



Handelshøyskolen BI - campus Bergen

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Verdsettelse av Kid ASA

Navn: Emilie Håbrekke Hangerhagen

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

Bacheloroppgave
ved Handelshøyskolen BI

Verdsettelse av Kid ASA



BTH 36201 - Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Utlevering:

11.01.2021

Innlevering:

03.06.2021

BI Bergen

*Denne oppgaven er gjennomført som en del av studiet ved Handelshøyskolen BI.
Dette innebærer ikke at Handelshøyskolen BI går god for de metoder som er anvendt,
de resultater som er fremkommet, eller de konklusjoner som er trukket*

Sammendrag

I denne bacheloroppgaven er det gjennomført en verdsettelse av Kid ASA. Problemstillingen for oppgaven har vært å finne verdien av selskapet den 01.01.21, for deretter å gi en kjøps-, salgs- eller hold-anbefaling til en fiktiv investor.

For å verdsette Kid ASA er det benyttet to verdsettelsesmetoder. Det er utført en verdsettelse gjennom å utforme en discounted cash flow-modell. I tillegg til en multiplverdssettelse, hvor multiplene P/E og EV/EBITDA er benyttet.

For å skape et godt grunnlag for estimering av fremtidig kontantstrøm er det gjennomført flere ulike analyser. Det er utarbeidet en regnskapsanalyse, hvor selskapets lønnsomhet og likviditet er grundig analysert. Analysene har resultert i informasjon om driverne bak nøkkeltall som ROIC og ROE.

Det er gjennomført to eksterne analyser. Den ene gjør rede for de makroøkonomiske faktorene som kan påvirke Kid ASA sin fremtidige kontantstrøm. Den andre analysen belyser konkurranseintensiteten i bransjen, og hvordan denne kan endre seg i fremtiden. Det er også utført en intern analyse av Kid ASA sine ressurser og mulige konkurransefortrinn. Resultatene fra de eksterne og interne analysene, samt regnskapsanalysen, danner grunnlaget for estimatene til den fremtidige kontantstrømmen.

Gjennom discounted cash flow-modellen ble verdien av Kid ASA den 01.01.21 estimert til 136,5 NOK. Multiplverdssettelsene ga en gjennomsnittlig pris på 137 NOK. I oppgaven er det lagt størst vekt på resultatet av DCF-modellen, og multiplverdssettelsene blir brukt for å kontrollere resultatet av DCF-modellen.

Avslutningsvis er det utført sensitivitetsanalyser. De belyser hvilke konsekvenser en endring i utvalgte nøkkeltall har for resultatet av verdsettelsen. I tillegg til at usikkerhets momenter knyttet til oppgaven belyses.

Konklusjonen er at Kid ASA er underpriset og en investor anbefales å kjøpe aksjer i Kid ASA.

Forord

Denne bacheloroppgaven er den avsluttende delen av bachelorstudiet i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Bergen.

Det å kunne kombinere så mange deler av pensumet fra de siste tre årene, i en og samme oppgave, har vært utrolig spennende. Det har vært lærerikt å få bruke teorien i praksis på denne måten. Dette blir definitivt ikke min siste verdsettelse!

Jeg ønsker å takke min mor, for å orke og lese korrektur på denne oppgaven. I tillegg vil jeg takke min tidligere romkamerat, for en god innføring i IFRS 16. Til slutt ønsker jeg å gi en spesiell takk til min veileder Johnny Olesen, for god oppfølging og ikke minst tre fantastiske år på Handelshøyskolen BI.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	1
Forord	2
1 Introduksjon	6
1.1 Formål	6
1.2 Problemstilling	6
1.3 Avgrensing av og informasjon om oppgaven	6
2 Selskap og bransjen	7
2.1 Historie	7
2.2 Bransje	8
3 Teori	10
3.1 Kapitalverdimodellen – KVM	10
3.2 PESTEL- analyse	12
3.3 Porters Five Forces	13
3.4 VRIO	14
4 Utredningsmetode	15
4.1 Forberedelse	16
4.1.1 Formål	16
4.1.2 Tilnærming	17
4.2 Datainnsamling og analyse	17
4.2.1 Analyseverktøy	18
4.2.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger	18
5 Finansiell metode	19
5.1 Discounted cash flow (DCF)	19
5.1.1 FCFF-modellen (The enterprise value approach)	20
5.1.2 FCFE-modellen (Equity value approach)	20
5.1.3 Hvilken modell skal benyttes?	21
5.2 Totalkapital kostnad – WACC	21
5.2.1 Egenkapitalkostnaden	22
5.2.2 Risikofri rente	22
5.2.3 Egenkapitalbeta (β)	23
5.2.4 Markedets risikopremie (MRP)	24
5.2.5 Gjeldskostnad	26

5.3	Beregning av WACC	29
5.4	Multipelverdssettelse	29
5.4.1	Price earnings – P/E.....	29
5.4.2	EV/EBITDA	30
6	Regnskapsanalyse	30
6.1	Reorganisering av regnskapet	31
6.1.1	Reformulert resultatregnskap.....	31
6.1.2	Reformulert balanse.....	32
6.2	Lønnsomhetsanalyse	34
6.2.1	Avkastning på investert kapital – Return on invested capital (ROIC) 34	
6.2.2	ROE	40
6.3	Regnskapskvalitet	42
6.4	Likviditetsanalyse	43
6.4.1	Langsiktig likviditetsrisiko	43
6.4.2	Kortsiktig likviditetsrisiko	47
6.5	Justering for IFRS 16	49
6.5.1	IFRS 16.....	49
6.5.2	Justering for IFRS 16.....	50
7	Strategisk analyse	52
7.1	PESTEL	52
7.1.1	Politikk.....	52
7.1.2	Miljø	52
7.1.3	Økonomi	53
7.1.4	Sosialkultur.....	53
7.1.5	Teknologi.....	54
7.1.6	Lovgivning.....	55
7.1.7	Hvilken betydning kan disse faktorene har for Kid ASA?.....	55
7.2	Porters Five Forces	56
7.2.1	Potensielle inntrengere.....	56
7.2.2	Trusler fra substitutter.....	57
7.2.3	Kundenes forhandlingsmakt.....	58
7.2.4	Leverandørens forhandlingsmakt.....	59
7.2.5	Rivalisering mellom eksisterende aktører	59
7.3	VRIO-analyse	60

7.3.1	Fysiske ressurser	60
7.3.2	Menneskelige ressurser.....	60
7.3.3	Teknologiressurser.....	61
7.3.4	De finansielle ressursene	61
7.3.5	Immaterielle ressurser.....	62
7.4	SWOT-analyse	63
8	Fremtidsprognose	64
8.1	Estimater	64
8.1.1	Inntekter	64
8.1.2	Gross profitt.....	65
8.1.3	Operating expense, EBITDA Margin og EBIT-margin	65
8.1.4	Skattesats	66
8.1.5	NOPAT og FCFF.....	66
8.1.6	Terminperioden.....	68
8.1.7	Estimert FCFF:	69
9	Verdsettelse.....	69
9.1	Discounted cash flow (DCF)	69
9.2	Multippelverdsettelse	70
10	Usikkerhet.....	72
10.1	Markedets risikopremie – MRP	72
11	Drøfting av resultat	73
12	Kritikk.....	75
13	Konklusjon.....	77
14	Referanseliste.....	78

1 Introduksjon

1.1 Formål

I denne oppgaven skal det gjennomføres en verdsettelse av interiørkjeden Kid ASA. Formålet med denne oppgaven er å finne et kursmål for aksjen, gjennom å estimere rettferdig pris på en aksje i Kid ASA. Den estimerte prisen vil indikere om aksjen er overpriset, underpriset eller riktig priset den 01.01.21. Kid ASA skal verdsettes gjennom *Discounted cash flow metoden* (DCF) og en multiplert verdsettelse. Avslutningsvis vil det gis en kjøp-, salg- eller hold-anbefaling ut ifra analyseresultatene.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen for denne oppgaven kan deles inn i to deler. Hvor den første delen omhandler aksjeprisen til Kid ASA og den andre delen handler om å gi en anbefaling.

«Hva er en aksje i Kid ASA verdt den 01.01.21 og hva bør en fiktiv investor gjøre i denne situasjonen for å oppnå størst mulig avkastning?»

1.3 Avgrensing av og informasjon om oppgaven

I oppgaven er det tatt utgangspunkt i regnskapstall fra 2015 fremt il 2020. Alle regnskapstall er hentet direkte fra selskapets årsrapporter eller kvartalsrapporter. Det blir kildehenvist til benyttede årsrapporter og kvartalsrapporter i dette avsnittet. Videre vil det ikke bli kildehenvist til regnskapstall hentet fra disse rapportene av hensyn til oppgavens struktur, er tall hentet fra en annen kilde vil det bli opplyst om dette. (Kid ASA, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021a, 2021b)

Valg av tidspunkt av verdsettelsestidspunkt er satt til 01.01.21 av hensyn til tidsbruk på kildeinnhenting, da ny informasjon om selskapet kommer kontinuerlig. For å skille mellom når det henvises til selskapet som helhet og ulike deler av selskapet, vil «Kid ASA» være en felles betegnelse for selskapet som

helhet. «Kid Interiør» vil referere til driften av Kid Interiørbutikkene og «Hemtex» referer til driften av Hemtex.

2 Selskap og bransjen

2.1 Historie

Kid ASA har en lang historie som strekker seg tilbake til året 1937. En drammenser med navn Jul Andrew Gundersen startet dette året en egen sko og sålebutikk. I 1953 åpner Gundersen og konen hans Mary sitt første utsalg, et fabrikkutsalg. Videre utover 50-tallet går ekteparet i større grad over til å selge stoffer i metervare og åpner flere utsalg på Østlandet. I 1994 skifter selskapet navn til Kid Interiør og flere produkter selges under Kid merket. (Tjugum, 2017)

I 1996 lanserer selskapet ferdigsydde gardiner som blir en kjempesuksess. I 2000 åpner Kid Interiør 27 nye butikker i løpet av et år og i 2005 omsatte selskapet for en milliard NOK. Samme år selger familien Gundersen selskapet til oppkjøpsfondet IK Investment Partners (Aakvik, 2005). De påfølgende årene ble turbulente da selskapet mislykket med å ekspandere i Sverige. I tillegg ble selskapet påvirket av finanskrisen. Kid fikk finansielle problemer og de klarte ikke betale sine gjeldsforpliktelser. Dette førte til at DNB tok over aksjene i Kid (Andersen & Weltz, 2009). Gjennom DNB sitt eierskap ble Kjersti Hobøl innsatt som CEO for å rydde opp og restrukturerer selskapet, så det kunne selges videre til investorer. Under Hobøls ledelse økte omsetning og selskapet fikk en resultatmargin på over 14 % , som gjorde Kid til marginvinnerne innen faghandelen («Da Kjersti Hobøl overtok», 2015, s. 78–80)

Etter den suksessfulle snuoperasjonen kjøper Bjørn Rune Gjelsten 100 % aksjene Kid Interiør. I 2015 går selskapet på børs og prises til 1,08 milliarder. Noteringsprisen er 37 NOK per aksje («The New Kid in Town», 2015). I 2019 begynner et nytt forsøk på å ekspandere til Sverige. Kid kjøper interiørkjeden Hemtex. Hemtex er en velkjent merkevare i Sverige og selger sine produkter under Hemtex merket på lik linje som Kid interiør, men har hatt utfordringer med ulønnsomme butikker (Haugen, 2019).

I dag tilbyr Kid ASA et bredt utvalg av interiør- og tekstilprodukter, som sengetøy, gardiner, tilbehør og andre interiørprodukter. Selskapet designer, utvikler, markedsfører og selger disse produktene gjennom fysiske butikker og nettbutikker (Kid ASA, 2020, s. 7). Ved slutten av 2020 er det 147 Kid Interiør butikker i Norge og 119 Hemtex butikker i til sammen Sverige, Finland og Estland. Selskapet omsatte for 2, 995 mrd. i 2020. Siste handelsdag dette året var Kid priset 93,4 NOK, som tilsvarer en markedsverdi på cirka 3,9 milliarder NOK.

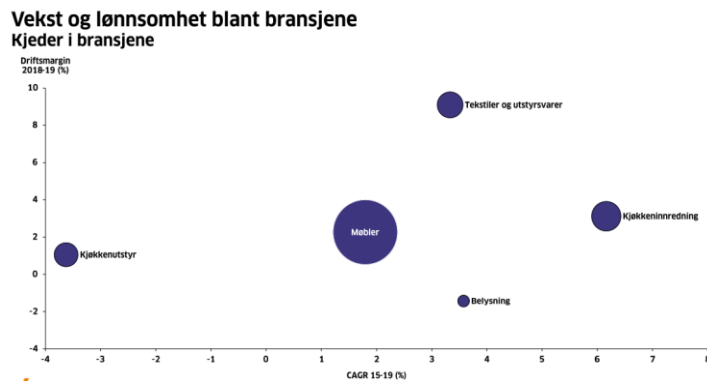
2.2 Bransje

Kid ASA er en del av varehandelen i Norge, Sverige, Finland og Estland. I denne delen fokuseres det i hovedsak på bransjen i Norge.

Under den store retail-paraplyen er Kid Interiør en del av møbel og interiørbransjene. Disse bransjene hadde i Norge et totalmarked på 48,1 MRD kroner i 2020. Vi kan dele disse bransjene inn i tre for å få en oversikt over hvordan totalmarkedet er fordelt. Møbel faghandel utgjør 43, 6 % av det totalmarkedet. Etterfulgt av Interiør faghandel som utgjør 36,4 % og Møbel og interiør utenfor faghandel utgjør 20 % av det totale markedet. Kid opererer innenfor kategorien Møbel og interiør utenfor faghandelen.

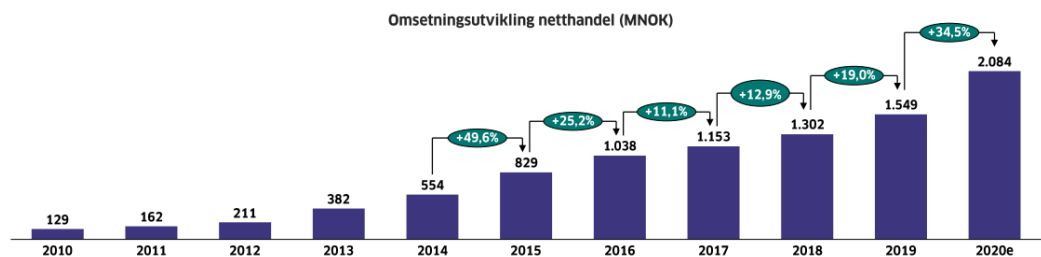
Når det kommer til lønnsomhet blant de ulike bransjene innenfor møbel og interiør er tekstil- og utstyrsvarene bransjen med høyest driftsmargin. Ser man deretter på *Compound annual growth rate* (CAGR) fra 2015-2019, som er den gjennomsnittlige årlige vekstraten fra 2015-2019, kommer kjøkkeninnredningsegmentet best ut med en CAGR på ca. 6 %. Belysningssegmentet ligger på ca. 3,7 %, etterfulgt av tekstiler og utstyrsvarene med CAGR. 3,1 %. Samlet sett har tekstil og utstyrsvarene hatt en større vekst, kombinert med svært gode marginer de siste fem årene (Rekdal, 2021, s. 8).

FIGUR 2.1: VEKST OG LØNNSOMHET I MØBEL OG INTERIØRBRANSJEN (REKDAL, 2021)



De siste ti årene har det vært sterk vekst i netthandel med møbler og interiør. Det har spesielt vært sterk vekst i løpet av 2020. Den totale netthandelen innenfor møbel og interiørvarer passerte 2 MRD kroner i 2020. Den totale netthandelen er sannsynligvis større enn hva statistikken fanger opp, siden handelen fra de utenlandske nettbutikkene ikke medregnes. Av den totale omsetningen utgjør netthandel fortsatt kun 4,33 % av det totale salget i bransjen og utgjør derfor en relativt liten andel av total omsetning (Rekdal, 2021, s. 9)

FIGUR 2.2: OMSETNINGSUTVIKLING I NETTHANDELEN I MNOK (REKDAL, 2021, S. 9)



Innenfor Kid Interiør sin bransje boligtekstil og utstyrsvareer-varer har det vært en omsetningsvekst i 2020 på 9,1%. Markedet for boligtekstiler i Norge er på totalt 4,633 MRD NOK, som utgjør 9,6 % av totalmarkedet. Kid har i dag en markedsandel på 40,2 % som er nesten det dobbelte av den største konkurrenten Princess Gruppen. Den tredje største konkurrenten er Stoff og Stil med en markedsandel på 3,5 % (Rekdal, 2021, s. 19–21).

FIGUR 2.3: MARKEDSANDELER INNENFOR BOLIGTEKSTIL I NORGE. KILDE: VIRKE



3 Teori

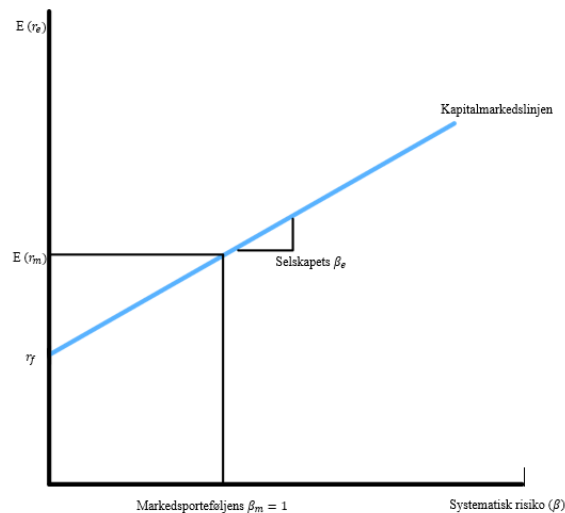
3.1 Kapitalverdimodellen – KVM

Den mest brukte modellen for å estimere forventet avkastning er kapitalverdimodellen (KVM). Kapitalverdimodellen går ut på at om en investor har en diversifisert portefølje av aksjer vil investoren kun betale for den risikoen som ikke kan diversifiseres. Selskapsrisikoen kan reduseres gjennom diversifisering, imens den systematiske risikoen ikke kan diversifiseres bort. Derfor må en investor ha betalt for å utsette seg for denne typen risiko, i form av ekstra avkastning. (Petersen et al., 2012, s. 345)

Ligningen for forventet avkastning er kalt kapitalmarkedslinjen. Dette er en relativ prisingsmodell som viser likevekten mellom risikopremien til et selskap og risikopremien til markedsporteføljen. Avkastningen til markedsporteføljen er vanligvis basert på samlet avkastning for en børs. Den forventede meravkastningen på en investering er basert på markedets risikopremie, som er

risikofri rente trukket fra forventede avkastningen til markedsporteføljen. Deretter justeres den forventede avkastningen i forhold til selskapets samvariasjon med markedet (β_e). (Petersen et al., 2012, s. 345)

FIGUR 3.1.1: GRAFISK ILLUSTRASJON AV KAPITALVERDIMODELLEN INSPIRERT AV (PETERSEN ET AL., 2012, S. 345):



$$E(r_i) = r_f + \beta_i * (E(r_m) - r_f)$$

Kapitalverdimodellen er et viktig fundament i moderne kapitalmarkedsteori, men får kritikk for at den er basert på en rekke forutsetninger som ikke gjenspeiler virkeligheten. Noen av forutsetningene for KVM er at alle investorer er risikoaverse, rasjonelle og søker porteføljer som er fullt diversifiserte. Det forutsettes også at alle investorer har identisk tidshorisont på investeringene. I tillegg er det forutsatt at alle har tilgang til den samme informasjonen og at det ikke er noen transaksjonskostnader. (Bodie et al., 2018, s. 255; Damodaran, 2012, s. 66).

Selv om diversifisering vil gjøre investoren mindre utsatt for selskapsspesifikk risiko, begrenser de fleste investorer sin diversifisering ved å bare eie noen få verdipapir eller eiendelen. Til og med store investeringsfond har sjelden flere enn et par hundre forskjellige aksjer. Noen er helt nede i ti til tjue aksjer. Det er to grunner til dette. Det første er at en investor kan oppnå en stor del av fordelene

med diversifisering gjennom en mindre portefølje. Dette er fordi den marginale fordelene av å diversifisere blir mindre jo mer diversifisert porteføljen blir. Disse fordelene vil til slutt bli mindre enn den marginal kostnad ved å diversifisere. Denne kostnaden inkluderer transaksjonskostnader og overvåkningskostand. Den andre grunnen til begrenset diversifisering, er at flere investorer og fond tror de kan finne underprisede verdipapirer og samtidig velge å ikke holde verdipapirer som er riktig priset eller overpriset. Dette er tilfeller som ikke tas i høyde for i den verdenen KVM forutsetter, som betyr at vi kan stille spørsmål til validiteten til verdsettelse som benytter KVM. (Damodaran, 2012, s. 66–67)

3.2 PESTEL- analyse

En PESTEL-analyse er et verktøy for å analysere de eksterne forholdene til et selskap på makronivå. PESTEL-analysen resulterer i en oversikt over hvilke drivkrefter som vil ha størst påvirkning på selskapets utvikling på kort og lang sikt. (Wilberg, 2017, s. 33,34) Mer spesifikt i en verdsettelsessammenheng brukes PESTEL-analysen til å finne hvilke makrofaktorer som vil påvirke selskapets fremtidige kontantstrøm og risiko.

Gjennom en PESTEL-analyse ser man på de ulike forhold innenfor, politikk, økonomi, sosialkultur, teknologi, miljø og lovverket. Avgifter på CO2 er et eksempel på politiske faktorer som påvirker selskapets drift. Arbeidsledighet og styringsrentens nivå er eksempler på økonomiske faktorer som påvirker etterspørselen i markedet. Sosialkulturelle faktorer som livstilstrender kan også påvirke den underliggende etterspørselen etter selskapets produkter eller tjenester. Til slutt kan teknologiske faktorer som myndighetenes investering i forskning og utvikling av ny teknologi, eller nye innovasjoner, skape endringer som påvirker kundeatferden. Funnene fra en PESTEL-analyse kan kategoriseres som enten en trussel eller en mulighet, for deretter å utfylle den eksterne delen av en SWOT-analyse. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 270–272)

3.3 Porters Five Forces

Hvor attraktiv en bransje er bestemmes ut ifra muligheten til å oppnå en akseptabel inntjening, som vil si lik eller over kapitalkostnaden. Det er flere faktorer som påvirker hvor attraktiv bransjen er, men en ting som er helt sikkert er at sterk konkurranse reduserer sjansen til å oppnå inntjening over kapitalkostnad. Michael Porters «*five forces analysis*» er en tilnærming som kan gi oss en bedre forståelse av konkurransen i ulike bransjer. Five Forces-analysen belyser de ulike kreftene som påvirker konkurransen i en bransje og muligheten for å økt profitt. I de neste avsnittene vil hver enkelt av de fem påvirkningskreftene forklares ytterligere. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 273)

Trusselen for nye inntrengere tilfører en forståelse og oversikt over faren for innkommende nye aktører i bransjen. Nykommere kan ofte bringe ny kapasitet og et sterkt ønske om å ta markedsandeler, noe som påvirker profitten. Høye inngangsbarrierer beskytter inntjeningen i en bransje. Typiske inngangsbarrierer er produktdifferensiering, stordriftsfordeler, byttekostnad, kapitaltung bransje, tilgang på distribusjonskanaler og regjeringens politikk. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 273)

Den andre «kraften» som analyseres er trusselen fra substitutter på markedet. Et substitutt betyr en erstatning, og er i denne sammenhengen et selskap som tilbyr alternativer eller erstatninger til det analyserte selskapets produkter eller tjenester. Trusselen fra substitutter kan variere avhengig av bransje, men substitutter bør vies oppmerksomhet om de har et stort potensial til å utbedre prisytelsen eller hvis substituttene produseres i bransjer hvor inntjeningen er høy.

