert på forutsetningene over estimeres en selskapsverdi på Betanien sykehus til NOKm 15,3.



Verdivurdering | Multipler

EV/EBIT tradingmultipler indikerer et verdiintervall på NOKm 11 til NOKm 47 for selskapsverdien, men vektlegges ikke ettersom sammenliknbare selskaper ikke har samme driftsmodell som Betanien sykehus

Betanien sykehus - Multiplerverdsettelse

NOKm	Median		
	FY19	FY20	FY21
<i>Trading multiplerverdsettelse: sammenliknbare selskaper</i>			
EBITDA	17.9	7.0	7.0
Observert EV/EBITDA	9.8x	8.9x	8.2x
Estimert EV	175.6	62.1	56.7
<i>Trading multiplerverdsettelse: sammenliknbare selskaper</i>			
EBIT	15.6	2.8	0.9
Observert EV/EBIT	18.1x	16.8x	13.1x
Estimert EV	282.7	46.6	11.3

Kommentarer til multipler

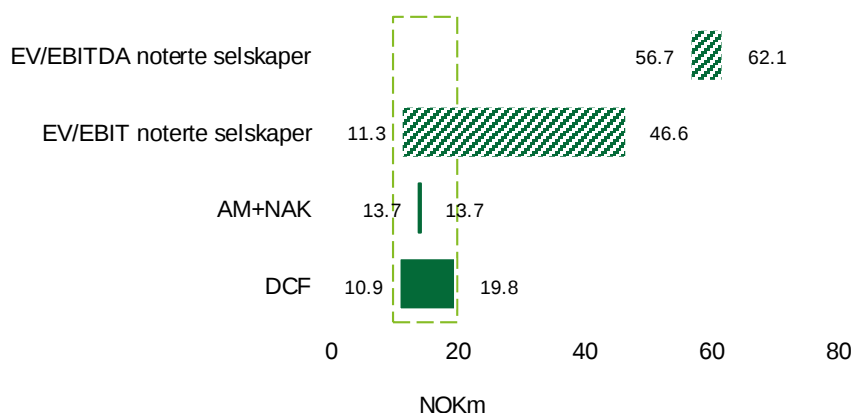
- For å supplere DCF-analysen har vi også beregnet verdiestimer basert på multipler for sammenliknbare selskaper.
- Et søk i våre databaser ga kun et begrenset antall treff, ettersom det er få børsnoterte selskaper som kan anses som direkte sammenliknbare med Betanien sykehus' driftsområde. Som følge av det har vi hentet ut sammenliknbare selskaper innenfor hovedkategorien sykehus og andre instanser innenfor helse- og omsorgstjenester.
- Verdsettelsen ved bruk av multipler tar kun høyde for et øyeblikksbilde, og forutsetter at nåværende situasjon er en normalsituasjon fremover, samt at utviklingen i nøkkelparametere forventes i tråd med de sammenliknbare selskapene. Det er forventet en ekstraordinær reduksjon i EBITDA og EBIT fra FY19 til FY20, primært grunnet økte kostnader. Vi har derfor anvendt fremtidsrettet multipler for FY20 og FY21 for et mest mulig rettviseende verdiestimat.
- De utvalgte sammenliknbare selskapene har en median EV/EBITDA på 8,9x og median EV/EBIT på 16,8x for FY20. For FY21 er median EV/EBITDA på 8,2x og median EV/EBIT på 13,1x.
- Avtalen med Helse Vest krever at Betanien sykehus investerer alt overskudd tilbake til driften. En slik særskilt betingelse er ikke gjeldende for alle selskapene i peer-gruppen, og det er derfor markante forskjeller i investeringer og tilhørende avskrivninger for sammenliknbare selskaper.
- Videre har de sammenliknbare selskapene forventer i snitt en omsetningsvekst på 6,2% og EBITDA-margin på 8,0% fra FY19 til FY21, mens den overordnede prognosen for Betanien sykehus er bygget på omsetningsvekst basert på avtalen med Helse Vest tilsvarende grunnfinansieringsjustering på 2,8% og EBITDA-margin på 2,6%. Verdiestimatene basert på multipler vil dermed ikke gi en rettviseende verdi på virksomhetens verdi.



