



# Handelshøyskolen BI

## MAN 51631 Corporate Business Analytics

Term paper 60% - W

### Predefinert informasjon

Startdato:	22-09-2021 09:00	Termin:	202210
Sluttdato:	27-05-2022 12:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	P		
Flowkode:	202210  10017  IN17  W  P		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

### Deltaker

Knut Erik Storsand, Caroline Nerlien Jenssen

### Informasjon fra deltaker

Tittel *:	Nåverdianalyse og verdsettelse av et ESG-selskap
Navn på veileder *:	Espen Skaldehaug

Inneholder besvarelsen  
konfidensielt  
materiale?:

Nei

Kan besvarelsen  
offentliggjøres?:

Ja

### Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)  
Gruppenummer: 2  
Andre medlemmer i  
gruppen:

Prosjektoppgave ved  
Handelshøyskolen BI

# Nåverdianalyse og verdsettelse av et ESG-selskap

Eksamenskode og navn:

**MAN51631 - Corporate Business Analytics**

Utleveringsdato:

22.09.2022

Innleveringsdato:

27.05.2022

Studiested:

Oslo BI

---

## Innholdsfortegnelse

<b>Innholdsfortegnelse .....</b>	<b>2</b>
<b>Sammendrag .....</b>	<b>4</b>
<b>Innledning .....</b>	<b>4</b>
<i>Problemstilling .....</i>	<i>4</i>
<b>Teori.....</b>	<b>4</b>
<i>Bærekraftig business .....</i>	<i>4</i>
1 Planeten vår trenger positive endringer .....	4
2 Verden og ungdommen forventer mer .....	5
3 Ansvar for samfunnet er bra for bunnlinjen .....	6
4 Det er nå det må skje.....	9
5 Finn ut hvor dere står .....	9
6 Bli enige om et felles ambisjonsnivå .....	11
7 Prioriter hva dere skal fokusere på .....	12
8 Gleden av at alle skal med .....	14
9 Handlingene må være ekte .....	15
10 Jubel og gode historier .....	15
<i>ESG og finansiell ytelse: aggregert bevis fra mer enn 2000 empiriske studier .....</i>	<i>16</i>
<i>Nettonåverdimodellen .....</i>	<i>17</i>
<i>EcoOnline.....</i>	<i>19</i>
EcoOnlines forretningsmodell .....	19
EcoOnline – et ungt vekstselskap .....	20
Fremtidig omsetning er tett knyttet til markedet .....	21
<b>Metode .....</b>	<b>21</b>
<i>Verdsettelse av EcoOnline .....</i>	<i>22</i>
<i>Nåverdiberegning av et ungt vekstselskap.....</i>	<i>22</i>
Verdsettelse og nåverdiberegning: Steg 1: Historiske data .....	23
Verdsettelse og nåverdiberegning: Steg 2: Antagelser om fremtiden .....	24
<i>Avkastningskrav beregnet ved bruk av KVM-modellen.....</i>	<i>25</i>

---

<b>Resultater.....</b>	<b>25</b>
<i>Utrekning og resultat av avkastningskrav .....</i>	<i>25</i>
<i>Utrekning og resultat av nåverdianalyse og verdsettelse .....</i>	<i>26</i>
<b>Analyse og drøfting .....</b>	<b>26</b>
<i>Sjekkliste for evaluering av bærekraft og samfunnsansvar i EcoOnline.....</i>	<i>26</i>
Punkt 1 - Ord til handling.....	28
Punkt 2 – Fotavtrykk.....	28
Punkt 3 - Ta hensyn til helheten av påvirkning .....	28
Punkt 4 - Trippel bunnlinje - People, planet, profit .....	29
Punkt 5 - Meningsfullt mål for selskapet.....	30
Punkt 6 - Tydeliggjøring av hvorfor og hvordan få det til.....	30
Punkt 7 - Mer bærekraft i utdanning.....	31
Punkt 8 - Flere bærekraftsstillinger i selskapet .....	31
Punkt 9 - Bedriftskultur .....	32
Punkt 10 - Bærekraft og samfunnsvar høyt på agendaen .....	32
Punkt 11 - Opprettholdelse av troverdighet .....	33
Punkt 12 - Implementering av bærekraft kan være kostnadsbesparende.....	33
Punkt 13 - Analyser av seg selv og omgivelsene.....	34
Punkt 14 – Åpenhetsloven .....	34
Punkt 15 - Sette et ambisjonsnivå for selskapet .....	35
Punkt 16 - Sertifiseringer og rammeverk .....	35
Punkt 17 - Trappemodell for sunnhetsvekst .....	36
Punkt 18 - Aktivt samfunnsansvar.....	37
Punkt 19 - «Vasking av selskapet» .....	37
Punkt 20 - «Green hushing» .....	37
Totalsummering av ESG-effekter.....	38
<b>Konklusjon .....</b>	<b>38</b>
<i>Endring av risikofri rente i avkastningskravet? .....</i>	<i>39</i>
<i>Svakheter ved verdsettelsen.....</i>	<i>39</i>
<i>Svakheter ved ESG-analysen .....</i>	<i>40</i>
<b>Referanser.....</b>	<b>41</b>
<b>Vedlegg 1: Input til total kapitalmodellen .....</b>	<b>44</b>
<b>Vedlegg 2: Resultat av total kapitalmodellen .....</b>	<b>45</b>