Den tredje «kraften» som analyseres er kundenes forhandlingsmakt. Forhandlingsmakten til kundene skaper et bilde av styrkeforholdet mellom industrien og kundene. Har kundene en sterk forhandlingsmakt vil det vanligvis ha innvirkning på marginene i bransjen. Kundene har ofte mye makt når en stor andel av salget i industrien kjøpes av en gitt kunde og produktene som selges er råvarer. Er byttekostnaden lav, og selskapene i bransjen opplever lave marginer er dette også et tegn på stor kundemakt.

Den fjerde kraften er forhandlingsmakten til leverandørene. Den sier noe om maktforholdet mellom bransje og leverandører. Har leverandørene stor makt kan de presse lønnsomheten i bransjen gjennom å øke prisene eller levere lavere kvalitet. Leverandørene har stor makt om bransjen ikke er et viktig marked for leverandøren og produktene de leverer er betydningsfulle for bransjen de leverer til. Er byttekostnadene høye eller leverandørene mer spesialisert enn bransjen, vil dette også øke forhandlingsmakten.

Til slutt girs en analyse av rivaliseringen mellom eksisterende konkurrenter. Graden av rivalisering gir en forståelse av konkurranseintensiteten i bransjen. Konkurransen oppstår når selskaper opplever et press eller ser en mulighet til å forbedre deres posisjon i markedet. Graden av konkurranse er en konsekvens av de kreftene som er nevnt over. Konkurransen i en bransje er som regel høy om det er liten vekst i bransjen og det er mange konkurrenter som skaper overkapasitet. I tillegg er en høy utgangsbarriere med på å spisse konkurransen.

3.4 VRIO

VRIO-analysen er en analyse av konkurransefortrinnene selskapet oppnår gjennom sine ressurser og utnyttelsen av dem. Analysen går ut på å analysere om ressursene er verdifulle (Valuable), Sjeldne (Rare), ikke-kopierbare (Imitability) og/eller velorganiserte (Organisation). En slik analyse vil gi muligheten til å forstå hvilke ressurser selskapet har som er unike og et konkurransefortrinn. (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 74–75)

For å finne ut om en ressurs er verdifull må en stille spørsmålet om ressursen gir en meravkastning. Om ressursen er sjelden betyr det at den er unik eller at svært få har tilgang på den. En ikke-kopierbarressurs er vanskelig eller kostbar å få tak, kopiere, eller utvikle. Er ressursen velorganisert betyr det at selskapet er organisert slik at utnytter ressursen. (Petersen et al., 2012, s. 275)

Gjennom en VRIO-analyse ønsker analytikeren å vurdere ressursenes styrke og hvor unike de er. Ressursene kan deles inn i fire kategorier, Fysiske,

menneskelige, finansielle og immaterielle. De fysiske ressursene er for eksempel beliggenhet, anlegg og utstyr. De menneskelige ressursene kan for eksempel gå ut på hvor tilpasningsdyktig de ansatte i selskapet er, og hvilke ferdigheter de har. Økonomiske ressurser kan for eksempel omhandle gjeldsgrad og lønnsomhet. Immaterielle eiendeler er ikke-fysiske eiendeler som for eksempel merkevarer, omdømme, kunderelasjoner og leverandørrelasjoner. Alle ressursene i selskapet analyseres ikke, det er kun de viktigste og mest kritiske ressursene som analyseres. (Petersen et al., 2012, s. 275)

De eksterne analysene PESTEL og Porters five forces gir en oversikt over selskapet muligheter og trusler. Den interne VRIO-analysen gir en forståelse av selskapets styrker, svakheter og eventuelle konkurransefortrinn ovenfor konkurrenter. Disse analysene kan oppsummeres i en SWOT-matrise som gir en oversikt over muligheter, trusler, styrker og svakheter. (Petersen et al., 2012, s. 276)

4 Utredningsmetode

Metode har en viktig og sentral rolle i forberedelsesprosessen, gjennomføringen og i tolkningen av analyser. Den skal sikre kvaliteten på undersøkelser og analyser, samt hjelpe oss til å ha et kritisk blikk. Det gjør oss bedre i stand til å kunne evaluere både styrker og svakheter ved forskning og analyser utført av andre. Før man kommer frem til et presentabelt resultat i en analyse, må man gjennom en utredningsprosess som gjerne består av fire faser: 1. forberedelse, 2. datainnsamling, 3. analyse og 4. rapportering. I en slik prosess har metode og metodiske valg en vesentlig rolle. Denne delen av oppgaven vil belyse de metodiske tilnærmingene som er valgt ved innhenting av data og informasjon for å besvare problemstillingen. Oppgaven i seg selv befinner seg i den siste og fjerde fasen, rapportering (Sucarrat, 2017, s. 37).

4.1 Forberedelse

I forberedelsesfasen jobber man mot å konkretisere problemstillingen og temaet man ønsker å studere. En viktig del av denne fasen er avgrensning av problemstillingen. For å kunne konkretisere er det viktig å ha kunnskap om temaet man ønsker å jobbe med. En viktig del av forberedelsen er derfor å lese seg opp på temaet og finne aktuell relevant litteratur om emnet.

I arbeidet med denne verdsettelsesoppgaven var valg av selskap en viktig del av forberedelsesfasen. Det var viktig at selskapet var notert på Oslo Børs, for at innhenting av informasjon om selskapet og dets bransje skulle bli enklere. I tillegg ville dette øke sannsynlighet for bedre forkunnskaper og egen opplevelse av selskapet. To andre viktige punkt var at kjernevirksomheten måtte være enkel å forstå og at det ville være en fordel at selskapets kjernevirksomhet foregikk hovedsakelig i Norge eller Norden. Dette vil begrense hensynet man må ta til valutasvingninger og økt markedsrisiko. Dette er bakgrunnen for valg av Kid ASA som driver med varehandel og har sine hovedmarkeder i Norge og Sverige.

Det ble raskt konkludert med at det måtte gjøres en bestemmelse for verdsettelsestidspunktene, for å begrense tidsperioden for innhentning av informasjon om markedet og selskapet. Det forekommer ny informasjon som er relevant for oppgaven, daglig noe som gjorde en avgrensning nødvendig. Verdsettelsestidspunktet ble derfor satt til 01.01.2021.

For å finne relevant litteratur, informasjon og data, ble databaser som Oria, Atekst, Google Scholar, og Statista brukt. Plattformen Refinitiv Workspace og Euronext ble brukt for å innhente finansiell informasjon og data.

4.1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å estimere hva aksjekursen i Kid ASA bør være den 01.01.2021, basert på offentlig tilgjengelig informasjon og egne forutsetninger. Dette gjøres gjennom en DCF- og multippelverdsettelse. Deretter vil det gis en kjøp-, hold- eller salg anbefaling til en fiktiv investor.

4.1.2 Tilnærming

Det er et viktig skille mellom induktive og deduktive metode. Induktiv metode er en eksperimentell metode som kan benyttes til å oppdage sammenhenger mellom ulike faktorer og variabler. Dette er en tilnærming hvor man går fra empiri til teori. Induktiv metode ansees som «opdagelsens vei», hvor man oppdager ny kunnskap om temaer det finnes lite forhåndskunnskap om. Den deduktive metoden er en mer testende metode, hvor man ønsker å bekrefte eller avkrefte antagelser om temaer hvor det allerede finnes forhåndskunnskap. Når man har en deduktiv tilnærming, går man fra teori til empiri. Søkingen etter empiri vil dermed styres av teoretisk antakelse (Jacobsen, 2019, s. 23–28). I denne oppgaven tas teorier i bruk for å forsøke å verdsette Kid ASA som betyr at det benyttes deduktiv metode.

4.2 Datainnsamling og analyse

I denne oppgaven brukes i hovedsak sekundærdata som betyr at informasjonen er samlet inn av andre. Sekundærdata som tas i bruk i denne oppgaven, er for eksempel regnskapstall, strategier og noteopplysninger fra Kid ASA sine år-og-kvartalsrapporter. Det hentes informasjon om aksjekurser og finansielle markeder fra finansplattformen Refinitiv Workspace og Euronext.

For å se Kid ASA opp mot sine konkurrenter er det brukt tverrsnittdata som er data fra samme tidspunkt, og det brukes tall på forholdtallnivå for å gjøre det mulig å sammenligne selskapene. Det er innhentet tidsseriedata for å kunne analysere utviklingen i Kid ASA. Tidsseriedata er observasjoner over tid, og er i denne oppgaven blant annet regnskapstall mellom 2015 og 2020, samt kursutvikling i samme tidsperiode. Det er også brukt noe paneldata for å se på utviklingen til flere konkurrenter og Kid ASA fra 2015 til 2020.

I en verdsettelse er utviklingen til økonomien og selskapets strategi viktig. Derfor samles det inn kvantitative og kvalitative data som et grunnlag for estimeringen av en fremtid kontantstrøm. Når dataene er kvantitative, uttrykkes den i form av tall

eller mengdetermer, slik som resultatregnskapet. Kvalitativ data uttrykkes normalt i form av tekst, som Kid ASA sin strategiske plan for de neste årene.

4.2.1 Analyseverktøy

For å utføre en verdsettelse, må det gjennomføres både finansielle- og strategiske analyser. Det er flere finansielle analyser som gjennomføres, men den viktigste i denne oppgaven er DCF-modellen. Den er forklart i kapitlet om finansielle metoder hvor det også gis en ytterligere innføring i de resterende finansielle metodene som er benyttet.

De strategiske analysene som er benyttet er PESTEL-analyse, Porters five forces og VRIO-analyse. Funnene fra disse analysene er et viktig grunnlag for den estimerte perioden i DCF-modellen. Informasjon om aksjekurser, OSEBX-indeksen og konkurrenter er hentet fra plattformen Refinitiv Workspace. Excel ble brukt til å analysere de årlige tallene fra Kid ASA, samt til regresjonsberegning av beta.

4.2.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Reliabiliteten viser hvor pålitelig datamaterialet er (Grønmo, 2016, s. 242). Denne oppgaven baserer seg utelukkende på sekundærdata, som Kid ASA sine egne rapporter og markedsrapporter fra andre aktører. Her bør reliabiliteten til års- eller kvartalsrapport vurderes. Når et selskap presenterer sine regnskapstall i kvartals- eller årsrapporter, ønsker de å vise frem selskapet fra sin beste side for å virke attraktive for nye investorer og tilfredsstille sine nåværende investorer. Derfor reformuleres resultatregnskap og balanse for å undersøke lønnsomheten til kjernevirksomheten i selskapet.

Om den økonomiske utviklingen i selskapet skal analyseres og brukes som grunnlag for forutsetningene i forecast-perioden, er det spesielt en endring som må tas høyde for. I 2019 trådte nye rapporteringsregler, for leasingavtaler, inn gjennom IFRS 16-regelverket. Disse regelendringene blir ytterligere forklart i eget kapittel. Regelendringen i 2019 gjør at regnskapstallene fra 2015 – 2018 rapporteres annerledes enn regnskapstallene fra 2019 – 2020. En direkte

sammenligning mellom disse fem årene ville derfor gitt et uriktig bilde av utviklingen i selskapet.

Ved å være bevisst på reliabiliteten til sekundærkildene og gjøre ulike justeringer, vil validiteten til datamaterialet øke. «Validitet dreier seg om datamaterialets gyldighet for problemstillingen som skal belyses» (Grønmo, 2016). Det vil si at validiteten uttrykker hvor godt datamaterialet er i stand til å besvare problemstillingen. Reformuleringen av regnskapet og justering for IFRS 16 øker reliabiliteten til dataene og kildene som er benyttet, noe som videre er med å styrke validiteten.

Et annet punkt om validitet som bør belyses i denne oppgaven, er at prognosene som gjøres for forecast-perioden vil være «biased». Dette betyr at analytikerens personlige preferanser, overbevisninger og meninger i en grad vil være med å påvirke utfallet av analysen. (Damodaran, 2012, s. 3). Reliabiliteten til kilden som benyttes som grunnlag for prognosene, vil kunne være med å øke validiteten til prognosene. Prognosene vil alltid være usikre da vi ikke kan forutse fremtiden.

5 Finansiell metode

5.1 Discounted cash flow (DCF)

En Discounted cash flow (DCF) er verdsettelse relaterer til nåverdien av forventet fremtidige kontantstrøm. DCF-modellen kan deles inn i to ulike metoder. I den ene metoden estimeres Enterprise Value (EV), som er totalverdien av selskapet, også kjent som selskapsverdi. I den andre metoden beregnes egenkapitalverdien. Forskjellen på disse to metodene er hvilken kontantstrøm man benytter. Med EV-tilnærmingen tar man utgangspunkt i den frie kontantstrømmen (FCFF) til selskapet, kjent som totalkapitalmetoden. I den andre metoden tar man utgangspunkt i den frie kontantstrømmen til eierne (FCFE) (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 341–344). Forskjellen mellom disse to tilnærmingene er betalinger til låneutstedere. FCFE inkluderer endringen i rentebærende gjeld og netto finanskostnader etter skatt. (Damodaran, 2012, s. 386)

$$FCFF = NOPAT + Avskrivninger +/ - \Delta AK - nettoinvesteringer$$

$$FCFE = FCFF + /-\Delta \text{netto rentebærende gjeld} + /-\text{netto finanskostnader}$$

5.1.1 FCFF-modellen (The enterprise value approach)

FCFF-modellen kan vi bryte ned til tre trinn. I det første trinnet regner man ut nåverdien av forecast-perioden. Dette gjøres ved å bruke WACC som diskonteringsrente. Den neddiskonterte forecast-perioden legges deretter til terminalverdien (terminalperioden), som er kontantstrømmene i all overskuelig fremtid eller «continuing-period». Dette resulterer i enterprise value (EV). I terminalperioden bestemmes en konstant vekst og kontantstrøm. Estimatet som gjøres i terminalperioden, har stor innvirkning for den estimerte verdien av selskapet. Terminalverdien kan ofte utgjøre 70 % av selskapsverdien (Kaldestad, 2017). Derfor er det normalt å anta en vekst i terminalperioden som er lik økonomien selskapet opererer i eller lavere enn veksten i BNP. Ingen selskaper kan alltid vokse mer enn økonomien det operer i. Når selskaper blir større, vil også deres produktportefølje bli mer diversifisert, som vil føre til å selskapet vil begynne å vokse mer likt markedet (Damodaran, 2012, s. 306).

Enterprise value utgjør selskapets totale verdi, inkludert gjeld, derfor må denne gjelden trekkes fra EV for å komme frem til markedsverdien av egenkapitalen. Siden det vil bli benyttet et reformulert balanse-regnskap i verdsettelsen vil det kun trekkes fra netto rentebærende gjeld. Markedsverdien av egenkapitalen deles deretter på antall utestående aksjer i selskapet. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 341–342)

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

5.1.2 FCFE-modellen (Equity value approach)

FCFE-modellen har mange likheter med FCFF-modellen. Utregning av Equity value ligner mye på hvordan man kommer frem til EV. Forskjellen er at FCFE er

dem frie kontantstrømmen til eierne. Derfor inkluderes effekten av finansieringen i kontantstrømmen. I stedet for WACC benyttes da egenkapitalkostnaden som diskonteringsrente. Egenkapitalkostnaden vil være høyere en WACC, siden eierne tar større risiko. Equity Value er kun verdien av egenkapitalen og vi trenger derfor ikke trekke fra netto rentebærende gjeld, slik som i FCFF-modellen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 343)

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

5.1.3 Hvilken modell skal benyttes?

FCFE- modellen inkluderer kontantstrømdringer knyttet til gjeld, som kan være volatile og vanskelig å estimere. For selskap som er i en prosess med å endre sin gjeldsandel er det best å ta i bruk FCFF-modellen. Når man velger FCFF-modellen er det viktig å være observant på andelen gjeld og hva den koster selskapet. Faren ved denne modellen er at vi overser selskapets utfordringer knyttet til gjeld (Damodaran, 2012, s. 386). Derfor er det valgt å benytte FCFF-modellen i denne oppgaven.

5.2 Totalkapital kostnad – WACC

For å neddiskontere den estimerte frie kontantstrømmen, benyttes WACC. WACC står for Weighted Average Cost of Capital, og er den vektete kostnaden til egenkapitalen og gjelden i selskapet. Derfor må man finne kostnaden for egenkapitalen og gjelden hver for seg, for så å vekte denne kostnaden lik andelen av egenkapital og gjeld i selskapet. Dette vil da resultere i det vi på norsk kaller gjennomsnittlig totalkapitalkostnad (WACC)

I utregningen av WACC tas det hensyn til selskapets skattefradrag, som oppstår når et selskap har rentebærende gjeld. (Bøhren et al., 2017, s. 349–350). Videre

følger en nærmere forklaring av hvordan egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden utregnes. WACC i sin helhet regnes ut slik:

$$WACC = r_e * \frac{MVE}{MVE + IBD} + r_G * (1 - tax) * \frac{IBD}{MVE + IBD}$$

5.2.1 Egenkapitalkostnaden

Egenkapitalkostnaden eller egenkapitalens avkastningskrav (r_e) er avkastningen investorene krever på sin investering i selskapet. Egenkapitalens avkastningskrav er definert som:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f) = r_f + \beta_e * MRP$$

Egenkapitalens avkastningskrav er risikofri rente addert med risikopremien for å være investert i markedet. Denne risikopremien vil variere i henhold til aksjens samvariasjon med markedet (β) og risikoen knyttet til markedsporteføljen (MRP) (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 303). Videre i dette kapittelet vil risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie forklares ytterligere.

5.2.2 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastning en investor kan oppnå uten å påta seg risiko. Statsobligasjoner er normalt benyttet som en stedfortreder for en null- β portefølje, som forutsettes å være risikofri. Siden verdsettelsens tidshorisont er uendelig, benyttes en 10-årig eller 30-årig statsobligasjon. For å håndtere utfordringer knyttet til inflasjon er det viktig at statsobligasjonen som benyttes i verdsettelsen er av samme valuta som den underliggende kontantstrømmen (selskapets kontantstrøm). Kid ASA oppgir sine tall i NOK, derfor benyttes en norsk 10-årig statsobligasjon, som risikofrirente i denne verdsettelsen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 304–305).

En annen utfordring som har oppstått på tidspunktet denne verdsettelsen gjennomføres, er at i løpet av 2020 har den norske 10-årige statsobligasjonen vært rekordlav. Årsgjennomsnittet for 2020 var 0,82 %, med månedsgjennomsnitt helt ned på 0,47 % i løpet av perioden. Norges bank forventer en renteøkning i slutten av 2021 og den tiårige statsobligasjonen har derfor krøpet markant oppover. Det

er stor grunn til å tro at 2021 ikke blir et likt år som 2020 da risikoen knyttet til usikkerhet, er betraktelig redusert fra første halvdel av 2020. Derfor vil det i denne oppgaven bli benyttet årsgjennomsnitt av daglige noteringer til en tiårig norsk statsobligasjon fra 2019 på 1,49 % (Norges Bank, 2021a).

5.2.3 Egenkapitalbeta (β)

Beta er et mål på selskapets samvariasjon med markedsporteføljen og betegnes med symbolet « β » (Bøhren et al., 2017, s. 365). Denne type samvariasjon beregnes som kovarians per enhet markedsvarians. Kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljens avkastning deles derfor på variansen til markedsporteføljens avkastning (Bøhren et al., 2017, s. 73). Markedsporteføljen man benytter i utregningen av beta er indexen til markedet aksjen handles i (Damodaran, 2012, s. 188).

$$\beta = \frac{Kov(r_{aksjen}, r_m)}{Var(r_m)} = \frac{Kov(r_{KID}, r_{OSEBX})}{Var(r_{OSEBX})}$$

Markedsporteføljens egen beta blir derfor lik 1, og en helt risikofri investering vil derfor ha en beta lik 0, da den ikke har noen kovarians med markedet. En aksje med beta større enn 1 vil variere mer enn markedet og en aksje med en beta mindre enn 1 vil variere mindre enn markedet (Bøhren et al., 2017, s. 73–74).

En annen metode som kan benyttes til å regne ut et selskapsbeta er en regresjon. I denne metoden gjennomføres en regresjon av aksjens avkastning og markedsporteføljens avkastning. (Damodaran, 2012, s. 183)

$$R_{aksjens\ avkastning} = a + bR_m$$

a er lik skjæringspunktet og b er stigningstallet som ganges med markedsporteføljens avkastning. Dette stigningstallet tilsvarer aksjens beta. Ved å gjennomføre en regresjon vil man også finne R-squared (R^2) til regresjonen. I en statistisk-sammenheng gir R^2 et mål på forklaringskraften til modellen. I en finans-sammenheng er R^2 et mål på hvor stor del av risikoen knyttet til aksjen er markedsrisiko. Med andre ord forteller dette hvor stor del den systematiske risikoen utgjør av den totale risikoen (Damodaran, 2012, s. 184).

Når man skal estimere beta må det bestemmes hvilke data som skal benyttes. Aksjenes avkastning kan sees fra ulike tidsperioder. En aksjes avkastning kan sees over årlig-, månedlig-, ukentlig-, daglig- og intradag-periode. Hva man bør benytte i utregningen avhenger av selskapet. Ved å benytte daglig- eller intradag-avkastning vil man oppnå flest observasjoner. Samtidig vil man øke risikoen for å bli eksponert for en skjevhet, da det kan forekomme dager aksjen ikke omsettes. Det finnes flere selskaper som har flere dager i løpet av et år hvor aksjen ikke handles, selv om markedet er åpent. Dette vil medføre at betaverdien blir beregnet lavere, enn den virkelige verdien.

Ved å gjennomføre en regresjon vil man få en annen forståelse av betaestimatet og en bedre forståelse av den totale risikoen. Derfor blir det i denne oppgaven benyttet regresjon til å estimere betaverdien.