Verdivurdering | Oppsummering

Basert på hovedsakelig DCF-metodikk, er selskapsverdien for Betanien sykehus estimert til å ligge i intervallet NOKm 10 til NOKm 20, med beste estimat på NOKm 15

Oppsummering selskapsverdi



DCF - EV Sensitivitet

	(0.2%)	(0.1%)	-	0.1%	0.2%
(1.0%)	9.0	14.4	19.7	25.1	30.4
(0.5%)	7.6	12.4	17.3	22.2	27.0
-	6.4	10.9	15.3	19.8	24.2
0.5%	5.4	9.5	13.6	17.8	21.9
1.0%	4.6	8.4	12.2	16.0	19.9

Diskusjon og verdikonklusjon

- I vår analyse av verdiestimat for Betanien sykehus har vi anvendt forskjellige verdsettelsesmetodikker som vises i grafen øverst til venstre. Vi har vurdert multiplere verdsettelse og verdi basert på en DCF-tilnærming.
- Basert på DCF-metoden estimerer vi en selskapsverdi i intervallet NOKm 10 til NOK 22, basert på +/- 0,1% endring i EBITDA-margin og +/- 0,5% endring i WACC. Dette indikerer et midtpunktestimat på NOKm 15.
- For å supplere DCF-verdsettelsen har vi sett på verdiestimater fra en relativ verdsettelse ved bruk av multipler. Som det ses av grafen nederst til venstre gir verdiestimatet fra multipler et betydelig større verdiintervall enn verdien predikert av DCFen. Usikkerheten knyttet til verdien fra den relative verdsettelsen skyldes delvis at det er en markant forskjell i forventet inntjening for sammenliknbare selskaper og Betanien sykehus, grunnet betingelsene i rammeverket i avtalen med Helse Vest. Det fører til at verdiestimat basert på multipler ikke gir en rettvise verdi. Vi vektlegger derfor ikke verdiestimatene fra multiplereanalysen.
- Våre analyser indikerer en selskapsverdi i intervallet NOKm 10 til NOKm 20, med beste estimat på NOKm 15 som dermed også kan forsvare den driftsmessige tilnærmingen av selskapsverdien ved anleggsmidlene og netto arbeidskapital på NOKm 13,7.