---

## Sammendrag

I denne oppgaven presenterer vi en verdsettelse etter total kapitalmetoden og en systematisk vurdering av ESG-effekter til et børsnotert selskap, EcoOnline.

Problemformuleringen er: «Kan ESG-effekter påvirke avkastningskravet og igjen verdsettelsen av investeringen vår?» Vi mener å vise til at det kan tyde på det, men det kan naturlig nok drøftes i hvilken grad.

Oppgaven har identifisert ulike temaer som en profesjonell investor bør aktivt forholde seg til før man kan ta en investeringsbeslutning.

Oppgaven peker også på at en profesjonell investor bør gjøre en systematisk og strukturert gjennomgang både hva angår verdsettelsen og ESG-satsningen.

## Innledning

### *Problemstilling*

Problemformulering vår er: «Kan ESG-effekter påvirke avkastningskravet og igjen verdsettelsen av investeringen vår?».

## Teori

### *Bærekraftig business*

#### *1 Planeten vår trenger positive endringer*

Under pandemien har menneskeheten vist at vi kan gjennomføre svært raske endringer på globalt nivå hvis vi har et felles mål eller en felles fiende. De tiltakene verden har innført med å forhindre smittespredning og sikre liv og helse, har bidratt til at klimautslippene har gått ned i 2020. Dersom en lege skulle gitt planeten vår en diagnose ville legen sagt følgende: «Planeten har hatt usedvanlig høy feber over alt for lang tid, og nå begynner de indre organene sakte, men sikkert å brytes ned, og vi må iverksette drastiske tiltak» (Peltokangas et al., 2021, side 16). Det er vi i den vestlige verden som har bidratt til at planeten er syk, og vi må alle hjelpe den til å bli frisk. Dette bekreftes i en undersøkelse av Oxfam Sverige fra september 2020. I rapporten «Confronting Carbon Inequality» kan vi lese at den rikeste prosenten i verden slipper ut mer enn dobbelt så mye

---

klimagasser som den fattigste halvparten. De rikeste 10 prosentene i verden slipper ut like mye som resten av verden til sammen, og hvis du har en nettoformue på over 825 000 kr, tilhører du denne gruppen (Peltokangas et al., 2021, side 16).

I januar 2021 var det 606 642 aktive virksomheter i Norge, og dette viser at det er mange som kan bidra og sammen utgjøre en stor forskjell. Bedriften må ta bevisste valg og vurdere hvordan å bidra til klodens overlevelse, med alt fra tjenestene og produktene som produseres, leveres og selges, til hvordan bedriften gjør innkjøp og utfører andre aktiviteter. Når bedriften forstår at alt den gjør, inkludert verdikjeden sin, har en positiv eller negativ innvirkning på planeten og derfor velger å gå fra ord til handling, kan vi sammen oppnå gode resultater.

Verden har begrenset med ressurser. Allerede 12.april 2021 hadde vi i Norge «brukt opp» vår del av jordas fornybare ressurser for 2021. Det betyr at hvis alle skulle levd slik vi gjør i Norge, ville vi trengt 3,6 jordkloder. Dette bekreftes av tenketanken Global Footprint Network. Resten av året bruker vi naturressurser som vi låner av fremtidige generasjoner. Den siste rapporten fra FNs klimapanel i august 2021 understreker at det er menneskers påvirkning på klimaet som har ført til den globale oppvarmingen (Peltokangas et al., 2021, side 17). Norge har i Klimaloven fra 2018 definert at vi skal bli et lavutslippssamfunn i 2050. Med lavutslippssamfunn menes et samfunn hvor de nasjonale utslippene er på et nivå tilsvarende 1-2 tonn per innbygger. Dette vil innebære at vi må redusere utslippene våre med 80-90 prosent frem mot 2050. EU vedtok i juni 2021 en ny klimalov som skal gjøre Europa til verdens første klimanøytrale kontinent. Målet er at EUs utslipp skal reduseres til netto null senest i 2050, og dette gjelder alle sektorer og dekker alle klimagasser, ikke bare CO2 (Peltokangas et al., 2021, side 18).