I utregningen av Kid ASA sin egenkapitalbeta er det benyttet månedlig data. Det finnes flere handelsdager i løpet Kid ASA sine første år på Oslo Børs hvor aksjen ikke handles. OSEBX-indeksen vil bli bruk som markedsportefølje i betaestimeringen.

5.2.3.1 Justert Beta – Blume justering

Justert beta er en justering på betaestimatet som gjennomføres på bakgrunn av Marshall Blume's observasjon av at betaer går mot gjennomsnittet. Justerer man for dette vil standardfeilen for betaestimatet reduseres (Koller & Goedhart, 2015, s. 334). Vektingen man bruker til justeringen er 0,67 og 0,33. Dette er likt uansett aksjen, og drar betaestimatet nærmere 1. Blume's empiriske bevis anslår at betaen for de fleste selskaper vil gå mot 1. Dette forklares med at når selskaper vokser blir produktsammensetningen og kundebasen mer diversifisert som fører til at selskapet i større grad vil vokse likt markedsporteføljen. (Damodaran, 2012, s. 187)

Kid ASA sin justerte egenkapitalbeta estimeres dermed til 0,9123.

5.2.4 Markedets risikopremie (MRP)

Markedets risikopremie er differensen mellom avkastningen til markedsporteføljen og risikofri rente Dette er den ekstra avkastningen investoren

krever for å påta seg risikoen ved å være investert i markedet. Det er ulike mål på markedets risikopremie for hvert enkelt land. Det er tillegg viktig å nevne at nivået på markedets risikopremie er omdiskutert temaene blant både akademikere og brukere av MRP. Et empirisk estimat på MRP ligger mellom 3 % – 9 % (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 321).

PWC gir hvert år ut en rapport som omhandler risikopremien i det norske markedet, i samarbeid med Finansanalytikerens Forening (NFF). Rapporten er basert på en spørreundersøkelse av NFFs medlemmer, om hvordan de praktiserer MRP. I rapporten sier 77 % at de justerer for økt risiko knyttet til COVID-19. PWC anslår likevel markedets risikopremie til å være uendret til tross COVID-19, som tilsvarer MRP lik 5 %. (PWC, 2020)

På den andre siden er det uenighet om dette i Norge, spesielt med tanke på at Sverige har oppjustert sin markedsrisikopremie til 7 %, med bakgrunn av blant annet redusert styringsrente. I en artikkel fra ECONA sitt tidsskrift Magma, skriver to siviløkonomer, fra PWC, at de mener det er rart at markedets risiko premie ikke øker med bakgrunn i den betydelige økte usikkerheten. Det påpekes også at rapporten som ligger til grunn for oppjusteringen i Sverige er gjennomført i mai 2020, når usikkerhet var på et relativt høyt nivå. En annen grunn til forskjellene kan også være hvordan man betrakter MRP. I Danmark svarer respondentene at den underliggende risikopremien ligger på 5 %, men at man legger til grunn et variabelt risikotillegg på MRP. Ut ifra dette kan man derfor tenke seg at Sverige anser MRP summen av den underliggende MRP pluss et risikotillegg, og justerer for dette direkte i MRP. Respondentene i Norge ser på underliggende MRK som en mer langsiktig størrelse. Forfatterne av artikkelen vurderer det derfor til at man kan legges til en separat risikopremie eller en normalisert rente i avkastningskravet. (Fastbø & Gran, 2020)

I denne oppgaven legges det vekt på at 77 % av respondentene i undersøkelsen justerer for økt risiko knyttet til COVID-19. Derfor er det valgt å sette MRP lik 7 %, da en økning med to prosentpoeng tilsvarer risikotillegget som er benyttet i Sverige.

5.2.5 Gjeldskostnad

For å beregne WACC må det også tas hensyn til kostnaden knyttet til gjeld. Det er ulike måter å beregne gjeldskostnad. Om vi skal benytte KVM slik som ved utregningen av r_e , trenger vi gjeldsbeta (β_G). Ifølge Bøhren, Michalsen og Norli er det vanlig praksis og forutsette at gjeldbetaen til et selskap er lik null (Bøhren et al., 2017, s. 119). Kreditorne blir betalt før eierne og den gjennomsnittlige gjeldsbetaen skal derfor være mindre en 1. I henhold til KVM har risikabel gjeld høyere renter enn risikofri rente. I tillegg er det inkonsekvent å forutsette at gjelden er risikofri, om man vet at lånerenten selskapet betaler er over risikofrirente.

Istedenfor å forutsette gjeldsbeta lik null, kan selskapets effektive lånerente brukes som et estimat på gjeldskostnad. Dette er derimot en forenkling som kan føre til at gjeldskostnaden overestimeres, men feilen er normalt så liten at den ikke vil ha stor betydning. (Bøhren et al., 2017, s. 114–119) Utfordringen her er at man vil finne et vidt spekter av effektive renter innenfor hver enkelt type lån. I tillegg spiller selskapets likviditet en rolle for hvor enkelt selskapet får lån og til hvilken pris. I denne verdsettelsen er det brukt en annen metode for å forhindre at estimatet av gjeldskostnaden blir for høy.

En mer presis metode for å finne gjeldskostnaden gis av Aswath Damodaran som er professor i finans hos NYU Stern School of Business. I følge Damodaran trenger man tre variabler for å regne ut gjeldskostnaden. Dette er risikofri rente, konkursrisiko, og skattefordelene ved rentebærende gjeld. Når konkursrisikoen til selskapet øker, vil deres gjeldskostnad øke, fordi låneutsteder vil ha betalt for den ekstra risikoen de utsetter seg for ved å låne ut penger til selskapet. I tillegg betaler et selskap som finansieres med gjeld renter. Det reduserer resultat før skatt, som betyr at selskapet reduserer sin skattekostnad. Den prosentvise fordelingen vil bli større, når skattesatsen øker. Dette må tas hensyn til når man regner ut gjeldskostnad, derfor trekkes skattesatsen fra slik at vi får gjeldskostnad etter skatt (Damodaran, 2012, s. 211).

Tilbake til konkurrisikoen, er det flere metoder for å beregne denne. Har selskapet utestående obligasjonslån, kan markedsprisen av obligasjonen benyttes til å beregne avkastningen, som kan benyttes som gjeldskostnad. Denne metoden krever imidlertid at obligasjonen handles regelmessig. Om selskaper har obligasjoner som ikke handles regelmessig, kan fortsatt selskapet ha en kredittrangering. Kid ASA har ingen obligasjonslån, og heller ingen offentlig kredittrangering. Derfor benyttes ikke denne metoden.

Når det ikke er noen kredittrangering tilgjengelig av selskapet har vi et annet alternativ for å finne gjeldskostnaden. Analytikeren kan selv sette seg i rollen til et kredittvurderingsbyrå og tildele en syntetisk rangering til selskapet, basert på finansielle forholdstall. For å gjennomføre dette benyttes tabell 5.1 som viser hvilken *interest coverage ratio* (rentedekningsgraden) som karakteriserer de ulike kredittrangeringene, og hvor mye høyere lånerenten deres er i forhold til risikofri rente. Interest Coverage ratio er et mål på et selskaps evne til å betjene sine rentekostnader, og viser hvor mange ganger kontantstrømmen fra driften dekker rentekostnadene.

TABELL 5.1: INTEREST COVERAGE RATIO AND RATINGS: LOW MARKETCAP FIRMS. (DAMODARAN, 2020)

For all emerging market firms and developed market firms with market cap < \$5 billion			
<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
12.5	100000	Aaa/AAA	0.63%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.78%
7.5	9.499999	A1/A+	0.98%
6	7.499999	A2/A	1.08%
4.5	5.999999	A3/A-	1.22%
4	4.999999	Baa2/BBB	1.56
4	4.499999	Ba1/BB+	2.00%
3	3.499999	Ba2/BB	2.40%
2.5	2.999999	B1/B+	3.51%
2	2.499999	B2/B	4.21%
1.5	1.999999	B3/B-	5.15%
1.25	1.499999	Caa/CCC	8.20%
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.64%
0.5	0.799999	C2/C	11.34%
-100000	0.499999	D2/D	15.12%

Kid sin interest coverage ratio er på 26,35, som gir en kredittrating på trippel A (AAA) og en differanse (spread) på 0,63 %. Dette legges så til risikofri rente på 1,49 %. Dette gir en gjeldskostnad på 2,12 % før skatt. Likviditeten til Kid ASA vil bli gjort rede for i et eget kapittel, men basert på likviditets- og lønnsomhetsanalysen som er gjennomført ansees 2,12 % som en sannsynlig gjeldskostnad. Tas det høyde for skattefordelen rentebærende gjeld gir, blir gjeldskostnaden til Kid ASA 1,7 %

TABELL 5.2: KID ASA GJELDSKOSTNAD

Cost of debt	
Risk free rate	1,49 %
Interest coverage ratio 2020	26,35
The default risk (and associated default spread) of the company	0,63 %
Estimated syntetic rating	AAA
Tax	22 %
Market Risk Premium (MRP)	7 %
Cost of debt before tax	2,12 %
Cost of debt after tax	1,7 %

5.3 Beregning av WACC

Med bakgrunn i de estimerte parameteren som er gjennomgått i dette kapitlet regnes WACC til 6,08 %

TABELL 5.3: WACC KID ASA

WACC	
Market value of equity	3 796 258
IBD	1 539 904
E + IBD	5 336 162
Cost of Equity	7,88 %
Cost of debt after tax	1,7 %
WACC	6,08 %

5.4 Multiplerverdsettelse

Multiplerverdsettelse vil bli brukt til sammenligningsgrunnlag for resultatene fra DCF-verdsettelsen. Gjennom en multiplerverdsettelse ser vi på hvordan markedet priser selskap som ligner selskapet som analyseres. For å gjennomføre dette, trenger man standardiserte verdier. Disse ulike verdiene er multiplikatorer som er sammenlignbare og, kan si noe om inntekten, bokført verdi og markedsverdien i forhold til andre konkurrenter. Multiplikatorene kalles normalt multipler, og kan brukes til å verdsette selskaper uten å benytte estimerte verdier for kontantstrøm og kapitalkostnad. I denne multiplerverdsettelsen vil det bli brukt multipler som drives av ulike fundamentale verdier.

5.4.1 Price earnings – P/E

P/E er kanskje en av de mest kjente multiplene. Price i telleren er markedsverdien av egenkapitalen eller aksjekursen. Nevneren er årsresultat eller årsresultat per

aksje, bedre kjent som earnings per share eller EPS (Bøhren et al., 2017, s. 403). Dette er en multiplenummer som tar utgangspunkt i verdien av egenkapitalen og drives derfor av avkastningen på egenkapitalen (ROE), veksten og r_e (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 359). Kid ASA har en P/E på 10,66 ved slutten av 2020. Dette betyr at Kid ASA prises til 10,66 ganger sin egen inntjening.

5.4.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA, kalles ofte en Enterprise multiplenummer og er blant de mest brukte multiplenumnere. Denne multiplenumnere gir et bilde av selskapets drift, siden EBITDA vil reflektere kostnadseffektiviteten hos et selskap, imens Enterprise Value (EV) reflekterer selskapsverdien. Ved bruk av denne multiplenumnere inkluderer man ikke ulikheten i avskrivningene, som er en god ting da avskrivningene ikke nødvendigvis trenger å si noe om effektiviteten i driften. Hva som er en god eller dårlig Enterprise multiple varierer med hva som er normalt for andre selskaper i samme bransje.

6 Regnskapsanalyse

I dette kapitlet vil selskapets historiske regnskapstall tilbake til 2015 analyseres. Det er tatt med seks tidligere regnskapsår for å kunne undersøke vekst og utvikling for de fem siste årene. Alle tall er hentet fra årsrapportene til Kid ASA og analysert med bruk av Excel. Kid ASA oppgir sine regnskapstall i tusener og i NOK. Det samme er derfor brukt i denne verdsettelsen, om dette ikke er tilfellet vil det bli spesifisert. Årsrapporter og kvartalsrapporter er skrevet på engelsk, dette gjelder også regnskapsposter. I Excel-dokumentet vil postenes virkelige navn blir brukt for å forhindre misforståelser og eventuelle feil. På grunn av dette er også navn på forholdstall (ratios) og nøkkeltall oppgitt på engelsk. I tillegg vil ikke tall bli oppført med fortegn, med mindre det er nødvendig for nærmere presisering. Grunnen til dette er at fortegn vil kompliserer cellereferanser i Excel for videre analyser.

I flere av tabellene vil det være presisert at tallene er justert for IFRS 16. På grunn av de nye regnskapsstandardene for leasingavtaler som trådte i kraft i 2019, er det gjort en justering for denne regelen i regnskapsårene før 2019. Hvordan justeringen er gjort, hvorfor det er gjort en justering og effekten av den forklares nærmere i en egen del i dette kapittelet.

Dette kapittelet vil i tillegg til IFRS 16 inneholde en reformulering av resultatregnskap og balanse, regnskapskvalitetsanalyse, en likviditetsanalyse, lønnsomhetsanalyse og en vekstanalyse

6.1 Reorganisering av regnskapet

Alle aktivitetene som skjer i et selskap kan deles inn i tre deler, drift, investering og finansiering. For å oppnå en forståelse av et selskaps lønnsomhet er det viktig å skille mellom disse. Driftsaktiviteter bør skilles fra det som er finansieringsaktiviteter, da driftsaktivitetene er selve drivkraften for verdiskapningen i selskapet. Finansielle poster derimot viser hvordan driften er finansiert.

Resultatregnskapet og balansen må derfor reformuleres slik at vi får et tydelig skille mellom finansieringsposter og driftsrelaterte poster. Dette gjør oss bedre i stand til å se hva som er driverne for lønnsomheten i selskapet, samt se trendene i utviklingen til disse driverne.

6.1.1 Reformulert resultatregnskap

I det reformerte resultatregnskapet skilles postene fra hverandre, ut ifra om de knyttet til driften eller finansiering. I det reformulerte resultatregnskapet ser man først utelukkende på driften ved å fjerne uvanlige poster som ikke er gjentakende og poster relatert til finansiering, Dette gir viktige nøkkeltall som *EBITDA* (earnings before interest, tax, depreciation and amortisation), *EBIT* (Earnings before interest and tax) og *NOPAT* (Net operating profit after tax). *NOPAT* er et viktig nøkkeltall, som viser hvilken verdi som skapes av kjernevirksomheten i selskapet. Grunnen til at verdiskapningen fra driften er så viktig, er at dette er

gjentakende aktiviteter som ikke er tilfeldig inntjening. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 113–114). Et annet element det tas høyde for i det reformulerte resultatregnskapet er skattefordelen ved å ha rentebærende gjeld (tax-shield). Denne skattefordelen trekkes fra EBIT i tillegg til den originale skattekostnaden fra årsrapporten (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 114).

TABELL 6.1: REFORMULERT RESULTATREGNSKAP KID ASA

KID						
Analytical incomestatement adjusted for IFRS 16						
In NOK 1000	2 015	2 016	2 017	2 018	2019	2020
Total operating income	1 189 727	1 295 536	1 382 342	1 467 065	2 344 262	2 996 351
COGS	492 005	515 299	547 627	573 230	925 666	1 128 690
Gross Profit	697 722	780 237	834 715	893 835	1 418 596	1 867 661
GP-margin in %	58,6 %	60,2 %	60,4 %	60,9 %	60,5 %	62,3 %
EBITDA	297 256	369 484	401 794	448 376	566 949	823 569
EBITDA-margin in %	25,0 %	28,5 %	29,1 %	30,6 %	24,2 %	27,5 %
EBIT	61 617	144 040	178 218	200 192	301 975	482 729
EBIT-margin in %	5,2 %	11,1 %	12,9 %	13,6 %	12,9 %	16,1 %
+/-tax shield from NFE	-472	-2 019	-1 948	-2 016	-8 326	-6 146
Tax operating income (effective)	1 437	22 958	27 427	31 587	53 082	98 196
NOPAT	59 708	119 062	148 843	166 589	240 567	378 387
NOPAT-margin in %	5,0 %	9,2 %	10,8 %	11,4 %	10,3 %	12,6 %
Net profit	21 412	113 450	149 308	169 050	199 624	349 951
NP-margin in %	1,8 %	8,8 %	10,8 %	11,5 %	8,5 %	11,7 %

6.1.2 Reformulert balanse

På samme måte som det er gjort et tydelig skille mellom driftsrelaterte poster og finansieringsrelaterte poster i resultatregnskapet, gjøres det samme med balanseregnskapet. I den reformulerte balansen går man fra å skille mellom anleggsmidler, omløpsmidler, kortsiktig og langsiktig gjeld, til å skille mellom driftsrelaterte eiendeler og gjeld, samt finansieringsrelaterte eiendeler og gjeld. Når driftsrelaterte og finansrelaterte poster er skilt fra hverandre ønsker man å finne den sysselsatte kapitalen i selskapet. Den sysselsatte kapitalen er kapitalen som brukes til å skaffe overskudd, eller eiendelene som benyttes til å skape overskudd. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 116–117)

Postene som inngår i utregningene av sysselsatt kapital er *Net Operation Non-current Assets* (NONCA), *Net Operating Working Capital* (NOWC) og *Financial Assets* (FA). NONCA er de langsiktige operasjonelle eiendelene minus langsiktig operasjonell gjeld (provisions). NOWC er operasjonell kortsiktig gjeld trukket fra

operasjonelle kortsiktige eiendeler, også kalt arbeidskapital. FA er de finansielle eiendelene. Et annet viktig beløp er den investerte kapitalen, som vi finner inne i den sysselsatte kapitalen. Den investerte kapitalen er det beløpet selskapet har investert i sine egen drift og som krever avkastning. Den investerte kapitalen er summen av NONCA og NOWC, eller summen av egenkapital og rentebærende gjeld (IBD) fratrukket FA. Egenkapitalen fra den originale balansen er helt lik i den reformulerte balansen. Net rentebærende gjeld (Interst bearing debt (IBD)) er en samling av all rentebærende gjeld i selskapet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 116–117).

TABELL 6.2: BALANSE KID ASA INNDELTE ETTER OPERASJONELLE OG FINANSIELLE POSTER

KID						
Analytical balance sheet adjusted for IFRS 16						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Operating assets	3 043 453	2 981 615	3 029 100	3 108 419	3 123 677	3 163 660
Financial assets	244 579	300 222	134 251	251 101	341 546	301 276
Total	3 288 032	3 281 837	3 163 351	3 359 520	3 465 223	3 464 936
Equity	938 412	1 002 292	1 018 517	1 090 687	1 150 161	1 184 601
Operating liabilities	1 190 282	1 163 529	1 149 186	1 209 306	1 628 778	1 559 673
Financial liabilities	1 159 338	1 116 018	995 645	1 059 527	686 285	720 660
Total	3 288 032	3 281 839	3 163 348	3 359 520	3 465 224	3 464 934

TABELL 6.3: REFORMULERT BALANSE KID ASA

KID						
Reformulert balanse adj. IFRS 16						
In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NONCA	1 810 287	1 790 640	1 794 300	1 872 862	2 274 275	2 315 057
NOWC	42 884	27 446	85 614	27 860	22 899	108 174
Netto operating assets/ Invested capital	1 853 171	1 818 086	1 879 914	1 900 722	2 297 174	2 423 231
FA	244 579	300 222	134 251	251 101	341 546	301 276
capital employed	2 097 750	2 118 308	2 014 165	2 151 823	2 638 720	2 724 507
Equity	938 412	1 002 292	1 018 517	1 090 687	1 150 161	1 184 601
IBD	1 159 338	1 116 018	995 645	1 061 136	1 488 560	1 539 904
Capital employed	2 097 750	2 118 310	2 014 162	2 151 823	2 638 721	2 724 505

6.2 Lønnsomhetsanalyse

Det reformulerte resultatregnskapet viser lønnsomheten i selskapet i eksakte tall, men det er uansett viktig å måle denne lønnsomheten i prosentvis avkastning. Graden av lønnsomheten til et selskap gir informasjon om hvor bærekraftig forretningsmodellen er og hvor godt selskapet er styrt. Selskapets verdi er også drevet av veksten i den operasjonelle lønnsomheten. I denne delen vil lønnsomheten analyseres gjennom å måle avkastningen på investert kapital og avkastning på egenkapitalen.. Formlene for lønnsomhet vil brytes ned, for å finne driverne bak lønnsomheten i selskapet.