Vedlegg

Mandat og sammendrag	3
Virksomheten	7
Verdivurdering	9
Vedlegg	17



Vedlegg | V1: Metode

	Beskrivelse	Fordeler	Ulemper	Verdsettelsesprinsipper																																
Neddiskontert kontantstrøm / cash flow (DCF)	- Indikativ verdsettelse basert på prognoser - Nåverdi av estimert fremtidig kontantstrøm generert av de eiendeler som verdsettes, kontantstrøm justert for tidseffekt og risiko.	- Vurdering av vesentlige verdidrivende faktorer, som vekst, marginer og investeringsbehov. - Beregning basert på kontantstrømmer fra drift muliggjør bruk av scenarioanalyser.	- Behov for detaljert og dokumentert input/prognoser. - Følsom for små endringer i forutsetninger. - Ofte betydelig del av verdi knyttet til terminalperiode og forutsatt langsiktig inntjening.	DCF Illustrativ 2019 2020 2021 2022 2023																																
Multipler – sammenlignbare noterte selskap (Peer-group)	- Indikativ verdsettelse basert på børsmultipler (som EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) fra sammenlignbare selskaper. - Normalt utgangspunkt i inntjening inneværende og påfølgende år.	- Ekstern referanse - hva er investorer i børsmarkedet villige til å betale for aksjer i tilsvarende selskap i samme bransje. - Enkelt utgangspunkt for diskusjon ifm. transaksjoner. - Kan være egnet som subsidiær (benchmark) metode	- Følsom for individuelle forskjeller, ulikheter i regnskapsprinsipper m.v - Avhengig av å finne representativ markedsprising - Ingen fundamentalanalyse.	EBITDA Illustrativ 2017 2018 2019 2020 2021																																
Multipler – sammenlignbare transaksjoner	- Indikativ verdsettelse basert på multipler (som EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales) fra sammenlignbare transaksjoner/ oppkjøp. - Normalt utgangspunkt i inntjening inneværende og påfølgende år.	- Ekstern referanse – hva har eksterne kjøpere/investorer vært villige til å betale for tilsvarende selskap/virksomheter i samme bransje. - Inkluderer normalt kontrollpremie, verdien av å få tilgang til majoriteten eller samtlige aksjer.	- Normalt basert på historiske regnskapstall mens transaksjoner ofte baseres på forventet fremtidig inntjening. - Avhengig av å finne sammenlignbare selskap/representative transaksjoner. - Ingen fundamentalanalyse.																																	
Verdijustert egenkapital / substansverdi	- Bokført verdi av eiendeler og gjeld på verdsettelsesdato justeres til estimerte markedsverdier. - Verdijustert egenkapital beregnes hensyntatt evt. latent skatt på mer-/mindreverdier.	Metoden kan være egnet for virksomheter som har eiendeler der det finnes et etablert marked og observerbare markedspriser, som f.eks eiendom eller rederi/shipping.	Reflekterer i utgangspunktet ikke immaterielle verdier som ansatte, know-how, markedsposisjon, merkenavn, kunderelasjoner mv.	Illustrativ <table><thead><tr><th></th><th>BV</th><th>Adj.</th><th>FV</th></tr></thead><tbody><tr><td>Fixed assets</td><td>100</td><td>10</td><td>110</td></tr><tr><td>Current assets</td><td>50</td><td>(5)</td><td>45</td></tr><tr><td>Total assets</td><td>150</td><td>5</td><td>155</td></tr><tr><td>Equity</td><td>75</td><td>4</td><td>79</td></tr><tr><td>LT liabilities</td><td>60</td><td></td><td>60</td></tr><tr><td>ST liabilities</td><td>15</td><td>1</td><td>16</td></tr><tr><td>Total equity & liab.</td><td>150</td><td>5</td><td>155</td></tr></tbody></table>		BV	Adj.	FV	Fixed assets	100	10	110	Current assets	50	(5)	45	Total assets	150	5	155	Equity	75	4	79	LT liabilities	60		60	ST liabilities	15	1	16	Total equity & liab.	150	5	155
	BV	Adj.	FV																																	
Fixed assets	100	10	110																																	
Current assets	50	(5)	45																																	
Total assets	150	5	155																																	
Equity	75	4	79																																	
LT liabilities	60		60																																	
ST liabilities	15	1	16																																	
Total equity & liab.	150	5	155																																	