## *2 Verden og ungdommen forventer mer*

«En interessent er et individ eller en gruppe som kan påvirke, eller som påvirkes av, bedriftens aktiviteter. Interessenter kan være ansatte, kunder, lokalsamfunnet, politikere, bransjeforeninger og interesseorganisasjoner» (Peltokangas et al., 2021, side 23). Med målet om at Norge skal bli et lavutslippssamfunn i 2050 er det

---

naturlig å stille spørsmål ved om det er mulig å utvikle samfunnet samtidig som det må kuttes i alle klimagassutslippene. Ifølge Per Espen Stoknes som er klimapsykolog og leder av senter for bærekraft og energi ved Handelshøyskolen BI, er dette mulig. Han mener at problemet ikke er veksten, men ressursløsningen vi har lagt til grunn for velferdssamfunnet. Vi må tenke nye løsninger og det finnes flere eksempler på at det er mulig å få til (Peltokangas et al., 2021, side 23).

Trippel bunnlinje handler om at bedriften ikke kun skal måle suksess i hvor mye penger man tjener, men at man må ta et større ansvar. John Elkington, som utviklet modellen, var opptatt av rekkefølgen på de tre bunnlinjene.

1. People (sosiale forhold): Ta hensyn til lokalmiljøet og samfunnet din selskap er en del av. Selskapet må definere hvilke sosiale, kulturelle og politiske spørsmål som er relevant for kjernevirksomheten deres.
2. Planet (miljømessig ansvar): Sikre at aktiviteten i selskapet tar hensyn til miljøet, og at det jobbes kontinuerlig med forbedringer.
3. Profit (økonomisk suksess): Sikre et langsiktig perspektiv, forblir konkurransedyktige og skaper økonomisk verdi (Peltokangas et al., 2021, side 24).

Tradisjonelt sett har aksjeselskapene hatt som mål å skape størst mulig avkastning for aksjonærene, men nå krever samfunnet at selskapene må ta hensyn til flere enn bare eierne. Selskapet må ta hensyn til alle som påvirker og påvirkes av bedriftens aktivitet – altså interessentene.

### *3 Ansvar for samfunnet er bra for bunnlinjen*

Norden har stort sett et arbeidsliv som har kort avstand mellom ledere og medarbeidere, og som baserer seg på tillit og åpenhet. Det å jobbe mot et mål som oppleves sterkt meningsfullt, vil gjøre selskapene mer attraktive for både kunder, investorer, samarbeidspartnere og mennesker som er opptatt av mer enn seg selv. Dette kan gjøre at selskapet er mer attraktivt og lettere å rekruttere de beste medarbeiderne. Dersom du også forteller hvorfor og hvordan selskapet tar ansvar, vil det kunne gi dere et bedre omdømme, som igjen kan skape økt produktivitet og lønnsomhet. Undersøkelsen «Bærekraft 100» fra PWC i 2021 viser at nesten  $\frac{3}{4}$

---

deler av de 100 største selskapene i Norge har prioritert spesifikke bærekraftsmål (Peltokangas et al., 2021, side 41).

Handelshøyskolen BI har de siste årene hatt kurstilbud innenfor grønn vekst på masternivå, og fra høsten 2019 har de også fått kurs i bærekraft på bachelornivå (Peltokangas et al., 2021, side 41). Mer bærekraft i undervisningen er enda et eksempel på at fremtidens arbeidstakere kommer til å stille større krav til bedriftene skal drives på en rettferdig og bærekraftig måte. Det lyses også ut flere bærekraftsstillinger i Norge. Undersøkelser viser at antallet stillinger har seksdoblet seg de siste årene, og ansvarsområdet har dreid fra marked og kommunikasjon til økonomi, og rollen blir stadig viktigere innad i bedriftene (Peltokangas et al., 2021, side 42).