6.2.1 Avkastning på investert kapital – Return on invested capital (ROIC)

Avkastning på den investerte kapitalen (ROIC) måler lønnsomheten av selskapets drift. Med andre ord måles avkastningen på selskapets netto operasjonelle eiendeler (Investert kapital). ROIC kan enkelt regnes ut ved å dele den operasjonelle profitten (NOPAT) på den investerte kapitalen. (Petersen et al., 2012, s. 142)

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Investert\ kapital}$$

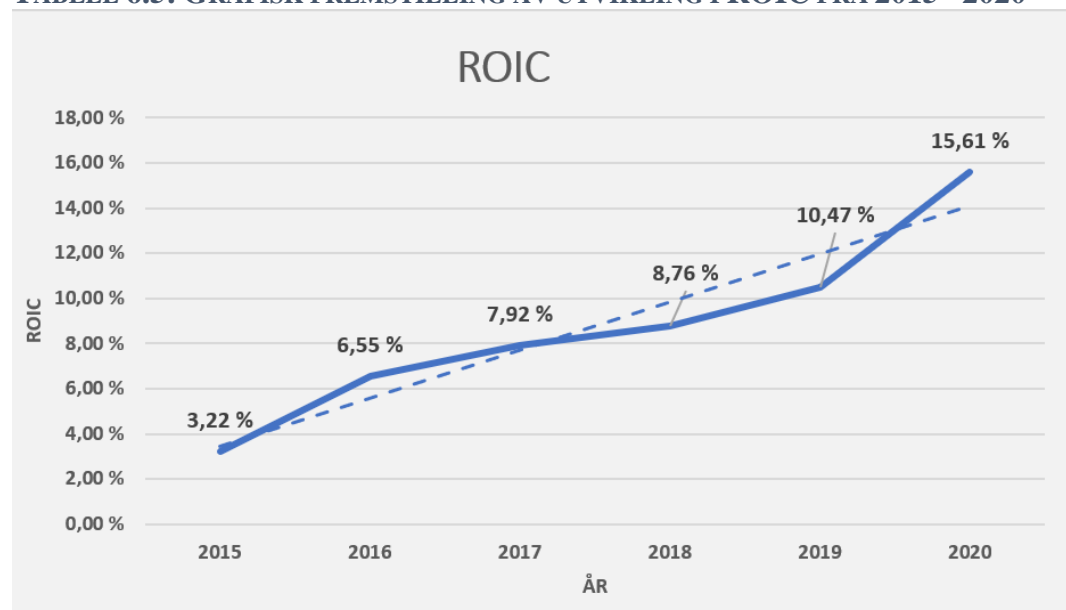
Denne formelen sier derimot lite om driverne bak lønnsomheten. Det er derfor brukt en dekomponert formel for ROIC i denne verdsettelsen. ROIC kan nemlig dekomponeres til to forholdstall, omløpshastigheten på den investerte kapitalen og profittmarginen på driften. Dette betyr at ROIC drives av driftsinntekter, driftskostnader og utnyttelse av den investerte kapitalen (Petersen et al., 2012, s. 142). Formelen ser da slik ut:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Inntekter} * \frac{Inntekter}{Investert\ kapital}$$

$$ROIC = driftsmargin * Omløpshastighet\ på\ investert\ kapital$$

TABELL 6.4: AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL ROIC

KID						
ROIC						
In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Invested capital	1 853 171	1 818 086	1 879 914	1 900 722	2 297 174	2 423 231
<i>Growth</i>		-1,9 %	3,4 %	1,1 %	20,9 %	5,5 %
<i>Growth since 2015</i>	100 %	98 %	101 %	103 %	124 %	131 %
Operating profit margin after tax (ad. IFRS)	5 %	9 %	11 %	11 %	10 %	13 %
<i>Growth</i>		83 %	17 %	5 %	-10 %	23 %
Turnover rate of invested capital	0,64	0,71	0,74	0,77	1,02	1,24
<i>Growth</i>		11 %	3 %	5 %	32 %	21 %
Days invested capital is tied up	569	512	496	473	358	295
<i>reduction in days</i>		-56	-16	-23	-115	-62
ROIC after tax	3,22 %	6,55 %	7,92 %	8,76 %	10,47 %	15,61 %
<i>Growth</i>		103 %	21 %	11 %	19 %	49 %

TABELL 6.5: GRAFISK FREMSTILLING AV UTVIKLING I ROIC FRA 2015 - 2020

6.2.1.1 Trend analyser

En analyse av komponentene som påvirker driftsmarginen og omløpshastigheten på den investerte kapitalen, kan gi bedre innsikt i driverne bak ROIC. Ved å kun se forholdstallene i dekomponeringen får en liten forståelse av hvorfor ROIC har utviklet seg slik den har gjort. For å analysere hvorfor kan vi bruke to ulike trend-analysene *indexing* og *common-size* (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 162–163).

6.2.1.1.1 Indexing

Indexing er en metode som raskt identifiserer trender i ulike inntekter, kostnader og balanseposter. Dette gjøres ved å se på de historiske tallene relativt til det første regnskapsåret som er en del av analysen. Det første regnskapsåret

(indeksåret) er lik 100 %, og de resterende årene sees i forhold til indeksåret (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 162). I denne verdsettelsen er det første regnskapsåret 2015 og utviklingen i de ulike postene måles derfor i forhold til 2015.

TABELL 6.6: INDEXING AV REFORMULERT RESULTATREGNSKAP

KID						
Indexing analysis						
In % of 2015	2 015	2 016	2 017	2 018	2019	2020
Total operating income	100 %	109 %	116 %	123 %	197 %	252 %
COGS	100 %	105 %	111 %	117 %	188 %	229 %
Gross Profit	100 %	112 %	120 %	128 %	203 %	268 %
Employee benefits expenses	100 %	107 %	113 %	115 %	186 %	224 %
Advertising and other market	100 %	98 %	96 %	99 %	151 %	189 %
<i>Other expenses</i>	<i>100 %</i>	<i>90 %</i>	<i>100 %</i>	<i>110 %</i>	<i>273 %</i>	<i>449 %</i>
EBITDA	100 %	124 %	135 %	151 %	191 %	277 %
Original Depreciation	100 %	118 %	143 %	152 %	1084 %	1394 %
Depreciation from Operating leas	100 %	93 %	89 %	100 %	0 %	0 %
EBIT	100 %	234 %	289 %	325 %	490 %	783 %
+/-tax shield from NFE	100 %	428 %	413 %	427 %	1764 %	1302 %
Tax operating income (effective)	100 %	1598 %	1909 %	2199 %	3695 %	6836 %
NOPAT	100 %	199 %	249 %	279 %	403 %	634 %
Net profit	100 %	530 %	697 %	790 %	932 %	1634 %

TABELL 6.7: INDEXING AV INVESTERT KAPITAL

KID						
Invested Capital - Index analysis						
In % of 2015	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Invested Capital						
Goodwill					0 %	0 %
Trademark	100 %	100 %	100 %	100 %	103 %	104 %
Other intangible assets			0 %	0 %	0 %	0 %
Deffered tax assets			0 %	0 %	0 %	0 %
Right to use assets (IFRS 16)	100 %	93 %	89 %	100 %	130 %	130 %
PPE	100 %	103 %	107 %	106 %	208 %	232 %
ONCA	100 %	98 %	98 %	101 %	119 %	121 %
Inventories	100 %	109 %	148 %	124 %	237 %	236 %
Trade receivables	100 %	84 %	117 %	99 %	774 %	614 %
Other receivables	100 %	113 %	122 %	106 %	111 %	140 %
OCA	100 %	109 %	145 %	122 %	232 %	231 %
Deffered tax	100 %	95 %	91 %	87 %	85 %	85 %
Trade payable	100 %	111 %	123 %	103 %	396 %	252 %
Tax payables	100 %	188 %	186 %	213 %	236 %	400 %
Public duties payable	100 %	116 %	150 %	161 %	221 %	240 %
Other short term liabilities	100 %	103 %	97 %	96 %	269 %	131 %
OL	100 %	119 %	132 %	135 %	272 %	226 %
Invested capital	100 %	98 %	101 %	103 %	124 %	131 %

Inntektene har vokst 152 % siden 2015. Den største veksten skjer i 2019, på grunn av oppkjøpet av interiørkjeden Hemtex. NOPAT har også en kraftig økning i 2019 på 303 % siden 2015. Den totale investerte kapitalen har vokst med 31 % siden 2015. Operasjonelle langsiktige eiendeler (ONCA) har økt med 21 %, som kan se

ut til å komme av veksten i Property, Plant and Equipment (PPE) på 132 %, sammen med leasing-rettigheter som har en 30 % økning. Videre er det også en sterk økning i operasjonelle kortsiktige eiendeler (OCA), som ser ut til å drives av økningen i kundefordringer og varelager. Det meste av økningen skjer i 2019 og kan knyttes til oppkjøpet av Hemtex. I tillegg har operasjonell gjeld (OL) økt med hele 126 %, noe som påvirker investert kapital negativt. Postene med størst vekst her er Betalbar skatt, leverandørgjeld og offentlige avgifter. Den prosentvise økningen i disse postene er høye, men betydningen av slike økninger i forhold til andre økninger sier lite når en ikke vet hvilke beløp det er snakk om.

6.2.1.1.2 Common-size analyse

Index-tall fungerer godt for å vise trender i viktige operasjonelle nøkkeltall, men sier ingenting om de relative størrelsene det er snakk om. For å analysere de relative størrelsene bør det benyttes en Common-size analyse. Common-size analyse skalerer hver enkelt post i prosent av inntekt eller investert kapital. Når man kombinerer disse to analysene vil det gi et bilde på hvilke trender som har størst påvirkning på selskapets avkastning på investert kapital. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 163–169)

TABELL 6.8: COMMON-SIZE ANALYSE AV REFORMULERT RESULTATREGNSKAP

KID						
Common-size analysis						
In NOK 1000	2 015	2 016	2 017	2 018	2019	2020
Total operating income	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
COGS	41,4 %	39,8 %	39,6 %	39,1 %	39,5 %	37,7 %
Gross Profit	58,6 %	60,2 %	60,4 %	60,9 %	60,5 %	62,3 %
Employee benefits expenses	22,8 %	22,3 %	22,2 %	21,2 %	21,5 %	20,3 %
Advertising and other marketing costs	5,7 %	5,1 %	4,7 %	4,6 %	4,4 %	4,3 %
Other expenses	5,2 %	4,3 %	4,4 %	4,6 %	7,2 %	9,2 %
EBITDA	25,0 %	28,5 %	29,1 %	30,6 %	24,2 %	27,5 %
Original Depreciation	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,5 %	11,3 %	11,4 %
Depreciation from Operating lease contracts	17,8 %	15,2 %	13,7 %	14,4 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	5,2 %	11,1 %	12,9 %	13,6 %	12,9 %	16,1 %
+/-tax shield from NFE	0,0 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-0,4 %	-0,2 %
Tax operating income (effective)	0,1 %	1,8 %	2,0 %	2,2 %	2,3 %	3,3 %
NOPAT	5,0 %	9,2 %	10,8 %	11,4 %	10,3 %	12,6 %
Net profit	1,8 %	8,8 %	10,8 %	11,5 %	8,5 %	11,7 %

TABELL 6.9: COMMON-SIZE ANALYSE AV INVESTERT KAPITAL

KID						
Invested Capital - Common size analysis						
In % of Invested capital	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Invested Capital						
Goodwill	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,8 %	3,0 %
Trademark	78,8 %	80,5 %	77,8 %	76,8 %	65,7 %	62,5 %
Other intangible assets	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,2 %
Deffered tax assets	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,7 %
Right to use assets (IFRS 16)	34,2 %	32,4 %	30,1 %	33,3 %	35,8 %	33,9 %
PPE	4,6 %	4,9 %	4,9 %	4,8 %	7,8 %	8,2 %
ONCA	117,6 %	117,8 %	113,2 %	115,4 %	112,7 %	108,5 %
	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Inventories	11,0 %	12,2 %	16,1 %	13,3 %	21,1 %	19,9 %
Trade receivables	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	1,0 %	0,8 %
Other receivables	1,3 %	1,5 %	1,5 %	1,3 %	1,1 %	1,4 %
OCA	12,4 %	13,8 %	17,8 %	14,8 %	23,2 %	22,0 %
Deffered tax	19,9 %	19,3 %	17,8 %	16,9 %	13,7 %	13,0 %
Trade payable	2,0 %	2,2 %	2,4 %	2,0 %	6,3 %	3,8 %
Tax payables	1,2 %	2,2 %	2,1 %	2,4 %	2,2 %	3,6 %
Public duties payable	3,8 %	4,4 %	5,6 %	5,9 %	6,7 %	6,9 %
Other short term liabilities	3,2 %	3,4 %	3,1 %	3,0 %	7,0 %	3,2 %
OL	10,1 %	12,3 %	13,2 %	13,3 %	22,2 %	17,5 %
Invested capital	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Tabell 6.8 viser at *gross profitt* (bruttomarginen) endrer seg lite over de fem årene, da marginene på varene er de samme. Derimot er det en positiv utvikling i EBITDA, EBIT og NOPAT marginene. Det er en positiv trend for disse nøkkeltallene, som har stor betydning for lønnsomheten. I 2019 skjer det en tilbakegang i størrelse for alle disse tre nøkkeltallene. Dette er knyttet opp mot kjøpet av Hemtex. NOPAT-marginen reduseres med 1 % dette året. Drevet av blant annet økning i andre operasjonelle kostnader som ikke er ytterlige spesifisert.

Den investerte kapitalen har vokst med 30 % siden 2015, gjennom common-size analysen ser vi at OCA utgjør en større del av investert kapital i 2020 sammenlignet med 2015. Samtidig utgjør ONCA i 2020 en mindre andel av investert kapital enn i 2015. Fra Indexing-analysen ble veksten i kundefordringer trukket frem, men kundefordringer utgjør en svært liten del av investert kapital og har derfor ingen stor påvirkning. Derimot kommer den største økning i OCA fra økningen på varelageret som følge av Hemtex-kjøpet. Samtidig øker også leverandørgjelden og annen kortsiktig operasjonell gjeld, som dempet påvirkningen, økningen i varelager har på Investert kapital.

6.2.1.2 Utvikling i ROIC

Utviklingen i ROIC til Kid ASA har vært utelukkende positiv de siste fire årene. I 2016 og 2017 er driftsmarginene den største driveren bak veksten i ROIC. De forbedrede driftsmarginene kommer blant annet av at andelen ansattkostnader har blitt redusert og inntekten har økt. Andelen av inntektene som benyttes til markedsføring har også blitt redusert. Dette har gitt en positiv økning i NOPAT, da inntektene vokser mer enn kostnaden i 2015-2018.

I 2019 inkluderes Hemtex i regnskapet, dette gjør det vanskeligere å sammenligne tallene og utviklingen med de tidligere årene, da dette er kjøpt vekst, og ikke organisk vekst. Organisk vekst er den veksten som ikke kommer fra fusjoner eller oppkjøp. Separerer vi regnskapet til selskapene kommer det frem at Hemtex har en større andel operasjonelle kostnader i forhold til inntekt, sammenlignet med Kid interiør. Det er en vesentlig differanse mellom EBITDA-margin på over 5% begge årene. Dette påvirker NOPAT spesielt i 2019. En økning i EBITD-marginen i Kid Interiør sitt resultatregnskap, skaper derimot vekst i NOPAT-marginen for 2020. Den positive utviklingen i lønnsomheten fortsetter dermed for Kid ASA. Den positive utviklingen i ROIC fra 2019 til 2020 er i hovedsak av den positive utviklingen i lønnsomheten til Kid Interiør.

TABELL 6.10: VEKTET LØNNSOMHET FRA KID INTERIØR OG HEMTEX

Kid	Kid		Hemtex	
Segment information	2019	2020	2019	2020
In NOK 1000				
Revenue	1606316	1862845	735864	1131814
<i>In-% of total rev</i>	69 %	62 %	31 %	38 %
<i>Growth</i>		16 %		54 %
COGS	622587	703129	290485	420742
Gross profit	983729	1159716	445379	711072
<i>GP in %</i>	61 %	62 %	61 %	63 %
Other operating revenue	200	248	1882	1446
Operating expense	552236	594681	285337	448277
<i>Growth</i>		8 %		57 %
<i>in % of revenue</i>	34,4 %	31,9 %	39,0 %	39,7 %
EBITDA	431693	565283	161924	264291
<i>EBITDA-margin</i>	27 %	30 %	22 %	23 %
operating profit	259490	385234	69153	103497
<i>OP-margin</i>	16 %	21 %	9 %	9 %
Operating profit margin after tax	16 %	21 %	9 %	9 %
Turover rate of invested capital	70 %	81 %	32 %	47 %
Weighted ROIC	7,7 %	10,4 %	0,9 %	1,6 %

Ved hjelp av separeringen som er oppgitt i årsrapportene til Kid, er det regnet ut en vektet ROIC som viser hvordan Hemtex og Kid bidrar til avkastning på investert kapital. Tallene i tabell 6.10 er hentet direkte fra årsrapporten og er derfor ikke reformulert. På grunn av dette vil ikke total ROIC bli helt korrekt, men vektingen gir et godt bilde av hvor avkastningen fra investert kapital kommer fra. Denne sammenligningen viser tydelig at det er Kid Interiør som driver lønnsomheten i selskapet, og at Hemtex kjeden har en utfordring med kostnadsnivået, som gir lave driftsmarginer.

6.2.2 ROE

Return on Equity (ROE) eller avkastningen på egenkapitalen tar høyde for hvordan gjeldsandelen (Financial leverage) påvirker lønnsomheten. I tillegg måler ROE investorenes regnskapsmessige avkastning på sin investering i selskapet. ROE kan regnes ut ved å dele netto årsresultat på bokført egenkapital (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 170).

$$ROE = \frac{\text{Net profit after tax}}{\text{Bookvalue of equity}}$$

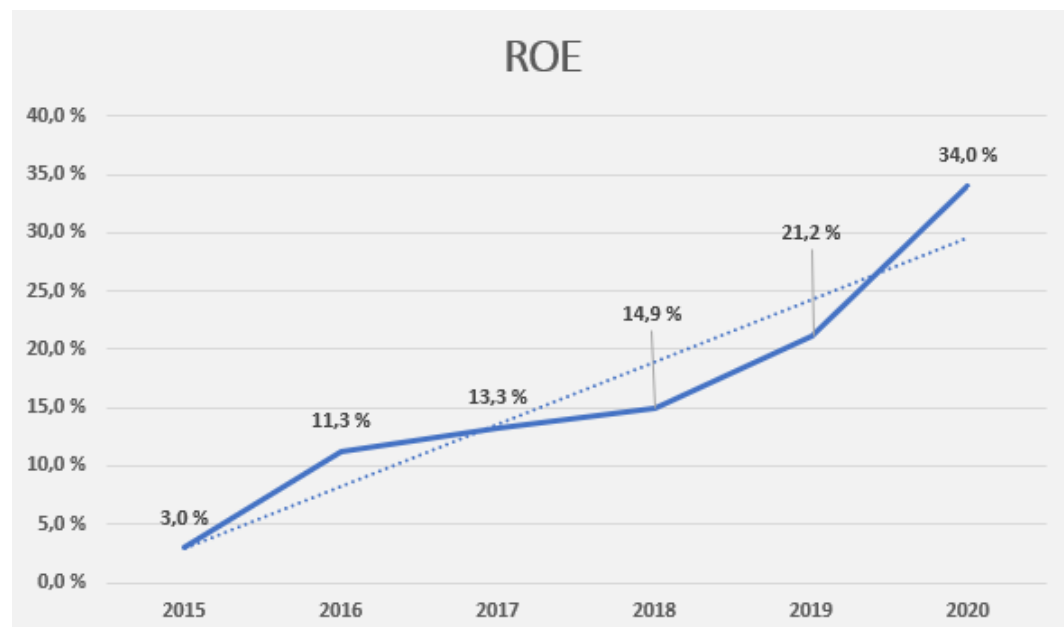
ROE kan også dekomponeres til de tre komponentene, ROIC, netto lånekostnad etter skatt (net Borrowing cost after tax (NBC)) og gjeldsgraden (financial leverage). NBC regnes ut ved å dele rentekostnader etter skatt på netto rentebærende gjeld og financial leverage regnes ut ved å dele NIBD på bokført verdi av egenkapitalen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 170–171). Formelen ser slik ut:

$$ROE = ROIC + (ROIC - NBC) * \frac{NIBL}{BVE}$$

Det første leddet tar for seg den operasjonelle lønnsomheten, og det andre leddet viser effekten gjeldsgraden har på den totale lønnsomheten. Ved en positiv differanse mellom ROIC og NBC, vil en økning i financial leverage, forbedre ROE. Ved en negativ differanse vil en økning i financial leverage redusere ROE.

TABELL 6.11: KOMPONENTER I RETURN ON EQUITY KID ASA

KID						
Return on Equity						
In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROIC after tax	3,22 %	6,55 %	7,92 %	8,76 %	10,47 %	15,61 %
<i>Growth</i>		103 %	21 %	11 %	19 %	49 %
Net financial expenses from income stat.	20 247	12 670	12 659	12 778	40 943	28 436
Interest expense on lease liabilities	19 958	17 920	16 250	18 365		
Net financial expenses after tax + adjustment IFRS 16	39 267	25 714	24 460	26 229	32 617	22 290
Net interest-bearing liabilities	1 159 338	1 116 018	995 645	1 061 136	1 488 560	1 539 904
<i>Growth</i>		-4 %	-11 %	7 %	40 %	3 %
Netto Borrowing cost after tax in %(NBC)	3,39 %	2,30 %	2,46 %	2,47 %	2,19 %	1,45 %
<i>Growth in percent point</i>		-1,08 %	0,15 %	0,02 %	-0,28 %	-0,74 %
ROIC - NBC	-0,2 %	4,2 %	5,5 %	6,3 %	8,3 %	14,2 %
Netto interest bearing debt (NIBL or IBD)	1 159 338	1 116 018	995 645	1 061 136	1 488 560	1 539 904
<i>Growth</i>		-4 %	-11 %	7 %	40 %	3 %
Book value og equity (BVE)	938 412	1 002 292	1 018 517	1 090 687	1 150 161	1 184 601
<i>Growth</i>		7 %	2 %	7 %	5 %	3 %
Financial Leverage	1,24	1,11	0,98	0,97	1,29	1,30
Return on Equity (ROE)	3,0 %	11,3 %	13,3 %	14,9 %	21,2 %	34,0 %

TABELL 6.12: UTVIKLINGEN I RETURN ON EQUITY SIDEN 2015

Kid ASA har de siste fire årene hatt en positiv vekst i ROE. I 2015 var ROE lavere enn ROIC, på grunn av en negativ differanse mellom ROIC og NBC. Fra 2016 til 2020 er NBC enten relativt uendret eller reduseres, samtidig som ROIC øker. Dette resulterer i begynnelsen med en jevn økning i positiv differanse som senere i 2019 og 2020 tiltar. I forbindelse med oppkjøpet av Hemtex øker den rentebærende gjelden med 40 %, og egenkapitalen med 5 %. I tillegg forekommer en reduksjon i NBC på 0,23 prosentpoeng. Økningen i gjeldsgraden fra 0,97 til

1,29 får ROE til å skyte fart i løpet av 2019, og øker fra 14,9 % til 21,2 %. Gjeldsgraden er relativt uendret i 2020, men en kraftig økning i ROIC i tillegg til en ytterligere redusering på 0,75 prosentpoeng av NBC gir nok en stor økning i ROE. Økningen i den rentebærende gjelden til Kid ASA har dermed hatt en svært positiv innvirkning på ROE-utviklingen de to siste årene sammen med en økning i ROIC. Før dette er det veksten i ROIC og den negative utviklingen i NBC som driver veksten i ROE til Kid ASA i perioden.

6.3 Regnskapskvalitet

Regnskapstallene til Kid ASA er grunnlaget for regnskapsanalysen og estimatene som benyttes i DCF-verdsettelsen. Regnskapskvalitet er derfor helt sentralt og avgjørende for validiteten til resultatene av verdsettelsen. Manipulasjon av regnskapstall vil derfor ha store konsekvenser for denne oppgaven. Derfor er det gjort en vurdering av regnskapskvaliteten til Kid ASA. (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 137)

God regnskapskvalitet kjennetegnes av praktisering av regnskapsprinsipper som er universale for alle selskap. Kid ASA sin eksterne revisor er PWC. I deres revisorberetning har de følgende å si om selskapets regnskap: «The financial statements are prepared in accordance with the law and regulations. The accompanying financial statements give a true and fair view of the financial position of the Company as at 31 December 2020, and its financial performance and its cash flows for the year then ended in accordance with the Norwegian Accounting Act and accounting standards and practices generally accepted in Norway.» (Kid ASA, 2021b, s. 42)

På bakgrunn av selskapets omdømme og størrelse, og en bekreftelse fra et høyt profilert selskap innenfor revisjon er grunn til å anse at regnskapet er av god kvalitet og gjenspeiler selskapets økonomiske situasjon på en korrekt og oversiktlig måte.