Vedlegg | V2: Multipler

Utvalgte sammenliknbare selskaper

Name	Market Cap (NOKm)	Enterprise Value (NOKm)	EV/EBITDA				EV/EBIT				Revenue CAGR	EBITDA CAGR	Avg. CAPEX/Revenue
	19.08.2019	19.08.2019	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	2019-2021	2019-2021	2019-2021
Eifelhöhen-Klinik AG	106	230	10.7x	na	na	na	na	na	na	na	na	na	-1.2 %
Gesundheitswelt Chiemgau AG	243	551	8.0x	na	na	na	13.2x	na	na	na	na	na	na
Korian	29,710	90,158	18.9x	10.3x	9.4x	8.6x	29.9x	24.0x	20.7x	18.2x	6.1 %	8.7 %	-7.7 %
Limes Schlosskliniken AG	241	-	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
LNA Santé SA	4,600	6,610	11.9x	12.1x	11.1x	10.1x	15.0x	14.1x	12.8x	11.7x	10.1 %	11.4 %	-1.4 %
M1 Kliniken AG	2,090	1,839	26.1x	21.7x	15.4x	10.9x	29.0x	23.8x	16.9x	11.5x	19.1 %	30.9 %	-3.7 %
Maternus-Kliniken Aktiengesellschaft	415	1,151	20.6x	na	na	na	na	na	na	na	na	na	-0.7 %
MEDICLIN Aktiengesellschaft	2,529	7,451	28.5x	8.1x	7.7x	7.3x	na	30.7x	25.7x	22.3x	na	na	-2.2 %
ORPEA Société Anonyme	71,471	122,232	20.0x	18.6x	17.3x	16.2x	28.3x	26.2x	24.3x	22.6x	6.2 %	7.2 %	-10.7 %
Ramsay Générale de Santé SA	20,428	43,889	18.4x	na	na	na	36.7x	na	na	na	na	na	-2.8 %
RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft	15,121	13,829	11.5x	12.1x	11.6x	11.0x	22.9x	22.0x	26.1x	24.1x	3.1 %	1.0 %	-9.9 %
Spire Healthcare Group plc	4,353	9,263	7.2x	4.5x	4.2x	4.0x	16.4x	8.7x	8.2x	7.2x	2.6 %	5.1 %	-7.0 %
NMC Health Plc	43,189	56,902	13.7x	9.4x	8.2x	7.2x	17.3x	13.7x	11.5x	10.2x	10.2 %	na	-7.4 %
Fresenius SE & Co. KGaA	241,831	589,312	10.5x	8.6x	8.4x	7.8x	13.7x	12.7x	11.9x	11.0x	5.5 %	6.8 %	-6.1 %
Attendo AB (publ)	6,195	16,588	18.7x	9.7x	8.6x	7.6x	30.4x	29.3x	24.7x	19.6x	8.5 %	14.7 %	-2.4 %
Ambea AB (publ)	5,884	14,208	24.3x	10.3x	9.3x	8.5x	31.4x	27.1x	18.9x	16.2x	na	na	-0.9 %
Regis Healthcare Limited	4,768	6,755	9.6x	10.0x	10.6x	9.7x	12.6x	14.2x	16.6x	14.5x	na	na	na
AcadeMedia AB (publ)	4,989	7,317	8.8x	8.4x	7.6x	6.9x	12.0x	12.1x	10.6x	9.5x	na	na	-3.2 %
Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdings II AB (publ)	2,155	2,165	10.8x	8.1x	7.8x	7.3x	15.3x	11.0x	10.7x	9.8x	na	na	-2.9 %
Median - Overall			12.8x	9.8x	8.9x	8.2x	17.3x	18.1x	16.8x	13.1x	6.2 %	8.0 %	-3.1 %
Average			15.5x	10.8x	9.8x	8.8x	21.6x	19.2x	17.1x	14.9x	8.0 %	10.7 %	-4.4 %
Max			28.5x	21.7x	17.3x	16.2x	36.7x	30.7x	26.1x	24.1x	19.1 %	30.9 %	-0.7 %
Min			7.2x	4.5x	4.2x	4.0x	12.0x	8.7x	8.2x	7.2x	2.6 %	1.0 %	-10.7 %