Både studier og forskningsarbeid har de siste 40 årene vist at samfunnsansvar og bærekraft er lønnsomt, selv om utslagene ikke er store. Det kan likevel være kostnadskrevenne å etterleve høy etiske prinsipper, hvor du ikke kan velge de rimeligste løsningene. Når selskapet skal ta hensyn til miljø og sosiale faktorer, kan det være mer kostbart sammenlignet med de som kun er opptatt av å produsere billigst mulig (Peltokangas et al., 2021, side 46). Det er ingen selvfølge at markedet er villig til å betale mer for produkter som har en høyere etisk standard enn dem dine konkurrenter tilbyr. Heldigvis er det flere og flere bedrifter som er villige til å satse. Det er altså mye som tyder på at markedet og interessentene belønner virksomheter som jobber aktivt med samfunnsansvar og bærekraft, det gjelder også dersom vi ser på verdivurderingen av selskapene. Dette er viktig kunnskap som et utgangspunkt for at eiere, politikere, og andre lettere vil kunne bidra til å forsterke den positive utviklingen. Det er også en tydelig forventning fra myndighetene om at norske næringslivsaktører påtar seg ansvar for samfunn, mennesker og miljø som påvirkes av virksomheten (Peltokangas et al., 2021, side 46).

Et slikt ansvar som nevnt over vil passe godt for ledere som både har strategisk teft og handlekraft, og som samtidig er ydmyke og lyttende til innsikten medarbeiderne besitter. Dette bidrar til en kultur som forventer og setter pris på gode initiativer fra medarbeiderne. Handlekraft og ydmykhet er derimot ingen



---

naturlig kombinasjon, og derfor er det en krevende ledelsesmodell. Dette krever mot og ansvarlighet fra både ledelsen og medarbeiderne (Peltokangas et al., 2021, side 46). De viktigste oppgavene ledelsen har, er å sikre faglig innsikt, ivareta hverandre som kollegaer, angi retning og ta tydelige beslutninger. Samtidig må medarbeidere ta ansvar for å skape en god og effektiv arbeidsplass for både ledere og kollegaer. Å ta ansvar må være indre motivert og handlekraft og stor gjennomføringsevne fungerer best i et godt og forpliktende samspill mellom leder og medarbeidere hvor det er gjensidig tillit. Ledere som med et ekte engasjement er opptatt av medarbeidernes og interessentenes behov og forventinger, vil kunne skape en kultur basert på tillit, åpenhet og gjensidighet (Peltokangas et al., 2021, side 46).

Styret og selskapets øverste ledelse har hovedansvaret for strategien. Bærekraft og samfunnsansvar bør stå høyt på agendaen, og det er ikke nok å kun holde seg innenfor regelverket. Styremedlemmene må ikke være bærekraftseksperter, men de må ha tilstrekkelig kunnskap til å kunne stille de riktige og kritiske spørsmålene, og kvalitetssikre svarene (Peltokangas et al., 2021, side 46).

Dessverre finnes det en lang tradisjon for at styrets hovedoppgave er å sikre profit for eierne. I mange styrever har det vært lite kompetanse og ekte vilje til å rette søkelyset på bærekraft og samfunnsansvar. I noen tilfeller opplever eiere og styret dette som unødvendig støy som ødelegger virksomhetens hovedoppgave og dermed går ut over lønnsomheten (Peltokangas et al., 2021, side 48).

Til tross for at Norge vil at arbeidskulturen skal preget av tillit, medvirkning og et kollektivt ansvar, har vi likevel importert mye amerikansk ledelseslitteratur de siste 40 årene. Det amerikanske samfunnet og næringslivet er på ingen måte bygget på tillit og åpenhet slik vi er vant til. Internasjonale selskaper er ofte preget av en autoritær, kontrollstyrt og hierarkisk ledelsesmodell, der all makt er samlet hos noen få toppledere. Grådighet blant eiere og ledere kan være en bremsekloss for den utviklingen samfunnet er avhengig av. Dersom selskapets handlinger viser at kortsiktige inntjeninge alltid trumfer bærekraftsmål, mister den troverdighet internt og eksternt (Peltokangas et al., 2021, side 48). Derfor er det så viktig at medarbeidere og andre interessenter er med på påvirke virksomhetens satsning innen dette feltet. Involvering og åpenhet er med på styrke beslutningskvaliteten

---

og gjennomføringsevnen. Dette gjør igjen at ledere med beslutningsmyndighet har mot til å få med seg alle nyanser og konsekvenser av langsiktige verdivalg. Det er medarbeiderne som er nærmest markedet og kjernevirksomheten, og derfor har størst kunnskap til å se hvordan virksomheten kan gjøre en forskjell. Autoritære ledere kan feilaktig oppleve en gjensidig avhengighet mellom ledergruppa og medarbeiderne som en svakhet. Dette samspillet er imidlertid kjernen til suksess (Peltokangas et al., 2021, side 49).