6.4 Likviditetsanalyse

Likviditet er et selskaps evne til å innfri sine gjeldsforpliktelser. Mangler et selskap likviditet, vil det ikke være i stand til å betale sine forpliktelser eller utføre lønnsomme investeringer, som i noen tilfeller fører til konkurs. Derfor er det svært viktig å analysere den kortsiktige- og langsiktige likviditetsrisikoen. (Petersen et al., 2012, s. 211–212). For å vite om forholdstallene som regnes ut er gode vil Kid ASA sine forholdstall sammenlignes med Princess Gruppen, Nille AS, XXL ASA og Europris ASA. Regnskapstallene til disse selskapene er hentet fra databasen Proff Forvalt. Selskapene det sammenlignes med har ikke offentliggjort sine regnskapstall for 2020.

6.4.1 Langsiktig likviditetsrisiko

Den langsiktige likviditetsrisikoen er knyttet til hvor sunn selskapets finansiering er og evnen til å betale alle fremtidige forpliktelser.

6.4.1.1 Sunn finansiering

For å finne ut om et selskap har en sunn finansiering må det undersøkes om balansen mellom egenkapital, langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld er god. Dette sees i forhold til type eiendeler og risikoen knyttet til driften. For å analysere om Kid ASA har en sunn finansiering skal det sees nærmere på de to forholdstallene *equity ratio* og *Interest coverage ratio*.

6.4.1.1.1 Equity ratio

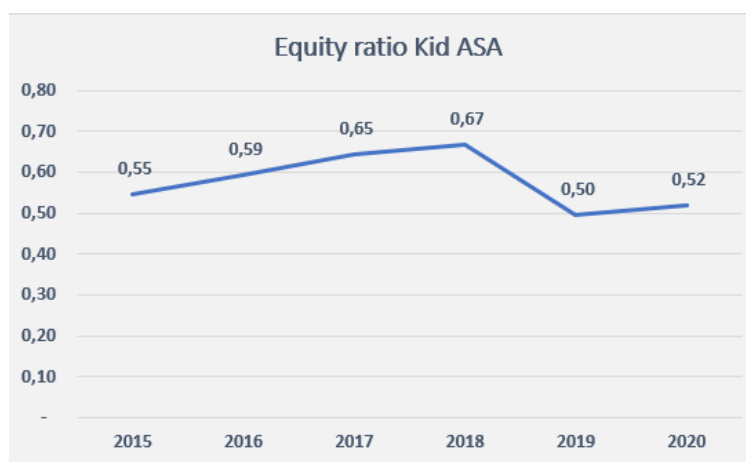
Equity ratio eller egenkapitalandelen har blitt bevist som en av de beste forholdstallene til å forutse konkurser på et tidlig stadium. Når det kommer til finansiering, er egenkapitalen en buffer for uventede tap både på kort og lang sikt. Det er ingen renter knyttet til egenkapitalen slik som til gjelden. Om overskuddet i selskapet er lavt trenger ikke selskapet å betale utbytte og kan heller velge spare dette overskuddet for å øke likviditeten. Om ikke gjeldsforlikelsene betales fører dette til mislighold og kan føre til at selskapet blir tvunget til å avvikle driften. (Petersen et al., 2012, s. 216–218)

Kid ASA har en positiv økning i Equity ratio frem til kjøpet Hemtex i 2019, som førte til en større økning i gjeld enn egenkapital. Utover dette er det en positiv

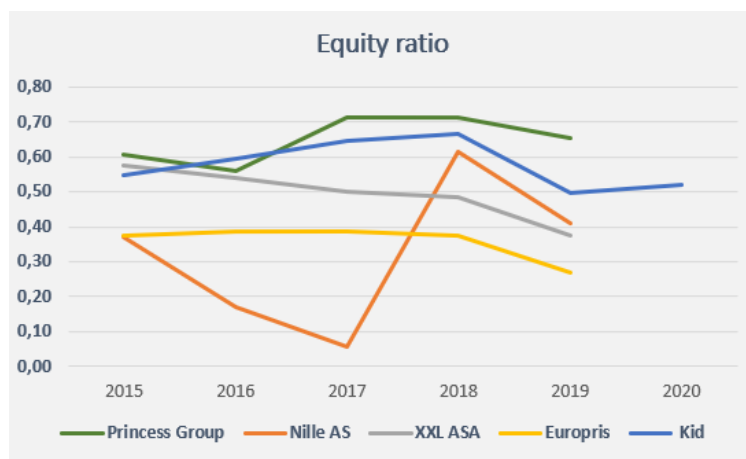
økning igjen fra 2019 til 2020. For å forstå om dette er en god Equity ratio må vi sammenligne med andre retail-selskaper. Kid ASA er selskapet med nest høyest Equity ratio. Kun Kid ASA sin største konkurrent i Norge, Princess Gruppen, har en høyere Equity ratio. Sammenlignet med andre retail-selskaper er Equity ratioen til Kid ASA tilfredsstillende.

$$\text{Equity ratio} = \frac{\text{Equity}}{\text{Total Assets}}$$

TABELL 6.13: UTVIKLING I EQUITY-RATIO FOR KID ASA



TABELL 6.14: EQUITY RATIO SAMMENLIGNES MED ANDRE SELSKAPER

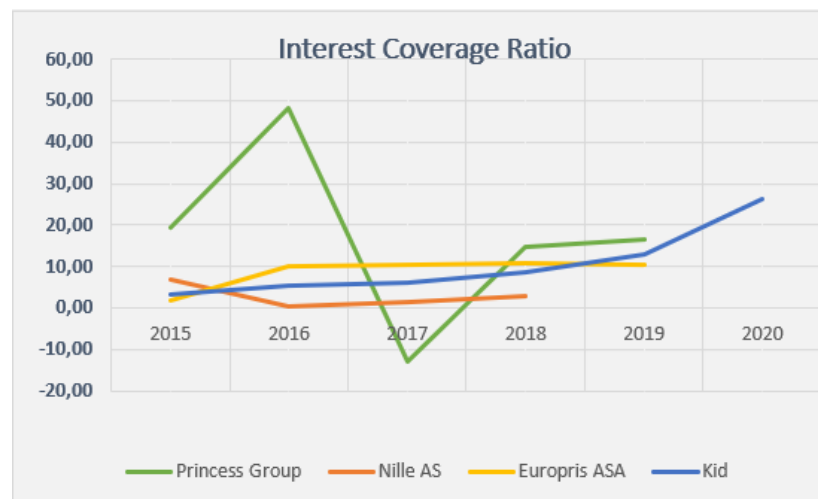


6.4.1.1.2 Interest coverage ratio

Et annet viktig punkt i en langsiktig likviditetsanalyse, er om selskapet kan betale rentekostnaden sine. Dette kan måles gjennom forholdstallet Interest coverage ratio (ICR), som på norsk kan kalles rentedekningsgrad. Måten dette analyseres er å regne ut hvor mange ganger selskapets kontantstrøm fra driften dekker rentekostnadene.

Kid ASA sin utvikling i ICR har vært positiv og jevn de siste fem årene. I forhold til konkurrentene ligger Kid ASA på snitt i 2019. Nille AS har i 2019 enkelte endringer i kontantstrømmen fra drift som gjøre sammenligning i 2019 irrelevant.

TABELL 6.15: UTVIKLING I INTEREST COVERAGE RATIO



6.4.1.2 Selskapets likviditetseffektivitet

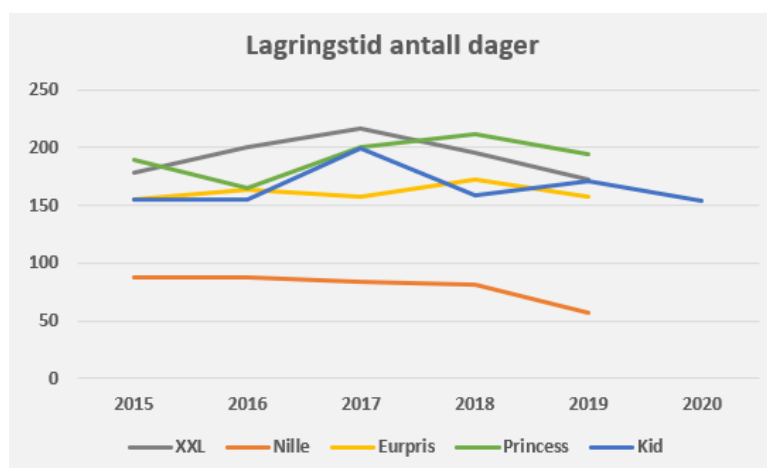
Selskapets likviditetseffektivitet måles ut ifra selskapets evne til å få innbetalt sine kundefordringer raskt og om selskapet klarer å dra nytte av rentefri gjeld til sine leverandører. Likviditetseffektivitet kan også defineres som et selskaps evne til å holde sin arbeidskapital lavest mulig uten for store kostnader. For å undersøke likviditetseffektiviteten beregnes Kid ASA sin *liquidity cycle*. Liquidity cycle er antall dager det tar å konvertere arbeidskapitalen til kontanter. Lagringstid i antall dager og kundekredittiden binder opp kontanter, imens kredittid til leverandørene frigjør kontanter. Innenfor varehandel rettet mot forbrukermarkedet vil lagringstid være variabelen med størst innvirkning i et selskaps liquidity cycle (Petersen et al., 2012, s. 229–230). I utregningen av liquidity cycle er det benyttet

gjennomsnittlig varelager, kundefordringer og leverandørgjeld, i tillegg til 365 dager i beregningen.

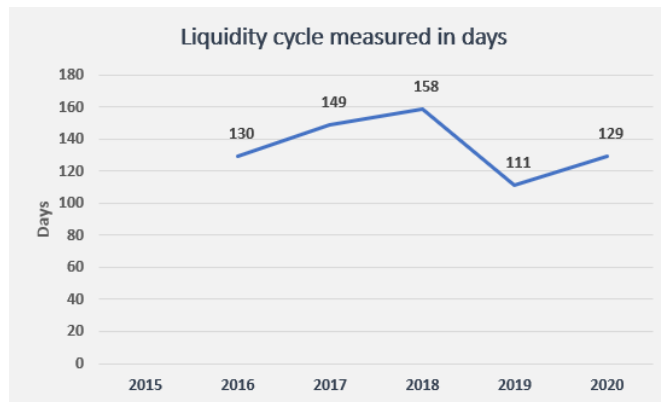
Tabell 6.16 viser forskjellen i lagringstid i antall dager mellom de ulike retail-selskapene. Siden to av selskapene ikke er børsnotert benyttes tall fra Proff Forvalt for alle selskapene, inkludert Kid ASA. Proff forvalt beregner varelagingstiden uten å benytte gjennomsnittlige varelager og bruker 360 dager i sine beregninger.

Nille AS har en mye kortere lagringstid sammenlignet med de andre selskapene. I forhold til de resterende selskapene har Kid ASA en gjennomsnittlig lagringstid. Det har siden 2015 vært en økning i antall dager totalt sett, men det er fortsatt vesentlig bedre enn konkurrenten Princess Gruppen. Princess Gruppen er det mest sammenlignbare selskapet med tanke på sortiment, antall butikker og butikkstørrelser.

TABELL 6.16: LANGTIDSLAGRING I ANTALL DAGER



Liquidity cycle til Kid har vært varierende, men fra 2018 til 2019 har de redusert lagringstiden fra 177 til 146 dager, som sammen med en økning i leverandørgjeld tilknyttet kjøpet av Hemtex, fører til en kortere konverteringstid for arbeidskapitalen. I 2020 øker derimot lagringstiden, igjen som reduserer likviditetseffektiviteten, det er ikke et positivt tegn.

TABELL 6.17: LIQUIDITY CYCLE KID ASA**TABELL 6.18: LIQUIDITY CYCLE BEREGNING**

Liquidity cycle in days	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Days inventory in hand		151	175	177	146	156
Days Account receivable in hand		1	1	1	4	4
Days account payables in hand		23	27	19	38	31
Liquidity cycle measured in days		130	149	158	111	129

6.4.2 Kortsiktig likviditetsrisiko

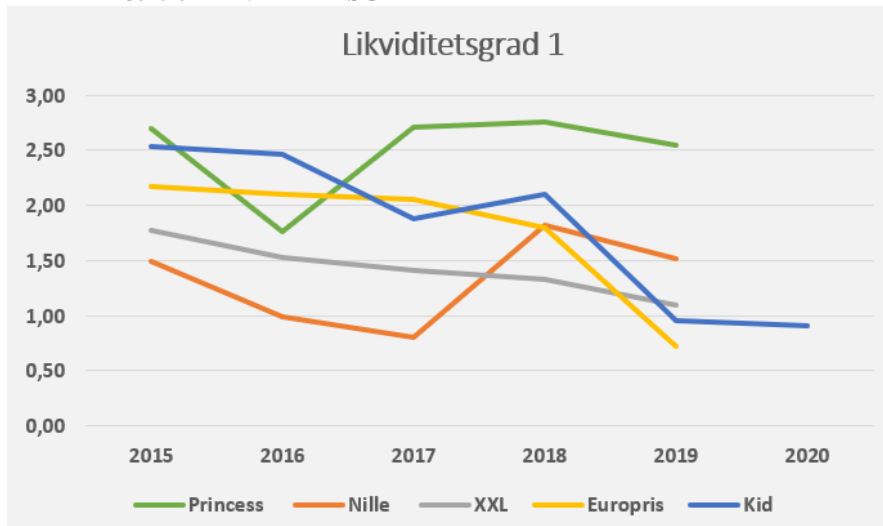
Den kortsiktige likviditetsrisikoen er knyttet til om selskapet klarer å betjene sin kortsiktige gjeld. For å analysere dette er likviditetsgrad 1 og 2 regnet ut.

Likviditetsgradene tar for seg om de de kortsiktige eiendelene som raskt kan gjøres om til kontanter, dekker den kortsiktige gjelden. Det finnes tommelfingerregler for hva som er en god likviditetsgrad, men det er bedre å sammenligne likviditetsgraden med lignende selskap for å forstå om den er tilfredsstillende.

6.4.2.1 Likviditetsgrad 1

Kid ASA sin likviditetsgrad har hatt en negativ utvikling siden 2015, spesielt tiltar dette ved kjøpet av Hemtex som har økt den kortsiktige gjelden i Kid ASA. Andre selskaper i bransjen utenom Princess har hatt lik utvikling. At forskjellene mellom Princess Gruppen og Kid ASA er så forskjellige, forteller at Kid ASA kan forbedre likviditetsgraden sin.

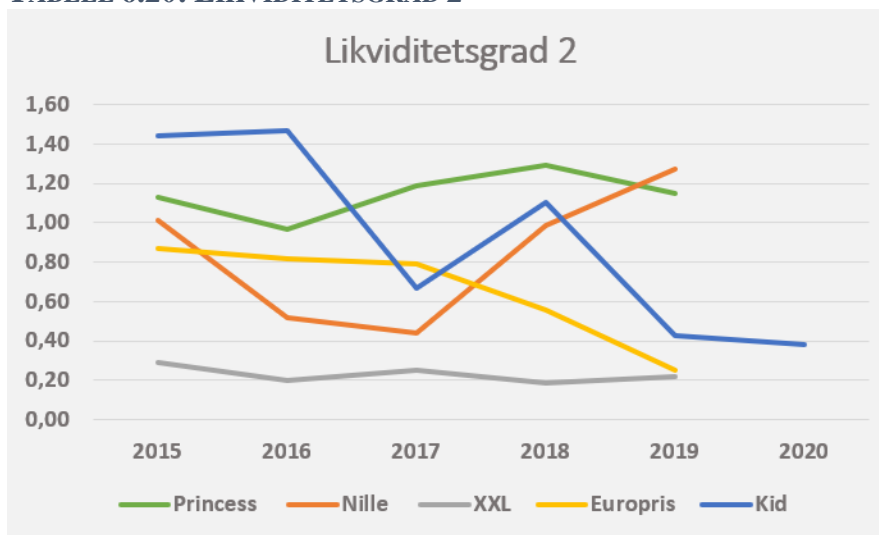
TABELL 6.19: LIKVIDITETSGRAD 1



6.4.2.2 Likviditetsgrad 2

I likviditetsgrad 2 justeres det for varelageret, da det ikke alltid er lett å generere til kontanter, siden varer kan være eldre og utdaterte. Kid ligger fortsatt under snitt, og i 2019 reduseres fortsatt likviditetsgraden vesentlig. Sammenlignet med sin største konkurrent Princess er ikke dette tilfredsstillende. På den andre siden har de andre børsnoterte selskapene XXL og Europris en relativt lik utvikling med Kid ASA.

TABELL 6.20: LIKVIDITETSGRAD 2



6.5 Justering for IFRS 16

I 2016 ble det bestemt at det gamle regelverket for håndtering av leasingavtaler i finansregnskapet skulle fornyes. Praksis har vært å bruke IAS 17 klassifisering av leiekontrakter. Under IAS 17 måtte leietakeren skille mellom en finansiell og operasjonell leasingavtale. Finansielle leieavtaler skulle balanseføres, imens operasjonelle leieavtaler ikke skulle balanseføres. Forskjellen mellom disse ble definert ut ifra hvorvidt leiekontrakten tilsvarer den økonomiske verdien av å kjøpe den underliggende eierandelen. Dette medførte blant annet at eiendeler brukt til drift som klassifiseres som driftsrelaterte leieavtaler ikke ble balanseført. (IFRS Foundation, u.å.)

6.5.1 IFRS 16

Under IFRS 16 skilles det ikke mellom finansielle og driftsrelaterte. Alle leieavtaler skal behandles som finansielle leieavtaler og dermed balanseføres. Med unntak av kortsiktig leieavtale på mindre enn et år. Introduksjonen av IFRS 16 som regnskapsstandard, medfører derfor en økning i eiendeler og gjeld på balansen. I tillegg har den nye standarden en innvirkning på EBITDA, EBIT, avskrivninger og driftskostnader i resultatregnskapet. Flere forholdstall som ROIC, ROE, Egenkapitalandel og gjeldsgrad endres også ved implementering av IFRS 16. For selskaper med flere store operasjonelle leieavtaler har overgangen til IFRS 16 stor innvirkning på resultatregnskapet og balansen. (Deloitte, 2019)

IFRS 16 ble tatt i bruk som gjeldende standard fra 2019. Kid ASA er et selskap som leier flere av sine butikklokaler, lager og kontorer. Dette betyr at implementeringen av IFRS 16 standarden har hatt en betydning for regnskapet til Kid ASA i 2019 og 2020. Uten en justering ville en analyse av lønnsomhet og likviditet gitt et feilaktig bilde av utviklingen i selskapet. ROIC ville blitt overvurdert som igjen overvurderer ROE (PWC, 2016). Derfor har jeg valg å justere for IFRS 16 effektene i tidsperioden 2015 – 2018.

6.5.2 Justering for IFRS 16

For å justere for IFRS 16 må en finne verdiene av leieavtale og leiekostnaden hvert enkelt år. Dette er oppgitt i selskapets noter. I noten skilles det mellom leieavtaler på mindre enn et år, et- fem år eller mer enn fem år. Leieavtalene for lengre enn et år er de vi ønsker å finne verdien av. Denne verdien legges til i det reformulerte balanseregnskapet. Verdien av Kid ASA sine leieavtaler og leiekostnader ser du i tabell 6.21 og 6.22

FIGUR 6.21: VERDI AV LEIEAVTALER SOM LEGGES TIL BALANSEN OG AVSKRIVNINGER

Leasing avtaler In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Assets						
Later than one year and no later than five years	420 881	405 333	387 021	413 064		
Later than five years	212 696	184 141	179 191	220 199		
Total	633 577	589 474	566 212	633 263	822 604	821 683
Depreciation	211 192	196 491	188 737	211 088		
År for økonomisk levetid	3	3	3	3	3	3

FIGUR 6.22: KID ASA LEIEKOSTNADER

Operating lease expense In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Minimumrent	115290	127875	145324	152077		
Rent based on turnover	6530	7915	5195	7758		
Joint cost (felleskost)	30501	31697	34907	35626		
Other storage costs	1245	934	763	817		
depreciation of tenancy			1077	1891		
Total	153566	168421	187266	198169	223 335	274 956

Når IFRS standarden implementeres, balanseføres leierettighetene og dette medfører at disse avskrives hvert år basert på den økonomiske levetiden til avtalene. Dette er ikke oppgitt i perioden 2015 -2018, men er oppgitt for 2019 og 2020. I både 2019 og 2020 er den økonomiske levetiden 2,9 år og 3,1, tilnærmet tre år. Derfor forutsettes det at dette også er gjeldene for de tidligere årene. Kid ASA bruker lineær avskrivningsmetode som standard. Basert på denne informasjonen kan det estimeres avskrivninger for perioden 2015-2019. Estimerte avskrivningskostnader vises i tabell 6.21.

Konsekvensen av justeringen for tidligere resultatregnskaper er at leasingkostnadene som under IAS 17 ble oppført som en post under driftskostnader, splittes i renter og avskrivninger. Den gamle leasing kostnaden legges derfor til tidligere EBITDA og flyttes til avskrivninger og rentekostnader. Dette medfører en økning EBITDA, men en reduksjon i EBIT, NOPAT og Net profit.