Vedlegg | V3: WACC

Teori

Generell tilnærming

- Avkastningskravet er et vektet gjennomsnitt av avkastningskravet på egenkapitalen og gjelden. Ettersom et selskap er finansiert med både egenkapital og gjeld, må avkastningskravet gjenspeile kapitalstrukturen i selskapet.
- Avkastningskravet skal reflektere en såkalt alternativkostnad for selskapet, der alternativet er å investere i andre eiendeler eller finansielle instrumenter, og hvor investor/selskapet krever avkastning som reflekterer denne risikoen.
- Avkastningskravet (WACC) proporsjonelt vekter avkastningskravet for egenkapitalen og gjelden basert på deres markedsverdier (D,E):

$$WACC = \frac{E}{EV} * K_e + \frac{D}{EV} * K_d * (1 - t_c)$$

Avkastningskrav på egenkapitalen

- Avkastningskrav på egenkapitalen (K_e) er estimert ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM):

$$K_e = R_f + \beta_E (R_m - R_f)$$

- Kapitalverdimodellen hevder at forventet avkastning av en gitt eiendel er lik risikofri rente, pluss markedsrisikopremie. Risikopremien er markedets beta av eiendelen (β_E) multiplisert med premien per enhet av beta risiko ($\beta_E (R_m - R_f)$).
- Kapitalverdimodellen er en anerkjent metode for å beregne avkastningskrav til egenkapitalen.

Risikofri rente

- Risikofri rente er den teoretiske avkastning til en investering uten risiko.
- En allment akseptert metode for å finne risikofri rente er å anvende statsobligasjon som et estimat på den risikofrie renten, ideelt med forfall lik kontantstrømmen til selskapet. En statsobligasjon er per definisjon antatt å være risikofri så lenge sannsynligheten for at staten ikke kan betale tilbake lånet er lik null.
- Et alternativ er å bruke en utenlandsk langsiktig statsobligasjon korrigert for spredninger av innenlandsk og utenlandsk obligasjoner med kortere løpetid. I følge en rapport av PwC utgitt i 2018, rapporterer et økende antall selskaper at de bruker høyere renter enn de 10-årige statsobligasjonene ved beregning av avkastningskravet. Vi favoriserer dog ikke disse tilnærmingene, da vi vurderer at statsobligasjoner er den mest nøyaktige representasjonen av forventet fremtidige risikofri rente, forutsett fravær av misligholdsrisiko.

Markedets risikopremie

- Markedets risikopremie er et mål på hvilken avkastning investorer krever for å gjøre en investering i markedet. Den måler avkastningen for aksjemarkedet ut over risikofri rente og skal kompensere for høyere risiko.
- Det finnes ikke et eksakt mål på markedets risikopremien, og denne vil endre seg når aksjemarkedet endrer seg. Det er vanlig å basere fremtidig estimat for risikopremie på observerte historiske risikopremier.
- Professor Damodaran ved Stern School of Business (NYU) publiserer et estimat for markedets risikopremie månedlig. Hans metode og estimat er både velkjent og anerkjent blant de som arbeider med verdsettelse.
- Damodaran beregner også markedets risikopremie per land. Beregning er basert på markedspremie for et modent markedet og ilagt en landsspesifikk risikopremie basert på hvert enkelt lands karakteristikk.
 - Markedspremien for et modent marked er estimert ut fra implisitt risikopremie for S&P500, basert på gjennomsnittlig avkastning på kontantstrømmer de siste årene.
 - Landsspesifikk risikopremie kan beregnes ut fra enten Moody's rating av landets valuta eller en såkalt «credit default swap».



Vedlegg | V3: WACC

Teori

Beta og sammenlignbare selskaper

- Beta til egenkapitalen måler systematisk risiko (markedsrisiko), for et selskap, en sikkerhet eller en portefølje sammenlignet med markedet under ett. Fordi systematisk risiko er ikke-diversifiserbar, vil en investor kreve høyere avkastning for høye beta for å kompensere for den økte risikoen.
 - $\beta > 1$ indikerer en høyere markedsrisiko enn gjennomsnittet
 - $\beta < 1$ indikerer en lavere markedsrisiko enn gjennomsnittet
- Det er ikke mulig å observere beta for unoterte selskaper, og det er derfor vanlig praksis å anvende en beta for sammenlignbare børsnoterte selskaper (peer group). Vi har beregnet en egenkapitalbeta for sammenlignbare selskaper basert på 2 år med ukentlige observasjoner av avkastning for selskapene målt opp mot en diversifisert markedsportefølje.
- Beta er påvirket av selskapets kapitalstruktur da selskaper med høyere gjeldsgrad vil ha større variasjoner i fortjeneste, noe som påvirker risikoen på investeringer i egenkapitalen. Beta må derfor justeres for gjeldsgrad. Observert beta (levered beta) reflekterer underliggende risikoprofil for kontantstrømmene til selskapet, samt kapitalstruktur og skatteposisjon.
- Vi anvender metoden utviklet av Hamada for å estimere såkalt «unlevered beta» (β_U), dvs. en beta som ikke er påvirket av gjeldsgrad.