#### *4 Det er nå det må skje*

#BuildBackBetter er en bevegelse startet av USAs president Joe Biden som handler om at vi ikke må gå tilbake til hvordan verden var før pandemien, men at vi skal drive bedriftene bedre og samtidig ivareta kloden bedre (Peltokangas et al., 2021, side 58). Norge har vedtatt at vi skal være klimanøytrale innen 2030, og at vi skal være et lavutslippssamfunn i 2050. Da må alle bedrifter ta stilling hva dette betyr for seg, og se på hvilke områder de kan bidra (Peltokangas et al., 2021, side 59). Flere av de største selskapene i Norge har blitt medlem av organisasjonen Skift og går foran for å vise hvilke forretningsmuligheter som ligger i overgangen til nullutslippssamfunnet. Å implementere bærekraft kan være kostnadsbesparende. Samtidig kan det sikre at bedriften ikke diskvalifiseres fra anbud og innkjøpsordninger, og derfor også bli en mer attraktiv arbeidsplass (Peltokangas et al., 2021, side 65).

#### *5 Finn ut hvor dere står*

Dersom bedriften vil vite hvordan dere kan gjøre en positiv endring, må dere finne ut hvor bedriften står i dag. Da er det viktig å kartlegge nåsituasjonen, og da kan disse analysene være nyttig: Verdikjedefanalyse, omverdensanalyse, interessentanalyse og vesentlighetsanalyse (Peltokangas et al., 2021, side 68). En verdikjede er prosessen fra råvare til ferdig produkt. Verdikjeden beskriver ressurser, prosesser og aktiviteter som inngår i produksjonen av en vare eller tjeneste. Verdikjeden knytter sammen virksomheter som tilbyr og etterspør varer og tjenester mellom seg. Alle verdikjeder fører frem til et sluttprodukt. For å forstå hvordan din bedrift påvirker verden kan du bruke ulike kilder (Peltokangas et al., 2021, side 69). Eksempler på kilder er FNs bærekraftsmål, Norges klimaplan 2030, konkurrenter eller se om det finnes en bransjeveileder (Peltokangas et al., 2021, side 70). Det er viktig å kartlegge hvilke ytre drivkrefter

---

Side 9 av 45

---

som påvirker bedriften, og dette kan gjøres gjennom en PESTEL-analyse.

PESTEL er forkortelsen for de seks eksterne drivkreftene som analysen ser på.:

P – politiske drivere, det myndigheter gjør som har relevans for din virksomhet.

E – Økonomiske (economic) drivere, som kan påvirke indirekte, for eksempel ved endring av kjøpekraft til kunder.

S – Sosiokulturelle drivere, det vil si alt fra befolkningsvekst til endringer i livsstil.

T – teknologiske drivere, dette kan være automatisering, bruk av data og kunstig intelligens.

E – miljømessige (environmental) drivere, hvordan klima og miljø påvirker selskapet og kundene.

L – juridisk (legal) drivere, både eksisterende og fremtidig nasjonal og internasjonal lovgivning (Peltokangas et al., 2021, side 71).

EUs taksonomi er et system som klassifiserer informasjon, og systemet skal definere hva bærekraftig aktivitet er. Taksonomien vil først og fremst påvirke aktører innenfor finansmarkedet, som verdipapirforetak, investorer, kapitalforvaltere og forsikringsaktører. De må blant annet opplyse om hvor stor andel av et fond eller en portefølje som er bærekraftig. Alle børsnoterte foretak og virksomheter med flere enn 500 ansatte har en rapporteringsplikt som kommer i tillegg til at de i dag er pliktig til å redegjøre for om sitt samfunnsansvar. De må rapportere i hvilken grad deres inntektsstrøm og investeringer er i tråd med taksonomien (Peltokangas et al., 2021, side 72).