TABELL 6.23: ENDRING I REFORMULERT RESULTATREGNSKAP TILKNYTTET IFRS 16 JUSTERING

KID						
Analytical incomestatement adjusted for IFRS 16						
In NOK 1000	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	143 690	201 063	214 528	250 207	566 949	823 569
IFRS 16 Effects						
Excluding leasing cost form operating expenses	153566	168421	187266	198169		
New EBITDA	297 256	369 484	401 794	448 376	566 949	823 569
<i>IFRS 16 effect</i>	<i>107 %</i>	<i>84 %</i>	<i>87 %</i>	<i>79 %</i>		
EBIT	119 243	172 110	179 689	213 111	301 975	482 729
Original Depreciation	24 447	28 953	34 839	37 096	264 974	340 840
Depreciation from Opering lease conctracts	211 192	196 491	188 737	211 088		
New EBIT	61 617	144 040	178 218	200 192	301 975	482 729
<i>IFRS 16 effect</i>	<i>-48 %</i>	<i>-16 %</i>	<i>-1 %</i>	<i>-6 %</i>		
NOPAT	116 463	144 678	152 036	179 486	240 567	378 387
+/-tax shield from NFE	-472	-2 019	-1 948	-2 016	-8 326	-6 146
Tax operating income (effective)	1 437	22 958	27 427	31 587	53 082	98 196
New NOPAT	59 708	119 062	148 843	166 589	240 567	378 387
Net profit	96 216	132 008	139 377	166 708	199 624	349 951
Leasing interest	19 958	17 920	16 250	18 365		
Financial income	471	1 008	821	1 337	9 510	32 299
Financial expense	26 255	13 678	13 480	14 115	50 453	60 735
Changes in fair value of interest rate swaps	5 537	0	0	0	0	0
+/- Tax shield	-472	-2 019	-1 948	-2 016	-8 326	-6 146
Net interest -expense/+income	-40 205	-30 590	-28 909	-31 143	-40 943	-28 436
New Net profit	21 412	113 450	149 308	169 050	199 624	349 951

7 Strategisk analyse

7.1 PESTEL

7.1.1 Politikk

De politiske institusjonene i Norge er stabile, og det er høy grad av forutsigbarhet. Regjeringen i Norge har de siste syv årene senket skattesatsen for bedrifter fra 28 % i 2013 til 22 % i 2020. Høsten 2021 er det valg i Norge, og et eventuelt regjeringsskifte kan ha en påvirkning på den fremtidige skattepolitikken for næringslivet. Et regjeringsskifte i Norge vil sannsynligvis ikke medføre mange store endringer da differansen mellom de ulike partiene er relativt lave. Under pandemien har regjeringen prioritert å gi likviditets-støtte og kompensasjonsordninger. Det er gitt betalingsutsettelse på offentlige avgifter for en rekke bedrifter. Dette er tiltak som har hatt en bremsende effekt på antall konkurser i 2020. (SSB, 2020)

7.1.2 Miljø

Flere politiske faktorer knyttet til miljø og nye lovgivninger kan påvirke Kid ASA sin strategi fremover. EU-taksonomien trer i kraft i løpet av januar 2022. Dette er EUs nye klassifiseringssystem for bærekraftige investeringer som er en del av EUs vekststrategi «The European Green Deal» som vil gjøre Europa til den første klimanøytrale regionen innen 2050 (NHO, 2020). Dette klassifiseringssystemet konkretiserer en felles definisjon av hva bærekraft er. Bankene og investeringsfond vil bli målt på bærekraft ut ifra hvor mye av kapitalen deres som er investert eller utlånt til bærekraftige aktiviteter. At investeringer og lån er definert som bærekraftige vil bli viktig da banker og investeringsfond vil bli rangert ut ifra dette. Konsekvenser av EU-taksonomien er at bankene vil gi bedre vilkår på lån som finansierer bærekraftige aktiviteter og motsatt. I tillegg vil investeringsfond ønske å investere i selskaper som kan øke graden av deres investeringer som defineres som bærekraftige. (Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2018)

Videre jobber EU med en egen strategi for tekstilindustrien i Europa, som vil bli presentert i løpet av fjerde kvartal i 2021. Bakgrunnen for dette er at tekstilindustrien er den fjerde største industrien når det kommer til forbruk av råvarer og vann. Denne strategien vil fokusere på tekstilenes gjenbrukbarhet og bedriftenes tilgang på og mulighet til å velge slike tekstiler. Dette vil blant annet føre til mer innsamling av tekstilavfall og økt sortering, gjenbruk og resirkulering. (Gomez, 2020)

7.1.3 Økonomi

Norges Bank har vært blant de første sentralbankene i verden til å varsle en renteøkning, og nå forventes det en renteøkning i andre halvår av 2021.

Inflasjonen er fortsatt høyere enn inflasjonsmålet, men med bakgrunn i styrking av kronen og anslått moderat lønnsvekst vil føre til at inflasjonen avtar. (Norges Bank, 2021c)

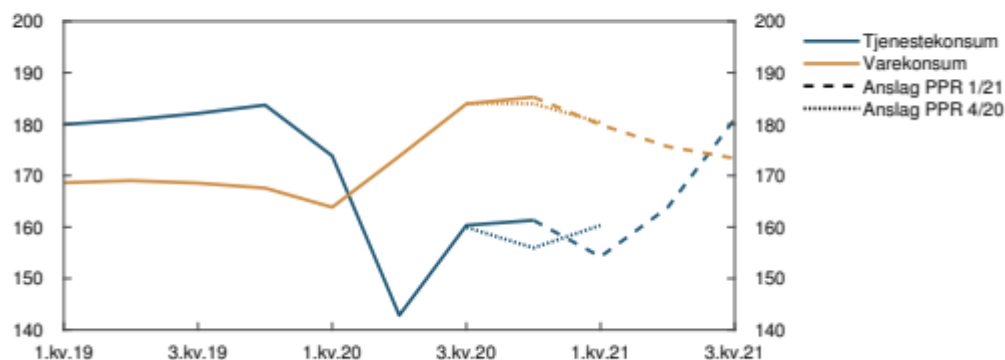
Kronekursen sett opp mot dollar er på sitt sterkeste siden 2018. Fremgang i vaksinasjonen, en høyere oljepris og mer optimisme i markedet er bakgrunnen for en styrket krone. En gradvis økning i styringsrenten vil også være en faktor som påvirker kronekursens styrke. Med en sterk kronekurs er det billigere å kjøpe varer i utlandet som vil påvirke innkjøpsprisene til de Norske bedriftene. (Norges Bank, 2021b)

7.1.4 Sosiale kultur

En konsekvens av COVID-19 er at varekonsumet har økt og tjenestekonsumet har avtatt. Det er normalt at tjenestekonsumet er cirka 10 milliarder NOK høyere enn varekonsumet. Under pandemien har varekonsumet passert tjenestekonsumet og differansen har økt til cirka 20 milliarder NOK. Dette er bakgrunnen for at varehandelen har hatt et godt år i 2020. Tjenestekonsumet forventes å øke kraftig gjennom sommeren og komme tilbake til nivået før pandemien i løpet av 3. kvartal 2021. Varekonsumet forventes å falle, men svakere enn tjenestekonsumet øker. (Norges Bank, 2021b, s. 23–24)

TABELL 7.1: ILLUSTRASJON AV FORVENTET UTVIKLING AV VAREKONSUM OG TJENESTEKONSUM (NORGES BANK, 2021B, S. 23)

Figur 3.4 Tjenestekonsumet mindre dempet av smitteverntiltak enn ventet
Vare- og tjenestekonsum. Faste priser. Sesongjustert. Mrd. kroner



Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Spareraten til nordmenn har vokst betraktelig det siste året, men det er nå ventet at denne skal avta. Dette skaper en mulighet for vekst i forbruket, men det er knyttet stor usikkerhet til hvor raskt og hvor mye den vil falle. Dette vil da påvirke utviklingen i konsumet fremover. (Norges Bank, 2021b, s. 7)

Det har vært stor forskjell i måten pandemien er blitt håndtert i Norge og Sverige. Sverige har hatt et åpent samfunn gjennom store deler av 2020, med noen restriksjoner mot slutten av året. I Norge har det vært strenge restriksjoner og lokale nedstenginger. Til tross for dette har detaljhandelen i Norge hentet seg raskt tilbake etter nedstengingen og hatt en høy vekst gjennom 2020. I Sverige var tilstanden annerledes da utviklingen i detaljhandelen var svakere i Sverige enn i Norge. Reduksjonen i grensehandelen spiller en vesentlig rolle for denne utviklingen. (Fredriksen, 2021)

7.1.5 Teknologi

Covid-19 har påvirket handlemønsteret til forbrukeren, og det har derfor blitt viet mye oppmerksomhet til hvordan man kan skape en best mulig kundeopplevelse i alle kanaler. Det å skape en bedre shoppingopplevelse over nett har fått stort fokus. En voksende trend er å kombinere bruken av en digital og fysisk linse på mobilkameraet, slik at det blir mulig å se hvordan møbler og interiør ser ut i din egen stue eller hvordan en bukse vil passe deg. Bruk av slik teknologi øker

sannsynligheten for å konvertere nettsidebesøk til et faktisk salg over nett med 250 % (Mckinsey, 2020, s. 44).

I dag kan kunstig intelligens (AI) i større grad gjøre det mulig å oppnå et null-varelager-konsept. Luksuskonsernet Kering, som eier store merkevarer som Gucci og Yves Saint Laurent med flere, har brukt AI til å estimere eget salg av nye produkter. Dette er et konsept som er i startfasen og hvor man kun har sett begynnelsen, men gjennom bruken av AI har man så langt kunnet estimere 20 % mer treffsikre prognoser for varesalg enn tidligere. (Mckinsey, 2020, s. 44)

Før et null-varelager er mulig, vil det skje flere endringer av hvordan et varelager ser ut, med tanke på plassutnyttelse og organisering. Varelagrene robotiseres helt, slik at det blir mulig å stable varer tettere enn tidligere, slik at kostnader på leie av lagerplass og lagerarbeidere reduseres. (*AutoStore*, u.å.)

7.1.6 Lovgivning

Det er foreløpig lite reguleringer av tekstilbransjen i Norge. Selskaper i Norge må forholde seg til Norsk selskapslov og børsnoterte selskaper må også følge aksjeloven. For børsnotertes selskaper er det strenge reguleringer av informasjonsflyten, da alle i markedet skal ha tilgang på samme informasjon samtidig (Langfeldt et al., 2019). Brudd på slike retningslinjer kan få alvorlige konsekvenser for den som står ansvarlig og for selskapet. I tillegg vil det ha konsekvenser for selskapets omdømme.

7.1.7 Hvilken betydning kan disse faktorene har for Kid ASA?

Når EU-taksonomien trer i kraft, vil Kid ASA i større grad få en pekepinn på hvor bærekraftige de faktisk er og hvordan de ligger an i forhold til bransjen. Er Kid blant de bedre i bransjen vil dette gjøre Kid til et mer attraktivt investeringsobjekt for fond og gi muligheten til bedre betingelser på sine låneforpliktelser, da bankene vil ønske at pengene de låner ut går til så bærekraftige investeringer som mulig. I motsatt tilfelle kan det føre til at Kid må nedprioritere andre strategiske planer for å investere mer i prosjekter eller midler som vil gjøre driften til Kid ASA mer bærekraftig. De nye retningslinjene for tekstilnæringen kan føre til et økt rapporteringskrav for Kid ASA, men kan også belyse problemer som Kid

ASA allerede har tatt tak i. Det kan føre til at Kid får økt positiv oppmerksomhet da de allerede har strenge retningslinjer for fabrikkene sine.

Økningen av styringsrenten i Norge vil påvirke gjeldskostnaden til Kid ASA, da selskapet har flytende rente på flere av sine banklån. Banklånene til Kid ASA utgjør i dag cirka 1/3 av den totale gjelden. Styrkingen av kronen mot dollar er positivt for Kid ASA, da alle kjøp av varer gjennomføres i dollar. Dette gir muligheter for redusert varekostnad i tiden fremover. Kid bestemte i 2019 å investere i automatisering av varelager, for å redusere lagerkostnader og øke lagerkapasiteten. Kid ASA har gått ut med informasjon om at de investerer i annen teknologi for å forbedre lagringstid eller lagerkostnad.

I forhold til teknologi knyttet til digitale plattformer utgjør fortsatt Kid ASA sine inntekter fra netthandel kun 6,5 % av de totale inntektene. Ny teknologi for netthandel som Kid ASA ikke besitter vil dermed ikke ha en stor påvirkning på inntekten i et kortsiktig perspektiv. I et langtidsperspektiv hvor inntekter fra netthandel kan utgjøre en større del av inntektene, vil mangler av ny teknologi kunne ha konsekvenser for selskapet.

7.2 Porters Five Forces

7.2.1 Potensielle inntrengere

Det er i dag få kjeder som har boligtekstil som hovedsortiment. I Norge er det spesielt to store aktører Princess Gruppen og Kid interiør, med til sammen 61,7 % markedsandel. Samtidige tilhører 34,7 % av markedsandelene i bransjen, øvrige aktører. Dette betyr at det er flere mindre aktører i bransjen, som kan tyde på lave inngangsbarrierer. Boligtekstil og interiør bransjen er heller ingen kapitaltung bransje.

Inngangsbarrieren er lavere for aktører som allerede opererer innenfor motetekstil, slik som Hennes & Mauritz og Inditex som eier fast fashion merket Zara. Begge disse har startet egne butikker som fokuserer på boligtekstiler og interiør, gjennom H&M Home og Zara Home. Disse selskapene har stordriftsfordeler da de er store

internasjonale selskaper, med store digitale plattformer og markedsføringsbudsjetter.

I en undersøkelse med 30 000 respondenter fra 15 bransjene innenfor detaljhandel i Norden, har Mediebyrået IUM undersøkt hvilken effekt Amazon sitt inntog har hatt på forbrukeratferden knyttet til netthandel. I 2019 endte 31 % av kundene som begynte handleturen sin digitalt, med å gjennomføre kjøpet digitalt. Denne statistikken endrer seg i land hvor Amazon har etablert seg. Her øker andel som ender opp med å gjennomføre kjøpet digitalt istedenfor i fysisk butikk til 49 %. Amazon er en reell trussel, da selskapet er i gang med å etablere seg i Sverige, og sannsynligvis vil forsøke seg i Norge i fremtiden. (IUM, 2019)

7.2.2 Trusler fra substitutter

Kid ASA sitt produktsortiment er boligtekstil- og interiørvarer, og i dag er det flere kjeder som enten tilbyr begge disse kategoriene eller en av dem. Kjeder som Kremmerhuset og Home & Cottage tilbyr interiørprodukter og tekstiler, i to ulike prisklasser. Kremmerhuset ligner Kid ASA på pris, imens Home and Cottage er i det høyere prissjiktet.

Større møbelskjeder som IKEA, Bohus, Jysk og Skeidar selger også interiør og boligtekstiler. IKEA og Jysk er store internasjonale selskaper som er nødt til å standardisere utvalget sitt slik at det kan passe flest mulig over hele verden. Dette gjør at de er mindre tilpasset det norske markedet, men kompenseres med lavpriser.

Bohus og Skeidar er norske møbelkjeder som også selger tekstiler og interiør, men det er møbelproduktene som er hovedsortimentet. Bohus og Skeidar er merkevarer som er assosiert med møbler. I tillegg er tekstilene som selges her dyre i forhold til selskaper som Kid Interiør, kremmerhuset, IKEA og Jysk.

Multiretailere som Europris og Rusta har mange produktkategorier, og selger derfor også boligtekstil og interiør. Dette er kjeder som gjøre det bra, og har god inntjening. Multiretailerne er svært dominerende i lavprissegmentet, men de klarer ikke å kombinere det store utvalget og den lave prisen, med kvalitet.

Kid ASA skiller seg fra de store internasjonale selskapene med sin spesialisering innenfor det Nordiske markedet. Kid selger tykkere vinterdyner og tykkere sommerdyner enn for eksempel IKEA. Dette oppleves som bedre kvalitet for den Nordiske forbrukeren. I forhold til kjeder som Bohus og Skeidar, kan Kid ASA tilby den samme kvaliteten til en rimeligere pris. Kremmerhuset og Home & Cottage er i større grad assosiert med interiør enn tekstiler. Kid ASA har derfor en sterkere merkevare knyttet til boligtekstiler. Trusselen fra substitutter er derfor å anse som moderat.

7.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Det finnes mange tilbydere av boligtekstiler og interiør, som er et argument for at kundemakten er stor. Samtidig er kundebasen bestående av privatkunder, som også er et argument for at kundene har lavere forhandlingsmakt. Selv om de er mange tilbydere er det fortsatt en forskjell mellom aktørene som spesifisert i det forrige avsnittet. Dette svekker også kundenes forhandlingsmakt. Kid ASA opererer ikke i samme lavsegment som IKEA og JYSK, dermed er de ikke utsatt for det samme prispresset som aktørene i innenfor dette segmentet.

Det er et stort fokus på at salg av varer i større grad skjer over nett, og at dette er trussel for eksistensen til det fysiske butikk-konseptet. Faktumet i Norge i dag, er at det totale markedet for møbler og interiør i dag er på 48 113 millioner NOK. Andelen av dette som selges over nett er på kun 2 084 millioner NOK, altså 4,26 %. Selv om det finnes et mye større utvalg om man velger netthandel, er det fortsatt en svært liten andel som velger dette. Derfor er det foreløpig ikke et argument for å øke kundemakten da majoriteten av forbrukeren fortsatt velger å gjennomføre kjøpene sine i en fysisk butikk fremfor en nettbutikk.

Kid ASA har en kundebase bestående av mange enkeltindivider, og de har ikke det samme prispresset som lavprisselskapene, da de ikke opererer i dette segmentet. I tillegg utfører majoriteten helst handelen i en fysisk butikk. Det vil derfor være en byttekostnad for denne gruppen å velge netthandel. Av den grunn ansees kundenes forhandlingsmakt som moderat.

7.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

I dag har selskapene i bransjen gode marginer på varene. Kid ASA har en varekostnad som utgjør 30% av inntektene sine. Dette indikerer at leverandørenes forhandlingsmakt er lav. Det finnes mange skrekkehistorier fra tekstilfabrikker i lavkostland. Bygninger som raser sammen, barnearbeid, mangel på pauser, og for lange arbeidsdager. (Enrico, 2014). I tillegg er det svært mange leverandører som produserer tekstiler, og industrien er svært viktig for leverandøren. Leverandørene kan ofte produsere flere ulike typer tekstiler, enn kun det de leverer til sine kunder. Kundene er mer spesialiserte enn leverandørene i denne sammenheng. Leverandørene er de som presses på marginer imens tekstilselskapene tjener penger på gode marginer. Byttekostnaden for tekstilselskapene er lav til middels, da det er mange tilbydere på leverandørsiden. Derfor ansees leverandørenes forhandlingsmakt som lav.

7.2.5 Rivalisering mellom eksisterende aktører

I dag er det ikke mange aktører med boligtekstil og interiør som hovedsortiment. De tre største aktørene i Norge er Kid interiør, Princess Gruppe og Stoff og Stil. Ingen av selskapene har egne fabrikker, og produksjonen er outsourcet til leverandørene. De siste ti årene har den samlede veksten i den totale omsetningen i bransjen vært på 29,56 %, som er litt lavere sammenlignet med andre bransjer innenfor møbel og interiør. Dette tilsvarer en CAGR på 2,6 % (Rekdal, 2021)

At det er få aktører i bransjen et argument for intens rivalisering. Det er imidlertid flere substitutter, men ikke alle er like spesialiserte på det Nordiske markedet. Det er ikke store utgangsbarrierer sammenlignet med andre kapitaltunge industrier, som igjen heller mot mindre intens rivalisering. Derfor vurderes rivaliseringsintensiteten til middel-høy.

7.3 VRIO-analyse

I teorikapittel ble det gitt et eksempel på inndelingen av ressurser. I denne VRIO-analysene er det lagt til teknolog ressurs. Det er i dag helt sentralt hvordan et selskap utnytter eller jobber med sine teknologiresurser, da det er viktig å integrere dette i selskapets forretningsmodell. Dette gjør selskapet i stand til å følge den teknologiske utviklingen, og ikke bli forbigått av nye selskaper.

7.3.1 Fysiske ressurser

De fysiske ressursene som skal analyseres er selskapets butikker og deres beliggenheter. Kid interiør og Hemtex er ledende på hjemmetekstil i Norge og Sverige (Hemtex, u.å.). Butikkene har god beliggenhet og Kid ASA har et overordnet fokus på at butikkene skal være lønnsomme. Derfor blir ulønnsomme butikker enten stengt, relokalisert eller pusset opp. Denne strategien har vært sentral for utvikling til Kid Interiør og brukes nå for å utvikle Hemtex. Det er dog ikke sjeldent at butikker ligge på lønnsomme lokasjoner, da konkurrenter som for eksempel Princess Gruppen stort sett er til stede på de samme lokasjonene som Kid Interiør. I Sverige er konkurrerende kjeder som H&M Home representert på de fleste lokasjonene hvor Hemtex-butikkene er lokalisert. Dette ansees også som imiterbar ressurs, som utnyttes av selskapet. I det store bildet er ikke dette en konkurransefordel, men sammenligner man de fysiske butikkenes lokasjoner, med mindre aktører vil dette være et konkurransefortrinn, men som en konsekvens av stordriftsfordeler.

7.3.2 Menneskelige ressurser

De menneskelige ressursene er vanskelig å gi en riktig vurdering av, da dette er sterkt tilknyttet bedriftskulturen og kompetansen innad i selskapet. Hvordan kulturen i selskapet utspiller seg i praksis er det vanskelig å vite ut fra offentlig informasjon, med mindre det har oppstått kritikkverdige situasjoner som har nådd ut til media. I en årsrapport løftes alltid de ansattes arbeid frem på en god måte, og slike påstander kan ansees som forutinntatt fra selskapet side. En tredjeparts evaluering som for eksempel *Great place to work* barometeret eller norsk kundebarometer fra Handelshøyskolen BI, kan si mer om de menneskelige

ressursene i selskapet. Norsk kundebarometer måler hvilke selskaper forbrukeren er mest tilfreds med og har høyest lojalitet til. Her scorer Kid ASA høyere enn konkurrenten Princess Gruppen (Handelshøyskolen BI, 2021). Dette tyder på at de ansatte har gjort en jobb som tilfredsstiller kunden. Mennesker er en ressurs som er vanskelig å kopiere og når man utnytter denne ressursen vil det ansees som et konkurransefortrinn.

7.3.3 Teknologiresurser

De teknologiresursene selskapet innehar i dag er blant annet de to digitale plattformene til Kid Interiør og Hemtex, robotisering av varelager gjennom selskapet Autostore. Flere selskaper innenfor motetekstil har tatt i bruk RFID-systemer, som er et sporingssystem for varer. Dette er for eksempel tatt i bruk av Inditex, selskapet som eier Zara og Zara Home. Dette har gitt Inditex bedre kostnadskontroll, og redusert kostnader knyttet til varelager (Inditex, 2014). Kid ASA har ingen slike systemer i dag, samtidig som deres digitale plattformer er helt gjennomsnittlig med andre konkurrenter i bransjen. Det jobbes derimot med en ny felles digitalplattform-løsning som vil gjøre den digitale samhandlingen mellom Kid Interiør og Hemtex enklere og mer effektiv. Per dags dato er teknologiresursene noe Kid ASA tjener penger på, men de er ingen konkurransefordel.

7.3.4 De finansielle ressursene

I det forrige kapitlet ble det gjennomført en omfattende regnskapsanalyse av Kid ASA. Den viser at Kid ASA har en likviditet som ligger litt under snitt, sett i forhold til lignende selskaper. Samtidig er Kid ASA svært lønnsomme som betyr at gjeldsgraden deres påvirker lønnsomheten positivt. En lønnsom drift er ikke alltid lett å kopiere da svært mange komponenter påvirker lønnsomheten i et selskap. Hadde det vært enkelt å kopiere lønnsomhet vill alle selskaper i en bransje vært like lønnsomme. Lønnsomheten anses derfor som et konkurransefortrinn. Lønnsomhet er derimot ikke umulig å kopiere, men vanskelig å kopiere, men ressurser er godt utnyttet av Kid ASA. Konkurransefortrinnet ansees derfor som midlertidig.