$$\beta_U = \frac{\text{Levered beta}}{1 + \left(\frac{D}{E}\right)(1 - t_c)}$$

- R^2 måler korrelasjonen mellom en aksjes avkastning og avkastningen til markedet (representert av en markedsindeks) og brukes til å si noe om hvor signifikant beta er. Vi har ekskludert selskaper med R^2 lavere enn 0.10 fra peer group grunnet lav forklaringssevne.
- I vårt estimat for egenkapitalbeta inkluderer vi også Damodarans bransjebeta for de relevante bransjene, som er basert på et stort utvalg av selskaper. Denne studien oppdateres årlig.
- Bransjebeta og beta fra sammenlignbare selskaper er vektet likt, med 50 % hver.

Størrelse-/selskaps spesifikkrisikopremie

- Selskaper utsettes for en rekke risikofaktorer knyttet til selskapsspesifikke forhold eller størrelse, som har innvirkning på den avkastning investorer krever. Generelt, anser man risikoen høyere for små selskaper enn for store.
- Størrelse-/selskapsspesifikk risikopremie (α) er forventet avkastning ut over CAPM.
- Premien korrigerer for faktorer som CAPM ikke i tilstrekkelig grad hensyntar, blant annet på grunn av at innsatsfaktorene som inngår i CAPM kommer fra større børsnoterte selskaper snarere enn mindre selskaper.
- Fastsettelse av selskapsspesifikk risikopremie er en subjektiv vurdering fra verdsetterens side, men det finnes studier som både bekrefter at det finnes en invers sammenheng mellom selskapsstørrelse og avkastningskrav, samt forsøker å tallfeste disse.

Avkastningskrav på gjelden

- Den anvendte avkastningen på gjelden (K_d) er et estimat av markedsrenten som firmaet må betale på sine lån. Det vil hovedsakelig avhenge av rentenivået, den oppfattede risikoen for at selskapet misligholder sin gjeld og marginals-katten på firmaet.
- En felles tilnærming til å estimere avkastningen på gjelden er å bruke risikopremiemetoden. Her er gjeldskostnaden lik swaprenten (R) pluss en premie basert på kredittvurdering av selskapet eller en estimert standard swap spread (ds):

$$K_d = R + ds$$



Vedlegg | V3: WACC

Peer-gruppen

Industry group	Region	#Firms	Beta	D/E ratio	Tax rate	Unlev. Beta	Cash/EV	Unlev. Beta corr. for cash
Hospitals/Healthcare Facilities	US	34	1.12	1.40	6.9%	0.55	1.27 %	0.55
Hospitals/Healthcare Facilities	Europe	33	0.79	1.06	14.8%	0.43	5.02 %	0.46
Median				1.23				0.50