Åpenhetsloven har til hensikt å sikre forbrukere innsyn i arbeidsforholdene der produktene de kjøper er produsert. Loven pålegger store og mellomstore bedrifter informasjonsplikt og en plikt til å gjøre aktsomhetsvurderinger. Definisjonen av store bedrifter er etter regnskapsloven børsnoterte selskaper eller virksomheter som overskrider to av følgende terskelverdier: Salgsinntekter på minst 70 millioner, Balansesum på minst 35 millioner eller gjennomsnitt på minst 50 ansatte i regnskapsåret. Loven setter menneskerettigheter tydeligere på agendaen. Det er viktig at det sosiale aspektet ved bærekraft får større plass, slik at du unngår at din bedrift kun fokuserer på klima og miljø. Loven tvinger også

---

bedrifter til å ha fokus på leverandørkjeden sin gjennom aktsomhetsvurderinger. Da må bedriften kartlegge, forhindre og begrense mulig negativ påvirkning på grunnleggende menneskerettigheter og anstendige arbeidsforhold (Peltokangas et al., 2021, side 73). Kravene som loven setter og ringvirkningene den vil få for hele samfunnet, vil være svært betydningsfullt for arbeidet med å nå FNs bærekraftsmål. Interessenter er individer eller grupper som kan påvirke eller som blir påvirket av bedriftens aktiviteter. Påvirkningen går altså begge veier og det er viktig å huske på.

Når en bedrift jobber systematisk med samfunnsansvar og bærekraft vil bedriften få større innsikt i sine interessenter og det øker forståelsen for hvordan bedriften påvirker samfunnet (Peltokangas et al., 2021, side 81).

#### *6 Bli enige om et felles ambisjonsnivå*

Eksterne krav kan være den viktigste årsaken til å starte med bærekraft. Både lovgivning samt krav fra kunder og interessenter kan kreve en tydelig endring. Bedriften må enes om et felles ambisjonsnivå som skaper engasjement internt. Det kan være enkeltindivider, eiere, grundere eller ledere som tar initiativ eller det kan være engasjerte medarbeidere, kunder eller andre som viser vei. Gleden av å være i et fellesskap som utgjør en forskjell er sterk, og entusiasmen er smittsom. Ambisjonsnivået viser tydelig vei og det kan fungere som en ledestjerne. Gjennom et tydelig mål er det større sjanse for at bedrifter får til reelle endringer og at motivasjonen for å gjennomføre nødvendig tiltak opprettholdes (Peltokangas et al., 2021, side 85).

B Corp står for «benefit corporation» og er verdens eneste holistiske sertifiseringsordning som juridisk forplikter seg til å være et ansvarlig selskap. Selskapet blir målt og vurdert på hvordan påvirkning den har på sine medarbeidere, kunder, leverandører, miljø og samfunn. Med en slik sertifisering dokumenterer selskapet hvordan de lever opp til de høye kravene både forbrukere, investorer og medarbeidere har når det gjelder sosiale og miljømessige kriterier. Det er B Lab, en ideell organisasjon, som har utviklet standarden for ansvarlig næringsliv, transparens, sosial og miljømessig påvirkning (Peltokangas et al., 2021, side 95). B Corp har også et tett samarbeid med UN Global Compact og

---

sammen har de utviklet SDG Action manager, et nettbasert verktøy for å støtte og spore bedrifters handlinger for å bidra til at de når FNs bærekraftsmål. I september 2021 var det 4075 bedrifter over hele verden som har blitt B Corp-sertifisert. Det var i tillegg 4000 bedrifter som er i prosess med å bli sertifisert.

### *7 Prioriter hva dere skal fokusere på*

Når en bedrift har kartlagt nåsituasjonen, fått et bilde av hvordan bedriften påvirker mennesker og planeten og satt et ambisjonsnivå, da er tiden inne for å finne veien til målet. En modell som ofte blir brukt for å få dette klare målbildet er Per Espen Stoknes sin «trappemodell for sunnvekststrategier». Stoknes er pådriver for å sikre omstilling fra en grå vekstmodell til en grønn vekstmodell. Han mener vi må bli mer bevisst på hvordan vi produserer, kjøper og konsumerer varer og tjenester som bedrifter, forbrukere og offentlig instanser (Peltokangas et al., 2021, side 100). Modellen beskriver seks steg alle bedrifter kan ta for å gjøre systematiske endringer i virksomheten. Modellen er fin å bruke når en bedrift har gjennomført sine analyser og er godt kjent med sitt utgangspunkt og ambisjonsnivå. De fire første stegene handler om å redusere skyggesiden og bli mer ansvarlig. De to øverste stegene handler om å utnytte mulighetene en omstilling kan gi. Kompleksiteten og bærekraften blir mer og mer integrert i driften for hvert steg bedriften tar (Peltokangas et al., 2021, side 100).