7.3.5 Immaterielle ressurser

Kid Interiører er en godt kjent merkevare i Norge og Hemtex er en velkjent merkevare i Sverige. En kjent merkevare betyr ikke nødvendigvis at selskapet har et godt omdømme. Kid ASA er dessverre ikke representert i noe omdømmebarometer, men i kundebarometeret kommer det frem at lojaliteten til kundene deres er den høyeste i bransjen. Et godt omdømme er med på å påvirke kundelojalitet og motsatt. Dette anses derfor som en verdifull ressurs, som er sjelden og vanskelig å kopiere. Et godt omdømme og en sterk merkevare er med på å skape en konkurransefordel.

Det at Kid ASA forsøker seg i det svenske markedet gjennom en velkjent svenske merkevare ansees som er stor fordel. Kid Interiør er en ukjent aktør i Sverige. Derfor ville det blitt en vanskelig og tidkrevende oppgave å bygge et omdømme og en merkevare på lik linje med Hemtex ASA. Oppkjøpet av Hemtex ansees derfor som en potensiell konkurransefordel for Kid ASA. Utviklingen til Hemtex vil vise om dette er og var en konkurransefordel.

TABELL 7.2: NORSK KUNDEBAROMETER INTERIØRBRANSJEN (HANDELSHØYSKOLEN BI, 2021)

		INTERIØR		
PLASS	SELSKAP	STJERNER	TILFREDSHET	LOJALITET
1	Kid	★★★★☆	76,1	85,2
2	Princess	★★★☆☆	73,5	82,9
3	Jysk	★★☆☆☆	65,9	76,3

En annen verdifull immateriell eiendel er Kid Interiør og Hemtex sine kundeklubber. Til sammen er det 2,1 millioner medlemmer i de to kundeklubbene fordel cirka 50/50 på Norge og Sverige. Dette kan bli en viktig og lønnsom ressurs i sammenheng med utviklingen av en ny digitalplattform. Data er blant de mest verdifulle eiendelene et selskap kan ha. Denne ressursen ansees derimot ikke som godt organisert eller utnyttet for øyeblikket, men har stort potensialet til å bli en konkurransefordel i fremtiden.

TABELL 7.3: VRIO-ANALYSE

Vrio-analyse					
Ressurser	Vedifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere	Utnyttet av virksomheten	Konkurransfordel
<i>Fysiske</i>	Ja	Nei	Nei	Ja	Nei
<i>Menneskelige</i>	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
<i>Teknologiske</i>	Ja	Nei	Nei	Ja	Nei
<i>Finansielle</i>	Ja	Nei	Nei	Ja	Ja
<i>Imaterielle</i>	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja

7.4 SWOT-analyse

I dette kapittelet har de eksterne og interne forholdene knyttet til Kid ASA blitt analysert og vil i denne delen oppsummeres i en SWOT-analyse. Rivaliseringen i bransjen er middels-høy, men bransjen går inn i spennende periode hvor nye inntrengere i bransjen, digitale plattformer og teknologi vil ha betydning for utviklingen i fremtiden. Forretningsmodellen er lønnsom, og det foreligger store muligheter for vekst gjennom Hemtex. SWOT-analysen gir en oppsummering av funnene i de eksterne analysene og den interne analysen.

TABELL 7.4: SWOT-ANALYSE

Interne faktorer	
Stryker	Svakheter
Lønnsom forretningsmodell	Investerer sent i teknologi
Hemtex kjent merkevare i Sverige	Likviditet litt under bransjesnitt
Egne merkevarer	
Nye eller nyoppussede butikker	
Omdømme	
Stor kundeklubb	
Eksterne faktorer	
Muligheter	Trusler
Økt bevissthet rundt bærekraft	Risiko for bratt fall i
Sterk kronekurs	varekonsumet
Fortsatt høyt varekonsum	Amazon
EU-taksonomien	Internasjonale tekstilselskaper
	EU-taksonomien
	«European Green Deal»
	Teknologiske utviklingen

8 Fremtidsprognose

I kapittelet om DCF-verdsettelse ble det klart at FCFF-metoden vil bli benyttet i verdsettelsen. Ved å bruke av denne metoden tas det ikke hensyn til gjeldsandelen. Gjeldsgraden vil derfor ikke ha noen betydning for verdsettelsen, som betyr at vi kan benytte samme avkastningskrav for hvert av de estimerte kontantstrømmene og for utregningen av nåverdien til terminalperioden (Bøhren et al., 2017, s. 349–357).

For å finne markedsverdien av Kid ASA sin egenkapital, må den fremtidige kontantstrømmen estimeres (forecast). En anbefalt lengde på forecast-perioden er 10-15 år, men jo lengere forecast-perioden er desto vanskeligere blir det å estimere de ulike postene. En fem til syv års forecast-periode vil isteden tvinge analytikeren til å fokusere på selskapets langsiktige strategi istedenfor å bli alt for opphengt i for mange detaljer (Koller & Goedhart, 2015, s. 270). Når en modell blir mer kompleks, øker også antall inputs til modellen, som øker faren for å gjøre feil (Damodaran, 2012, s. 4). Med bakgrunn i dette er det benyttet fem år i forecast-perioden inkludert terminalperioden. Dette vil gi tilstrekkelig med tid til å estimere integreringen av og utviklingen av Hemtex.

8.1 Estimer

I denne delen vil det bli gjort rede for bakgrunnen til de valgte estimatene i forecast-perioden.

8.1.1 Inntekter

Veksten i inntekter for 2021 er satt til 4 %, da selskapet selv guider med en vekst i inntekter på 3 % – 4 %. Grunnen til at denne guidede veksten kan forsvarer at veksten forventes å bli redusert da samfunnet i større grad åpner i opp i 2. kvartal 2021. Dette betyr at tjenestekonsumet vil øke, som igjen vil gå utover varekonsumet. Boligtekstil-markedet i Norge har hatt en CAGR de siste ti årene på 2,6 %. Kid forventes å vokse over 2,6 % i Norge og i tillegg skal det åpnes flere Hemtex butikker Sverige i løpet av 2021.

Videre trappes veksten gradvis ned for å skape en glidende overgang til terminalperioden, hvor veksten vil være lavere. Veksten i terminalperioden vil forklares ytterligere senere i kapittelet. Hovedprioriteten til Kid ASA er ikke å åpne flest mulig butikker i Sverige, men å forbedre lønnsomheten, som også er en grunn til den moderate veksten i inntektene i forecast-perioden.

8.1.2 Gross profitt

Gross profitt marginene (bruttomarginen) har svært liten endring i løpet av de analyserte regnskapsårene. Denne marginen ligger jevnt over rundt 60,5% og er forventet å fortsatt være på samme nivå i tiden fremover. I forecast-perioden er denne marginen satt til 61 %. Når Hemtex i større grad integrerer samme varesortimentet som Kid interiør, kan varekostnaden muligens reduseres på grunn av et høyere volum av et mindre utvalg varer.

8.1.3 Operating expense, EBITDA Margin og EBIT-margin

Kid ASA begynte i 2019 å investere i et nytt lagersystem som heter Autostore. Det er bestemt at de skal fortsette å investere i dette lagersystemet. Det er derfor forventet at de operasjonelle kostnadene vil reduseres som følge av synkende lager- og lønnskostnader knyttet til lager.

EBITDA-marginene til Hemtex var i 2020 på 23 % sammenlignet med Kid Interiør sin EBITDA-margin på 30 %. Det å forbedre lønnsomheten i driften til Hemtex er hovedfokuset i strategien for Hemtex de kommende årene. Av den grunn forventes det at de operasjonelle kostnadene reduseres slik at EBITDA-marginen for Kid ASA øker. Derfor er EBITDA- marginen satt til 28 % i 2021, som er en økning på 0,5 % fra 2020. Videre forventes marginen å øke til 29 % i 2023 for så å trappes ned mot terminalperioden i 2025.

Avskrivningene forventes å øke gradvis i takt med åpning av nye butikker, og vil utgjøre 11,5 % i 2021, for deretter å øke til 12 % i resten av forecast-perioden. Det forventes at antall butikker skal øke til 300, i tiden fremover. Dette vil føre til en økning i leasingavtaler og dermed høyere avskrivninger.

8.1.4 Skattesats

Skattesatsen som benyttes i forecast-perioden tar hensyn til alle fire landene Kid ASA opererer i. Skattesatsen for Norge, Sverige, Finland og Estland er vektet ut ifra hvor stor del av inntektene som kommer fra de ulike landene. Skattesatsen som skal benyttes i forecast-perioden blir dermed 21,45 %.

TABELL 8.1: SKATT TIL FORECAST-PERIODEN

Kid				
Tax forecast-period				
	Inntekter		Taxrate	vektet tax
Norway	1 862 845	62,21 %	22,00 %	13,69 %
Sweden	1 045 016	34,90 %	20,60 %	7,19 %
Finland	54 502	1,82 %	20,00 %	0,36 %
Estonia	32 295	1,08 %	20,00 %	0,22 %
Totalt	2 994 658			21,45 %

8.1.5 NOPAT og FCFF

Økningen i EBITDA- og EBIT-margin, vil også føre til en bedring i NOPAT. NOPAT marginene er forventet å øke til 13 % og vil ligge på rundt dette nivået frem til terminalperioden.

Investeringene sett i forhold til inntekter er satt til å øke i 2021, siden flere åpninger og oppussing av butikker har blitt satt på vent i løpet av 2020. I dag har Kid ASA 278 butikker, så en økning til 300 butikker vil bety en ytterligere 22 butikker skal åpnes i tillegg til oppussing og relokalisering av eldre butikker. Derfor antas investeringsraten å utgjøre 12 % av inntektene som er en betydelig økning fra 2020 nivået på 9,7 %. Denne økningen kommer av de utsatte investeringene i 2020 som skal gjennomføres i 2021. Etter 2021 vil investeringsraten modifiseres til 10 % ut forecast-perioden.

For å estimere arbeidskapitalen er det benyttet en kombinasjon av to ulike metoder. Tidligere i oppgaven ble selskapets likviditetssyklus (liquidity cycle) beregnet. Denne metoden å bryte ned de deler av arbeidskapitalen viser enkelt

hvor mange dager kapitalen er bundet opp og hvordan kundefordringer, leverandørgjeld og varelagringstiden påvirker arbeidskapitalen og likviditeten. Den største driveren for arbeidskapitalen er varelagringstiden.

Lagringstiden på varene i Kid ASA forventes å bli redusert da selskapet investerer i Autostore-systemet som i større grad vi automatisere lagrene, å gjøre lagerdriften mer effektiv. Lagringstiden på varene forventes i forecast-perioden å reduseres fra 156,4 dager i 2020 til 150 dager i 2024. Kundefordringer forventes å ha samme reduksjon som fra 2019 – 2020. Vi kan dermed omtrentlig regne ut de fremtidig kortsiktige operasjonelle eiendelene minus leverandørgjelden. (Borad, 2014).

I Kid ASA er det andre poster enn leverandørgjeld, som i større grad påvirker arbeidskapitalen. Dette er poster som betalbare offentlige avgifter (Public duties payable), betalbar skatt (tax payable), og annen kortsiktig gjeld. Disse kan vi ikke bruke likviditetssyklus-metoden til å estimere, men det er nødvendig å estimere disse postene siden de utgjør en større del av kortsiktig gjeld enn leverandørgjelden. Offentlige avgifter og betalbar skatt henger sammen med inntekter og derfor estimeres disse ved å bruke gjennomsnittet av den prosentvise andelen disse postene utgjør av inntekten i den analyserte perioden. (Damodaran, 2012, s. 266). For annen kortsiktig gjeld tas det utgangspunkt i den prosentvise andelen annen kortsiktig gjeld utgjør av inntekter i 2020, da endringen i den kortsiktige gjelden ikke kan forklares gjennom den historiske endringen i annen kortsiktig gjeld (Damodaran, 2012, s. 266). I 2020 utgjør annen kortsiktig gjeld 2,62 % av inntektene og denne prosenten er forventet å gå ned da det er rimelig å anta at noe av denne gjelden vil reduseres siden den er knyttet til finansiering av hendelser relatert til COVID-19. Derfor justeres denne prosenten til 2,5 % i forecast-perioden.

De estimerte verdiene av betalbare offentlige avgifter, betalbar skatt, og annen kortsiktige gjeld trekkes fra den estimerte verdien av operasjonelle kortsiktige eiendeler minus leverandørgjeld, som blir verdien av arbeidskapital i de estimerte årene. Den årlige endringen i den estimerte arbeidskapitalen benyttes i forecast-perioden.

TABELL 8.2: ESTIMERING AV ARBEIDSKAPITAL

Kid												
Forecast Working Capital	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	average 2015-2020
Current operating assets							516 095	530 712	539 534	545 746	614 804	
Public duties payable	69 634	80 729	104 674	111 812	154 233	167 402	204 859	212 029	218 390	223 850	226 088	
<i>In % of Revenue</i>	5,9 %	6,2 %	7,6 %	7,6 %	6,6 %	5,6 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %	6,57 %
Tax payables	21 739	40 849	40 415	46 216	51 239	87 011	83 846	86 780	89 384	91 618	92 534	
<i>In % of Revenue</i>	1,83 %	3,15 %	2,92 %	3,15 %	2,19 %	2,90 %	2,69 %	2,69 %	2,69 %	2,69 %	2,69 %	2,69 %
Other short term liabilities	59 740	61 502	58 139	57 388	160 511	78 364	77 905	80 632	83 051	85 127	85 978	
<i>% of revenue</i>	5,02 %	4,75 %	4,21 %	3,91 %	6,85 %	2,62 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	
Working capital	42 884	27 446	85 614	27 860	22 899	108 174	149 484,7	151 270,5	148 709,5	145 150,6	210 202,5	
Change in working capital	0	15 438	-58 168	57 754	4 961	-85 275 -	41 310,7 -	1 785,8	2 561,0	3 558,9 -	65 051,9	

8.1.6 Terminperioden

I kapittelet om utregning av terminalverdien nevnes typiske fallgruver i verdsettelse, som for eksempel å estimere for høy lønnsomhet i terminalperioden. Hvilken lønnsomhet som estimeres i denne perioden er svært kritisk da disse verdiene fremskrives i all evighet (Kaldestad, 2017). Selv om selskapet leverer god lønnsomhet nå, bør man være forsiktig med å forutsette dette i evig tid. I tillegg er den langsiktige veksten av stor betydning for terminalverdien. Denne veksten bør være lavere enn nominell vekst i BNP. Et annet viktig punkt er at investeringene må være høyere enn avskrivningene i terminalperioden ellers vil balansen gå mot null. Verdien av terminalperioden utgjør den største delen av Enterprise value, derfor er forutsetningene for denne perioden svært avgjørende for resultatet av verdsettelsen. (Kaldestad, 2017)

Finansdepartementet fastslår i sin perspektivmelding for 2021 at den forventede årlige veksten i fastlands BNP per innbygger er 1,1 % årlig fra 2020 til 2060 (Finansdepartementet, 2021). Derfor er veksten i terminalverdien satt til 1 %. Lønnsomheten i terminalperioden reduseres i forhold til forecast-perioden. Gross-Profit margin reduseres til 55 % fra 61%. Da det er forventet at økonomien i lavkostnadsland vill vokse og dermed øke velstanden og produksjonskostnadene i landene. Operasjonelle kostnader er justert til å reduseres da vi går mot automatisering og robotisering som vil redusere behovet for antall ansatte og gi synkende lønnskostnader. Derav reduseres EBITDA-marginen fra det høyeste nivå på 29 % til 25 %. Avskrivningene i forhold til inntekter vil reduseres fra 12

% til 9 % da selskapet i større grad vil ha avskrevet sine eiendeler. Skattesatsen settes fortsatt lik 21,5 % i terminalperioden. Investeringsraten i forhold til inntekter er fortsatt den samme som tidligere i forecast-perioden, da butikker må pusses opp og systemer må vedlikeholdes på lik linje som tidligere. Arbeidskapitalen bør være negativ slik at det ikke regnes med en frigjørelse av kapital vært år i all overskuelig fremtid.

8.1.7 Estimert FCFF:

TABELL 8.1: TERMINAPERIODEN OG FORECAST-PERIODE

Kid							1	2	3	4	5
FCFF	Historical periode						Forecasted periode				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	E2021	E2022	E2023	E2024	Terminalperiod E2025
In NOK 1000											
Revenue	1 189 727	1 295 536	1 382 342	1 467 065	2 344 262	2 996 351	3 116 205	3 225 272	3 322 030	3 405 081	3 439 132
Growth		8,9 %	6,7 %	6,1 %	59,8 %	27,8 %	4 %	4 %	3 %	2,50 %	1 %
Cost of goods sold	492 005	515 299	547 627	573 230	925 666	1 128 690	1 215 320	1 257 856	1 295 592	1 327 982	1 547 609
Gross Profit	697 722	780 237	834 715	893 835	1 418 596	1 867 661	1 900 885	1 967 416	2 026 439	2 077 099	1 891 523
Gross profit	59 %	60,2 %	60,4 %	60,9 %	60,5 %	62,3 %	61 %	61 %	61 %	61 %	55 %
Operating expenses	400 466	410 753	432 921	445 459	851 647	1 044 092	1 028 348	1 048 213	1 063 050	1 123 677	1 031 740
in % of sales	34 %	32 %	31 %	30 %	36 %	35 %	33 %	33 %	32 %	33 %	30 %
EBITDA	297 256	369 484	401 794	448 376	566 949	823 569	872 537	919 203	963 389	953 423	859 783
EBITDA-margin	25 %	28,5 %	29,1 %	30,6 %	24,2 %	27,5 %	28 %	29 %	29 %	28 %	25 %
Depreciation	235 639	225 444	223 576	248 184	264 974	340 840	358 364	387 033	398 644	408 610	309 522
in % of revenue	20 %	17,4 %	16,2 %	16,9 %	11,3 %	11,4 %	11,5 %	12,0 %	12 %	12 %	9 %
EBIT	61 617	144 040	178 218	200 192	301 975	482 729	514 174	532 170	564 745	544 813	550 261
EBIT-margin	5 %	11,1 %	12,9 %	13,6 %	12,9 %	16,1 %	17 %	17 %	17 %	16 %	16 %
Tax	1 437	22 958	27 427	31 587	53 082	98 196	110 547	114 417	121 420	117 135	118 306
Effective taxrate	2 %	16 %	15 %	16 %	18 %	20 %	21,50 %	21,50 %	21,50 %	21,50 %	21,50 %
NOPAT	60 180	121 081	150 791	168 606	248 893	384 533	403 626	417 753	443 325	427 678	431 955
NOPAT-margin	5 %	9,3 %	10,9 %	11,5 %	10,6 %	12,8 %	13,0 %	13,0 %	13,3 %	12,6 %	12,6 %
Depreciation	235 639	225 444	223 576	248 184	264 974	340 840	358 364	387 033	398 644	408 610	309 522
-Investment	251 830	183 059	202 301	313 068	538 033	290 289	373 945	322 527	332 203	340 508	343 913
in % of revenue	21 %	14,1 %	14,6 %	21,3 %	23,0 %	9,7 %	12 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Change in working capital		15 438	-58 168	57 754	4 961	-85 275	41 311	-1 786	2 561	3 559	65 052
FCFF		148 028	230 234	45 968	-29 127	520 359	429 356	484 045	507 205	492 221	462 616

9 Verdsettelse

9.1 Discounted cash flow (DCF)

I tabellen vises neddiskontert FCFF (PV FCFF) i blått felt. Avkastningskravet som er brukt er 6,08 % og veksten i terminalperioden er satt til 1 %. Nåverdien av den fremtidige konstantrømmen er 1 992 869 TNOK og verdien av terminalperioden er 6 846 404 TNOK. Nåverdien av terminalverdien er 5 096 661 TNOK som gir Enterprise value (EV) på 7 089 530 TNOK. Her kommer det tydelig frem hvor viktige estimatene for terminalperioden er når terminalverdien utgjør opp mot 72 % av EV.

Deretter trekkes rentebærende gjeld fra EV for å finne markedsverdien av Kid ASA sin egenkapital. Markedsverdien av egenkapitalen deles så på antall utestående aksjer og verdi estimert per aksje 136,5 NOK. Prisen på Kid ASA aksjen på verdsettelsesdatoen 01.01.2021 er 93,40 NOK, som indikerer en mulig avkastning på 46 %.

TABELL 9.1: DCF – MODELL

Kid							1	2	3	4	5
FCFF	Historical periode						Forecasted periode				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
In NOK 1000											
Revenue	1 189 727	1 295 536	1 382 342	1 467 065	2 344 262	2 996 351	3 116 205	3 225 272	3 322 030	3 405 081	3 439 132
Growth		8,9 %	6,7 %	6,1 %	59,8 %	27,8 %		4 %	3 %	2,50 %	1 %
Cost of goods sold	492 005	515 299	547 627	573 230	925 666	1 128 690	1 215 320	1 257 856	1 295 592	1 327 982	1 547 609
Gross Profit	697 722	780 237	834 715	893 835	1 418 596	1 867 661	1 900 885	1 967 416	2 026 439	2 077 099	1 891 523
Gross profit		59 %	60,2 %	60,4 %	60,9 %	60,5 %		61 %	61 %	61 %	55 %
Operating expenses	400 466	410 753	432 921	445 459	851 647	1 044 092	1 028 348	1 048 213	1 063 050	1 123 677	1 031 740
in % of sales		34 %	32 %	31 %	30 %	36 %		33 %	32 %	33 %	30 %
EBITDA	297 256	369 484	401 794	448 376	566 949	823 569	872 537	919 203	963 389	953 423	859 783
EBITDA-margin		25 %	28,5 %	29,1 %	30,6 %	24,2 %		28 %	29 %	28 %	25 %
Depreciation	235 639	225 444	223 576	248 184	264 974	340 840	358 364	387 033	398 644	408 610	309 522
in % of revenue		20 %	17,4 %	16,2 %	16,9 %	11,3 %		11,5 %	12,0 %	12 %	9 %
EBIT	61 617	144 040	178 218	200 192	301 975	482 729	514 174	532 170	564 745	544 813	550 261
EBIT-margin		5 %	11,1 %	12,9 %	13,6 %	12,9 %		17 %	17 %	16 %	16 %
Tax	1 437	22 958	27 427	31 587	53 082	98 196	110 547	114 417	121 420	117 135	118 306
Effective taxrate		2 %	16 %	15 %	16 %	18 %		21,50 %	21,50 %	21,50 %	21,50 %
NOPAT	60 180	121 081	150 791	168 606	248 893	384 533	403 626	417 753	443 325	427 678	431 955
NOPAT-margin		5 %	9,3 %	10,9 %	11,5 %	10,6 %		13,0 %	13,3 %	12,6 %	12,6 %
Depreciation	235 639	225 444	223 576	248 184	264 974	340 840	358 364	387 033	398 644	408 610	309 522
-Investment	251 830	183 059	202 301	313 068	538 033	290 289	373 945	322 527	332 203	340 508	343 913
in % of revenue		21 %	14,1 %	14,6 %	21,3 %	23,0 %		12 %	10 %	10 %	10 %
Change in working capital		15 438	-58 168	57 754	4 961	-85 275	-41 311	-1 786	2 561	3 559	65 052
FCFF	148 028	230 234	45 968	-29 127	520 359	429 356	484 045	507 205	492 221	462 616	
PV FCFF							404 746	430 145	424 891	388 704	344 384
Prestent value (Forecast period)	1 992 869	Wacc		6,08 %							
Terminal value	6 846 404	Growth rate		1 %							
Present value of Termin period	5 096 661										
Enterrpise value	7 089 530										
Interest bearing debt	1 539 904										
Estimated marketvalue Equity	5 549 626										
Number of shares	40 645,16										
Fair price per share	136,5										
Current share price	93,4										
Potensial profit	46 %										

9.2 Multipelverdsettelse

Multipelverdsettelsen gjøres som nevnt tidligere ved bruke multiplene P/E og EV/EBIDA. Den gjennomsnittlige verdien av multiplene er funnet ved å se på de tre børsnoterte retail-selskapene, XXL ASA, Europris ASA og Clas Ohlson AB. Grunnen til at det kun er tre selskaper er at det er få børsnoterte retail-selskaper som ligner på Kid ASA. Selskaper som Hennes & Mauritz AB og Orkla ASA er utelatt, da Hennes & Mauritz AB har en PE på over 280 på grunn av lav inntjening. Orkla ASA blir for ulikt Kid ASA, da de i hovedsak selger husholdningsvarer som mat og rengjøringsmidler. Den gjennomsnittlige verdien

av PE blant de tre utvalgte retail-selskapene er 13,14 og gjennomsnittlig EV/EBITDA er 9,84. Dette tilsier en prising av Kid ASA på 113,11 NOK og 161.43 NOK per aksje. Den gjennomsnittlige verdien av disse blir 137, 27 NOK per aksje.