Peer group Ticker	Company name	Country	MCAP	NIB debt	Current D/E ratio	Historical D/V ratio	Historical D/E ratio	Tax rate	Eq-Beta 2Y weekly	Unlev. Beta 2Y weekly	Equity data points	EQ-Beta 2YR-square
DB:EF	Eifelhöhen-Klinik AG	Germany	106	118	1.1	0.52	1.08	30 %	0.2	0.1	104	0.00
MUN:JTH	Gesundheitsw elt Chiemgau AG	Germany	243	-	-	1.88	-2.13	30 %	0.6	-1.3	104	0.00
ENXTPA:KORI	Korian	France	29,710	58,834	2.0	0.46	0.84	33 %	0.7	0.5	104	0.00
DUSE:A0JDBC	Limes Schlosskliniken AG	Germany	241	-	-	-	-	30 %	-	-	45	-
ENXTPA:LNA	LNA Santé SA	France	4,600	1,932	0.4	0.41	0.71	33 %	0.9	0.6	104	0.04
DB:M12	M1 Kliniken AG	Germany	2,090	-250	-0.1	-0.04	-0.04	30 %	-	-	104	-
DB:MAK	Maternus-Kliniken Aktiengesellschaft	Germany	415	705	1.7	0.37	0.59	30 %	0.5	0.3	104	0.09
XTRA:MED	MEDICLIN Aktiengesellschaft	Germany	2,529	4,802	1.9	0.15	0.18	30 %	0.1	0.1	104	0.00
ENXTPA:ORP	ORPEA Société Anonyme	France	71,471	50,602	0.7	0.40	0.66	33 %	0.8	0.6	104	0.06
ENXTPA:GDS	Ramsay Générale de Santé SA	France	20,428	22,860	1.1	0.46	0.86	33 %	0.2	0.1	104	0.01
DB:RHK	RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft	Germany	15,121	-1,371	-0.1	0.12	0.14	30 %	0.5	0.5	104	0.22
LSE:SPI	Spire Healthcare Group plc	United Kingdom	4,353	4,981	1.1	0.34	0.51	19 %	1.1	0.8	104	0.02
LSE:NMC	NMC Health Plc	United Kingdom	43,189	13,453	0.3	0.13	0.15	19 %	1.2	1.1	104	0.05
DB:FRE	Fresenius SE & Co. KGaA	Germany	241,831	246,615	1.0	0.42	0.73	30 %	0.9	0.6	104	0.19
OM:ATT	Attendo AB (publ)	Sweden	6,195	10,287	1.7	0.25	0.32	22 %	0.5	0.4	104	0.00
OM:AMBEA	Ambea AB (publ)	Sweden	5,884	7,208	1.2	0.32	0.47	22 %	1.0	0.7	104	0.06
ASX:REG	Regis Healthcare Limited	Australia	4,768	1,998	0.4	0.13	0.15	30 %	0.3	0.3	104	0.16
OM:ACAD	AcadeMedia AB (publ)	Sweden	4,989	2,330	0.5	0.30	0.43	22 %	1.2	0.9	104	0.41
OM:ENG	Internationella Engelska Skolan i Sverige Holdin Sweden	Sweden	2,155	10	0.0	-0.04	-0.03	22 %	0.3	0.3	104	0.00
Related firms Median (only R-square above beta cap)					0.44		0.29		0.71	0.53		
Related firms Average (only R-square above beta cap)					0.45		0.36		0.74	0.57		

Beskrivelse

- Gjeldsgrad og beta er beregnet som median av ovenstående peer-gruppen.
- Vennligst bemerk at selskaper som er markert i grått er utelatt fra beregningen på grunn av deres lave forklaringsgrad i regresjonen. Vi krever at forklaringsgraden for en peer som skal inkluderes i WACC-beregningen minst skal utgjøre 0,10.



Vedlegg | V3: WACC

WACC

Debt-to-equity ratio

D/E ratio industry group	1.23
D/E ratio peer-group	0.44
Average D/E ratio	0.84

Unlevered beta

Median unlevered industry beta	0.50
Median unlevered peer group beta	0.53
Average unlevered beta	0.52