Steg 1 – utvendig: Dette handler om utvendig tiltak, og det mange tenker på som det tradisjonelle samfunnsansvaret. Bedrifter kan eksempelvis støtte ideelle organisasjoner eller kjøpe klimakvoter.

Steg 2 – husrengjøring: Handler om at bedriften må rydde i egen bedrift. Dette kan gjøre for eksempel gjennom sertifiseringer. Da stilles det krav til hva som må være på plass for å motta sertifiseringen, samtidig som du kontinuerlig må rapportere og dokumentere fremover for å opprettholde sertifiseringen.

Eksempelvis kan Miljøfyrtårn være en god standard dersom miljø er fokusområde, eller ISO 14001 Miljøledelse som er en internasjonalt anerkjent sertifisering. Det viktigste er å aktivere og involvere de ansatte til å legge planene på hvordan dette skal løses for din bedrift. Mange medarbeidere har gode forslag til løsninger på hvordan arbeidet deres kan løses på en smartere og bedre måte og

---

samtidig redusere belastningen på klima, miljø og samfunnet (Peltokangas et al., 2021, side 102).

Steg 3 – grønne innkjøp: bruk innkjøpsmakten til å gjøre gode grønne innkjøp for bedriften. Still krav til leverandører og samarbeidspartnere, gjennomgå verdikjeden til bedriften og se at de handler i tråd med bedriftens krav til eksemplevis arbeidsforhold, antikorrupsjon, miljø, kvalitet, HMS eller menneskerettigheter (Peltokangas et al., 2021, side 103). Skift Norge har blant annet utviklet «10 prinsipper for grønt innkjøpsvett». Her beskriver de forskjellen på grå og grønne innkjøp på denne måten; grønne innkjøp gir positiv påvirkning på klima, miljø og mennesker og skaper grønn konkurransekraft. Grå innkjøp handler bare om pris, og du risikerer å få leverandører som ikke vektlegger klima, miljø og menneskerettigheter. Det viktigste bedriften gjør er å se på helhetskostnaden av den tjenesten eller produktet du kjøper, og ser det i et helhetsperspektiv (Peltokangas et al., 2021, side 104).

Steg 4 – driften: Hvordan kan bedriften levere mest mulig verdi med færrest mulig ressurser. Bedriften må stille de riktige spørsmålene og sikre at svarene er i tråd med et bærekraftperspektiv, og ikke kun eget verdiskapingsperspektiv. Et sted å lete etter de riktige spørsmålene er den grønne løsningsbanken til Klimapartnere. Her er ambisjonen å legge til rette for dialog og felles forståelse, samt finne gode løsninger som kan integreres i egne virksomheter (Peltokangas et al., 2021, side 106).

Steg 5 – produktportefølje: Dette handler om å vurdere egne produkter og tjenester, og hvor bærekraftig disse er. Produktene skal helst vurderes ut fra et vugge til vugge-perspektiv; tenk design, produksjon, bruk, hvor reparerbar produktet er og hva som skjer med produktet etter at det ikke lengre kan brukes. Målet er at produkter og tjenester skal bli bedre for kundene og planeten, samtidig som det skaper verdi for medarbeidere og eiere (Peltokangas et al., 2021, side 107).

Steg 6 – forretningsmodeller: Hvordan kan bedriften legge om forretningsmodellen til å bli mer bærekraftig. Mange i dag erstatter tjenester og

---

produkter med informasjon. Samtidig er det viktig å tenke hele verdikjede når det blir gjort endringer (Peltokangas et al., 2021, side 108).

### *8 Gleden av at alle skal med*

Dersom en bedrift skal mestre endringer, er involvering nødvendig. Når vi opplever å bli møtt med tillit, skaper dette trygghet for å ta økt ansvar for lokalsamfunnet og planeten. Ved å la medarbeidere ta større del i beslutningene, vil dette bidra til eierskap og engasjement fra hele bedriften. Forskning de siste ti årene viser også at medarbeidere ønsker større grad av involvering.

Mange som er opptatt av bærekraft, mangfold, miljøvern og klima bruker ofte vanskelige ord. For å inkludere og involvere ansatte er det viktig å bryte det ned til et språk som viser hva det betyr for din bedrift. Så dersom du skal få med deg medarbeiderne dine, må du være der de er og som leder må du gjøre det enkelt og målbart (Peltokangas et al., 2021, side 112).