Denne verdien er nesten identisk med resultatet fra DCF-verdsettelsen. Det bør derfor nevnes at multiplverdssettelse forutsetter at selskapene er komparative og likner hverandre når det kommer til størrelse, vekst og lønnsomhet. Det er stor forskjell i lønnsomhet mellom selskapene og i tillegg operer de innenfor forskjellige bransjer. Europris og Clas Ohlson er typiske multiretailere og XXL er en sportskjede. Dette er svekker validiteten til inputene brukt i multiplverdssettelsen. Derimot er variasjonen mellom multiplene selskapene imellom relativt lave. Samtidig er det fortsatt stor forskjell i prisingen mellom de ulike multiplene. Ved bruk selskapenes gjennomsnittlige EV/EBITDA prises Kid ASA til en høyere 136,5 NOK, og P/E-gjennomsnittet gir en verdi under 136,5 NOK. Det som er interessant er at begge prisene indikerer at Kid ASA er underpriset på verdsettelsestidspunktet.

MULTIPLVERDSETTELSE KID ASA

Kid			
Multiple valuation			
	P/E	EV/EBITDA	Average
Factor - Average	13,14	9,84	
Verdi	349 950,52	823 569,00	
Equity value	4 597 183	8 101 174	
Interest bearing debt		1 539 904	
Number of shares	40 645,16	40 645,16	
Shareprice	113,11	161,43	137,27

10 Usikkerhet

Ved en utforming av en DCF-verdsettelse bør det også utføres en sensitivitetsanalyse for å undersøke hvor sensitivt verdsettelsens resultat er for endringer i de viktigste inputene.

10.1 Markedets risikopremie – MRP

I kapittelet om egenkapitalens avkastningskrav gjøres det en beslutning om å sette MRP lik 7 % og dermed justere for den økte usikkerhet knyttet til markedssituasjonen direkte i MRP. MRP er en viktig komponent i utregningen av egenkapitalens avkastningskrav som igjen påvirker utregningen av WACC. WACC er helt sentral for neddiskonteringen til estimert pris per aksje.

TABELL 10.1: SENSITIVITETSANALYSE AV MRP OG BETA SIN PÅVIRKNING PÅ WACC:

		Sensitivity of WACC						
		Beta						
		0,75	0,80	0,85	0,91	0,95	1,05	1,10
MRP	5,0 %	4,21 %	4,38 %	4,56 %	4,78 %	4,92 %	5,27 %	5,45 %
	5,5 %	4,47 %	4,67 %	4,86 %	5,11 %	5,25 %	5,65 %	5,84 %
	6,0 %	4,74 %	4,95 %	5,17 %	5,43 %	5,59 %	6,02 %	6,23 %
	6,5 %	5,01 %	5,24 %	5,47 %	5,76 %	5,93 %	6,39 %	6,62 %
	7,0 %	5,27 %	5,52 %	5,77 %	6,08 %	6,27 %	6,77 %	7,02 %
	7,5 %	5,54 %	5,81 %	6,07 %	6,40 %	6,61 %	7,14 %	7,41 %
	8,0 %	5,81 %	6,08 %	6,35 %	6,68 %	6,89 %	7,44 %	7,71 %
	8,5 %	6,07 %	6,37 %	6,68 %	7,05 %	7,28 %	7,89 %	8,19 %

Det er derfor utført en sensitivitetsanalyse av WACC og hvilken konsekvens endring i beta eller MRP har for WACC. Reduseres MRP med 0,5 % og beta fortsatt lik 0,91 vil WACC reduseres til 5,76 %. Reduseres MRP med 1 % til 6 % reduseres WACC til 5,43 %. For å finne ut hvilken konsekvens endringen i WACC har for estimert pris per aksje, er det utført en sensitivitetsanalyse av WACC og veksten i terminalperioden. Reduseres MRP til 6,5 % vil aksjen få en estimert pris i underkant av 156,7 NOK. Reduseres MRP til 6 % vil den estimerte prisen ligge over 156,7 NOK.

SENSITIVITETSANALYSE AV WACC OG VEKST I TERMINALPERIODEN, SIN PÅVIRKNING PÅ AKSJEKURSEN:

Sensitivity analysis (Share price)							
Wacc							
	5 %	5,60 %	6,08 %	6,40 %	6,60 %	7,00 %	
Growth rate	-3 %	88,8	81,9	74,6	70,2	67,6	62,7
	-2 %	101,7	93,3	84,3	79,0	75,9	70,2
	-1 %	118,7	108,0	96,8	90,3	86,4	79,5
	1 %	177,2	156,7	136,5	125,2	118,8	107,3
	2 %	233,8	201,4	171,0	154,6	145,5	129,6
	4 %	630,0	457,9	339,1	286,6	260,4	218,7

Et siste moment som bør poengteres hvor sensitiv den estimerte aksjeprisen er for endringer i vekstraten i terminalperioden (Growth rate i sensitivitetsanalysen). I verdsettelse brukes det ofte 2 % som vekstrate med tanke på inflasjon, men det er i denne oppgaven tatt hensyn til årlig vekst i fastlands BNP på 1,1 %, og at veksten bør ligge under årlig vekst i BNP i terminalperioden. Konsekvensen av å ha en vekst i terminalperioden på 2 % ville vært en økning i estimert pris per aksje til 171 NOK, som tilsvarer en forskjell på 43,5 NOK.

11 Drøfting av resultat

Formålet med denne verdsettelsesoppgaven har vært å finne en rettferdig pris på en aksje i Kid ASA. Gjennom å utforme en DCF-modell har den rettferdige prisen per aksje blitt estimert til 136,5 NOK. En aksje i Kid ASA koster den 01.01 2021 93,40 NOK, som dermed tilsvarer en mulig avkastning på 46 %.

Multipelverdsettelsen ga en estimert pris på 137 NOK per aksje, som betyr at begge verdsettelsesmetodene antyder at Kid ASA er underpriset ved verdsettelsestidspunktet

DCF-verdsettelsen er en mer grundig fundamental analyse av selskapet og tar hensyn til den økonomiske situasjonen i selskapet, strategi og lønnsomhet. En multipelverdsettelse er basert på hvordan markedet priser lignende selskaper. Den tar derfor lite hensyn til selskapets strategi, pipeline og forretningside. Det legges derfor i større grad vekt på den fundamentale verdsettelsen gjennom DCF-

modellen, imens multippelverdsettelsen i større grad får en kontrollerende funksjon.

Argumentasjonen for at dette er en riktig pris, er at Kid ASA har et stort potensial til å forbedre lønnsomheten i Hemtex. Hemtex er en kjent merkevare i Sverige, men har hatt utfordringer med lønnsomheten. Kid ASA gikk gjennom en restrukturering etter finanskrisen, som nå viser seg å ha vært svært vellykket. De har fått kostnadskontroll og har en økende avkastning på sin investerte kapital. Dette gir Kid ASA gode forutsetninger for å lykkes med Hemtex i Sverige.

Analysen som er gjennomført kan ansees som en ekstern analyse da verdsettelsen kun er basert på offentlig informasjon. Dette medfører også at det er flere forhold man ikke har informasjon om, som for eksempel hva posten andre driftskostnader utgjør, selskapets rentesatser, større investeringer eller andre oppkjøpsplaner. Majoriteten av informasjon knyttet til selve selskapet er hentet fra årsrapporter eller kvartalsrapporter. Dette er selskapets mulighet til å skryte av hva de har fått til og hvilke prosjekter de jobber med. Om det skulle være utfordringer knyttet til utviklingen i Hemtex vil dette være vanskelig å få tak på, om det ikke kommer frem gjennom tallene i regnskapet eller utdypes andre steder i rapportene.

Sensitivitetsanalysen viser hvor stor påvirkning antagelser og forutsetninger har for den estimerte verdien. Det er ingen fasit på hva markedets risikopremie bør være i dag og dette er som nevnt tidligere et omdiskutert tema. Det at det er forutsatt en markedets risikopremie på 7 % har store konsekvenser for analysen. En MRP på 7 % kontra 5 % har dog en negativ effekt på estimert pris. Denne forutsetningen fører derfor ikke til at aksjen eventuelt overprises ytterligere. Konsekvensene av disse forutsetningene viser hvor stor påvirkning analytikerens markedsoppfatning har for analysens utfall.

Når det gjennomføres en fundamental verdsettelse er det lett å gå i fellen og tenke at jo mer kvantitativ analysen er, desto bedre er den. For høy kompleksitet i en analyse kan føre til at analysen blir som «Black Box» hvor analytikeren putter inn tall i et regneark og ut i et annet regneark kommer verdsettelsen. Det er viktig med parisens når man gjennomfører en verdsettelse, som betyr at man ikke skal bruke

flere inputs enn det som er nødvendig for å verdsette et selskap. Sannsynligheten for feil øker i takt med antall inputs. Det er til syvende og sist analytikerens som verdsetter selskapet og ikke modellen. Dette er vanskelig i en verden hvor problemet ikke er mangel på informasjon, men heller utfordringen ved å velge riktig informasjon. Faren for at det er brukt feil informasjon eller at deler i verdsettelsen er overanalyserte kan derfor være et tilfelle også i denne oppgaven.

12 Kritikk

I dette kapittelet vil ulike svakheter ved analysen trekkes frem.

Kapitalverdimodellen brukes i denne oppgaven for å beregne WACC.

Kapitalverdimodellen er kritisert for å ikke holde i virkelighet, da den bygger på strenge forutsetninger som at det ikke er noen transaksjons- eller skattekostnader, alle investorer er risikoavers og perfekte kapitalmarkeder. Det er dog viktig å nevne at dette er den mest brukte metoden for å estimere avkastningskrav.

I DCF-modellen må det estimeres en fremtidig kontantstrøm. Det er vanskelig å forutsi fremtiden og derfor tas det utgangspunkt i historien for å forstå fremtiden. Noe som ikke nødvendigvis vil gi riktige estimater. I tillegg vil den fremtidige kontantstrømmen være preget av analytikerens egen markedsoppfatning og tro på selskapet.

Forutsetninger gjort om markedets risikopremie og risikofri rente er avgjørende for WACC. I denne oppgaven er det benyttet en normalisert risikofri rente og et påslag på markedets risikopremie. Det kan argumenteres for at kun en av disse skulle vært justert i forhold til dagens situasjon. En økning i markedets risikopremie ville justert for periodens lave risikofrie rente, og en normalisert risikofri rente ville justert for en lav markedsrisikopremie. Denne forutsetningen kan ha ført til et for høyt avkastningskrav på egenkapitalen og gitt en for høy WACC. Konsekvensen av at disse forutsetningene er feil, ville ført til en høyere estimert verdi av aksjen.

Verdsettelsestidspunktet ble satt til 01.01.2021 da ny informasjon om selskapet kom kontinuerlig og tidsbruk til innhenting av informasjon måtte begrenses. Dette

betyr at Kid ASA sine Q1 tall for 2021 ikke er inkludert i verdsettelsen, noe som gjør den mindre tidsaktuell. Ved inkludering av Q1 tall, ville verdsettelsen blitt mer tidsaktuell og prognosetallene for 2021 kunne blitt mer korrekt.

En analyse kan alltid bli større eller mer kompleks. Det er alltid faktorer eller estimerer som kunne vært nøyer analysert. For eksempel handler Kid ASA alle sine varer i dollar, og dollarkursen har derfor en påvirkning på varekostnaden. Dette er ikke hensyntatt i oppgaven. I tillegg er tallene som er brukt til å sammenligne konkurrentene hentet fra Proff Forvalt. Dette betyr at konkurrentenes regnskapstall ikke er reformulert slik som Kid ASA, som gjør sammenligningsgrunnlaget dårligere. Skulle det være gjort en fullverdig konkurrentanalyse burde konkurrentenes resultatregnskap og balanser blitt reformulert. Dette er ikke gjennomført av hensyn til tidsbruk.

Multipelverdsettelsen har begrenset validitet sammenlignet med DCF-verdsettelsen. Det er ikke tatt hensyn til de ulike underbransjene retailselskapene opererer i. Multipelverdsettelsen tar heller ikke hensyn til om hele bransjen er over eller underpriset. Er dette tilfelle vil det være vanskelig å si noe om estimert pris per aksje i Kid ASA. Det at multipelverdsettelsen estimerer omtrent helt lik verdi som DCF-verdsettelsen ansees å være mer en tilfeldighet enn at dette er et godt argument for at prisen er riktig. De to ulike multiplene brukt i verdsettelsen gir to relativt ulike estimerte priser. Samtidig er begge prisen over markedsprisen på verdsettelsestidspunktet, underbygger påstanden om at aksjen er underpriset.

13 Konklusjon

Hensikten med denne oppgaven har vært å besvare følgende problemstilling

«Hva er en aksje i Kid ASA verdt den 01.01.21 og hva bør en fiktiv investor gjøre i denne situasjonen for å oppnå størst mulig avkastning?»

Ved å gjennomføre en DCF-verdsettelse, hvor estimer er basert på regnskapsanalyse, interne- og eksternanalyser, har egenkapitalen til Kid ASA blitt estimert til en verdi på 5 549 626 TNOK. Dette tilsvarer en estimert pris per aksje på 136,5 NOK den 01.01.21. DCF-verdsettelsen tilsier at Kid ASA er underpriset, med støtte fra multippel verdsettelse. På bakgrunn av det vil jeg anbefale en investor om å kjøpe aksjer i Kid ASA.

14 Referanseliste

- Andersen, T. Ø., & Weltz, M. S. (2009, mai 7). Kid-eier kan tape 675 mill. *E24*.
<https://e24.no/i/Jop6J8>
- AutoStore*. (u.å.). AutoStore. Hentet 26. mai 2021, fra
<https://autostoresystem.com/>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (Eleventh edition.). McGraw-Hill.
- Borad, S. B. (2014, mai 15). *Working Capital Estimation – Operating Cycle Method*. EFinanceManagement. <https://efinancemanagement.com/working-capital-financing/working-capital-estimation-operating-cycle-method>
- Bøhren, Ø., Michalsen, D., & Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og praksis*. Fagbokforl.
[https://www.nb.no/search?q=oaiid:"oai:nb.bibsys.no:999919885291502202"&mediatype=bøker](https://www.nb.no/search?q=oaiid:)
- Da Kjersti Hobøl overtok. (2015, november 19). *Kapital*, 80.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
- Damodaran, A. (2020, januar). *Ratings and Coverage Ratios*.
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm
- Deloitte. (2019). *IFRS 16 | Financial Advisory | Deloitte* (s. 12). Deloitte.
<https://www2.deloitte.com/za/en/pages/finance/articles/ifrs-16.html>
- Enrico, D. (2014). *Workers' conditions in the textile and clothing sector: Just an Asian affair?* (s. 10). EU.
- Fastbø, K., & Gran, H. (2020). Lavere markedsrisikopremie i Norge enn i Sverige. *I, I*, 14–16.

- Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union. (2018, mars 8). *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth* [Text]. European Commission - European Commission. https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-renewed-strategy_en
- Finansdepartementet. (2021, februar 12). *Meld. St. 14 (2020–2021)* [Stortingsmelding]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-14-20202021/id2834218/>
- Fjeldstad, Ø. D., & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2. utg). Fagbokforl.
- Fredriksen, K. (2021, april 14). *Norsk, svensk og dansk økonomi gjennom koronaåret 2020*. ssb.no. <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/norsk-svensk-og-dansk-okonomi-gjennom-koronaaret-2020>
- Gomez, O. D. C. (2020, oktober 2). *Strategy for textiles* [Text]. Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs - European Commission. https://ec.europa.eu/growth/industry/sustainability/textiles_en
- Grønmo, S. (2016). *Samfunnsvitenskapelige metoder* (2. utg.). Fagbokforl. [https://www.nb.no/search?q=oaiid:"oai:nb.bibsys.no:999919818099702202"&mediatype=bøker](https://www.nb.no/search?q=oaiid:)
- Handelshøyskolen BI. (2021). *Norsk kundebarometer 2021*. Handelshøyskolen BI. <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2021/>
- Haugen, A. (2019, mai 14). Kid kjøper svensk interiørkjede av Ica Gruppen. *E24*. <https://e24.no/i/y3x9E2>
- Hemtex. (u.å.). *Info | Hemtex | Inredning & hemtextil online*. Hemtex. Hentet 29. mai 2021, fra <https://www.hemtex.se/info/>
- IFRS Foundation. (u.å.). *IFRS - IAS 17 Leases*. Hentet 30. mai 2021, fra <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-17-leases/>

- Inditex. (2014). *Article—Inditex.com*.
<https://www.inditex.com/article?articleId=150174&title=Inditex+deploys+RFID+technology+in+its+stores>
- IUM. (2019). *Retail Buying Study 2019*. Statista.
<https://www.statista.com/study/67576/study-on-the-retail-scene-in-the-nordics/>
- Jacobsen, D. I. (2019). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: Innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Cappelen Damm akademisk.
- Kaldestad, Y. (2017). Typiske fallgruver i verdsettelse. *2017*, 3, 20–27.
- Kid ASA. (2016). *KID ASA - Annual report 2015* (Årsrapport Nr. 1; s. 86).
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/KIDASAAAnnualreport2015/>
- Kid ASA. (2017). *Kid ASA - Annual report 2016* (Årsrapport Nr. 1; s. 100).
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/kid-asa-annual-report-2016/>
- Kid ASA. (2018). *Kid ASA - Annual Report 2017* (s. 96) [Årsrapport].
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/kid-asa-annual-report-2017/>
- Kid ASA. (2019). *Kid ASA - Annual Report 2018* (s. 96) [Årsrapport].
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/kid-asa-annual-report-2018/>
- Kid ASA. (2020). *Kid ASA - Annual report 2019* (s. 108) [Årsrapport].
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/kid-asa-annual-report-2019/>
- Kid ASA. (2021a). *4th Quarter 2020* (Kvartalsrapport Nr. 4; s. 22).
<https://investor.kid.no/media/32531/q4-2020-kid-asa-report.pdf>
- Kid ASA. (2021b). *KID ASA - Annual report 2020* (s. 90).
<https://ipaper.ipapercms.dk/KIDInterioer/rapporter/kid-asa-annual-report-2020/>
- Koller, T., & Goedhart, M. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, University Edition*. Wiley.
- Langfeldt, S. F., Bråthen, T., Viken, M., & Minde, S. W. (2019). *Lov og rett for næringslivet* (26. utgave.). Gyldendal Focus forlag.
- Mckinsey. (2020). *The State of Fashion 2021*. 128.

- NHO. (2020). *EUs taksonomi og handlingsplan for bærekraftig finans*.
<https://www.nho.no/tema/energi-miljo-og-klima/artikler/eus-taksonomi-og-handlingsplan-for-barekraftig-finans/>
- Norges Bank. (2021a). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2021b). *Pengepolitisk rapport 1-2021* (Nr. 1; s. 60). Norges Bank.
- Norges Bank. (2021c, mai 5). *Rentebeslutning mai 2021*. <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/mai-2021/>
- Petersen, C. V., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2012). *Financial statement analysis: Valuation, credit analysis, performance evaluation*. Fagbokforl.
- Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2021). *Financial statement analysis: Valuation - credit analysis - performance evaluation* (Second edition.). Fagbokforlaget.
- PWC. (2016). *A new era of lease accounting* (s. 36). PricewaterhouseCoopers.
- PWC. (2020). *Risikopremien 2020*. PwC.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Rekdal, K. E. (2021). *Møbel og interiørbransjene 2020—Virke* (Nr. 1). Virke.
<https://www.virke.no/Statistikk-Rapporter/mobel-interiorbransjene/>
- SSB. (2020, april 20). *Daglig statistikk over konkurser*. [ssb.no.
https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/artikler-og-publikasjoner/ukentlig-statistikk-over-konkurser--418544](https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/artikler-og-publikasjoner/ukentlig-statistikk-over-konkurser--418544)
- Sucarrat, G. (2017). *Metode og økonometri: En moderne innføring* (2. utg.). Fagbokforl.
[https://www.nb.no/search?q=oaiid:"oai:nb.bibsys.no:999919903891302202"&mediatype=bøker](https://www.nb.no/search?q=oaiid:)

The New Kid in Town. (2015, november 19). *Kapital*. https://app-retriever-info-com.ezproxy.library.bi.no/services/archive?languageCategory=lang_NO,lang_SE&searchString=da%20Kjersti%20Hob%C3%B8%20overtok

Tjugum, A. (2017, mars 11). (+) Eventyret om dyner, gardiner og knottesko. *Drammens Tidende*. <https://www.dt.no/5-57-580558>

Wilberg, E. (2017). *Strategi i praksis*. Fagbokforl.

Aakvik, J. A. (2005, juli 1). *Solgte livsverket for halvannen milliard*. Nettavisen. <https://www.nettavisen.no/12-95-416649>

Vedlegg:

Vedlegg 1: «Kid ASA Excel vedlegg»