WACC calculation

Assumptions	
Risk free interest rate	1.0 %
Market risk premium	5.6 %
Marginal tax rate	0.0 %
Cost of debt estimate	0.0 %
Cost of debt after tax	0.0 %
Peer group median capital structure (D/E)	-
Applied unlevered beta	0.52
Levered equity beta	0.52
Calculation of WACC	
Risk free interest rate	1.0 %
Market risk premium	5.6 %
Beta of equity	0.52
+/- Size / company-specific adjustment	4.0%
Cost of equity	
Equity to total capital	100.0 %
Cost of debt after taxes	
Debt to total capital	0 %
WACC	7.88 %
WACC (rounded)	7.9 %

Beskrivelse

- Verdenssettesdatoen for Betanien sykehus er 01.01.2020. For estimering av WACC har vi benyttet dato per 19.08.2019, da dette er siste oppdaterte dato for markedsdata.
- Ettersom virksomheten ikke har noe rentebærende gjeld, er gjeldsgraden og tilhørende gjeldskostnad satt til 0%. Ved estimering av beta har vi benyttet gjennomsnittet av Damodaran's industrigruppe «Hospitals/Healthcare Facilities» og sammenliknbare selskaper.
- Risikofri rente er basert på 10-årig norsk statsobligasjon per 19.08.2019.
- Markedsrisikopremien er basert på det risikopremien for amerikanske markedet for august 2019 oppgitt av Professor Damodaran. (Historisk har estimatene for Norge og USA vært like, og Damodaran utgir kun månedlige estimater for USA).
- Basert på diskusjon med ledelsen forstår vi at selskapet ikke er skattepliktig. Følgelig er skattesatsen i WACC satt til 0%.
- Størrelsespremien vurderes i hovedsak basert på to elementer. Basert på studier fra Erasmus samt Duff og Phelps indikeres premier i størrelsesorden fra 2%-3% til 7%-8% avhengig av størrelsen på selskapet. Selskapets begrensede størrelse taler for et påslag i øvre ende, mens selskapets avtale med Helse Vest medfører en lav risiko knyttet til selskapets drift, som vil reflekteres i et lavt påslag. Vi har derfor lagt til grunn en størrelsespremie på 4%.
- **Følgelig er WACC for Betanien sykehus estimert til 7,9%.**



Vedlegg | V4: Forkortelser og definisjoner

Forkortelser og definisjoner

BS	Balance sheet	Ledelsen	Ledelsen i Betanien sykehus
CAGR	Compound Annual Growth Rate	n.a.	Data ikke aktuell eller ikke tilgjengelig
Capex	Capital expenditures / investeringer	NAK	Netto arbeidskapital
EBIT	Earnings before interest and tax / driftsresultat	NRBG	Netto rentebærende gjeld
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation	NOK	Norske Kroner
EBT	Earnings before tax / resultat før skatt	Opex	Operating expenses / andre driftskostnader
EV	Enterprise value / selskapsverdi	P&L	Profit and loss / resultatregnskapet
Forecast Periode	Prognostiserte resultater for årene FY21F til FY25F	R&D	Research and development
FY14, FY15, FY16	År avsluttet 31. desember 2014, 2015, 2016	Selskapet / Target	Betanien sykehus
FY19B	Budsjetterte resultat for året avsluttet 31. desember 2019		
FY19F	Prognostiserte resultat for året avsluttet 31. desember 2019		
Gruppen	Stiftelsen Betanien Bergen		
Historisk periode	FY15 til FY18		
KPI	Key Performance Indicator		

Deloitte AS and Deloitte Advokatfirma AS are the Norwegian affiliates of Deloitte NSE LLP, a member firm of Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.no for a more detailed description of DTTL and its member firms.

Deloitte Norway conducts business through two legally separate and independent limited liability companies; Deloitte AS, providing audit, consulting, financial advisory and risk management services, and Deloitte Advokatfirma AS, providing tax and legal services.

Deloitte is a leading global provider of audit and assurance, consulting, financial advisory, risk advisory, tax and related services. Our network of member firms in more than 150 countries and territories serves four out of five Fortune Global 500® companies. Learn how Deloitte's approximately 286,000 people make an impact that matters at www.deloitte.no.