Det er forskjell på passivt og aktivt samfunnsansvar. Et passivt samfunnsansvar kan være at du donerer penger til en frivillig organisasjon en gang i året. For at en bedrift skal kunne si at de jobber aktivt med samfunnsansvar kreves det involvering av medarbeiderne i hele prosessen. Selskapet Corporate Good gir veiledning og råd til bedrifter om hvordan de praktisk kan implementere bærekraft og samfunnsansvar i egen bedrift og samtidig opprettholde lønnsomhet. Corporate Good har utviklet en praktisk modell for hvordan bedrifter kan jobbet mot et mer aktivt samfunnsansvar

Steg 1: Definere mål – hva ønsker bedriften å oppnå med sitt samfunnsengasjement.

Steg 2: Kartlegge rammer og behov – er det tid, kompetanse, produkter eller tjenester dere ønsker å bidra med? Det må kartlegges bredt i bedriften hvor alle medarbeidergrupper er representert.

Steg 3: Avklare omfang – Hvor mye tid skal den enkelte medarbeider bidra med? Skal det settes av et visst antall timer eller skal ansatte få søke selv? Her er det viktig å aktivisere og engasjere medarbeiderne.

Steg 4: Finne eller skape aktiviteter – Enten om bedriften finner eller skaper en aktivitet som passer rammer og behov, må det også skape verdi den

---

organisasjonen bedriften ønsker å engasjere seg i (Peltokangas et al., 2021, side 130).

Steg 5: Gjennomføre aktiviteter – Det må avklares all praktisk informasjon slik at medarbeidere vet hva som forventes av dem for å bidra på best mulig måte. Behov for opplæring eller annen informasjon i forkant av aktiviteten kan være nødvendig. Dersom medarbeidere takker nei til å delta i aktiviteten, skal dette respekteres og uten at de nødvendigvis må oppgi noen grunn for dette.

Steg 6: Kommunisere resultater – Intern stolthet er viktig, og derfor må det kommuniseres gjerne før, under og etter en slik aktivitet gjennomføres.

Steg 7: Del opplevelsen – Det oppfordres til å dele samfunnsansvaret eksternt. Dersom bedriften deler sine bidrag, øker dette sannsynligheten for at man inspirer og motiverer. (Peltokangas et al., 2021, side 132).

### *9 Handlingene må være ekte*

Grønnvasking handler om at en bedrift fremstilles som bedre enn det faktisk er når det gjelder klima, natur og mennesker. Rosavasking er når bedriften fremmer menneskerettigheter og primært LHBTQ-miljøet og Pride-bevegelsen uten at det jobbes med problemstillingen i bedriften. Regnbuevasking er når bedriften pynter seg med FNs bærekraftsmål, men ikke gjør noe konkret for å nå målene (Peltokangas et al., 2021, side 138). I juni 2020 lanserte Skift Norge og Zero en veileder, «grønnvaskingsplakaten», for små og store bedrifter. Plakaten skal hjelpe bedrifter til å avdekke grønnvasking og bidra til det grønne skifte raskere. En bedrift kan signere plakaten og ansatte kan bli en del av et fellesskap som aktivt prøver å hjelpe hverandre. Det arrangeres digitale nettverkssamlinger for bedriftene slik at de kan dele erfaringer på tvers av bransjer (Peltokangas et al., 2021, side 139).

### *10 Jubel og gode historier*

Mange bedrifter ønsker ikke å rope høyt om hvordan de bidrar til samfunnet. De kan være redd for å bli kritisert og satt i søkelyset for ting de gjør feil. Når en bedrift gjør noe bra for samfunnet, men velger å ikke dele dette kalles det «green hushing», som er motsatte av grønnvasking. Ved å gjøre bedriftens arbeid med bærekraft og samfunnsansvar tilgjengelig, øker troverdigheten i markedet (Peltokangas et al., 2021, side 160). For å unngå frykt for å dele hvordan bedriften bidrar, er det viktig å fokusere på hvordan bidraget hjelper og bidrar positivt for

---

Side 15 av 45



---

den eller de som mottar hjelpen. Ved å ha gode rutiner og/eller ritualer for hvordan bedriften ønsker å dele sitt samfunnsbidrag internt og eksternt vil man kunne bidra til stolthet og bevissthet rundt bærekraft og samfunnsansvar. (Peltokangas et al., 2021, side 162).

### ***ESG og finansiell ytelse: aggregert bevis fra mer enn 2000 empiriske studier***

Helt siden 1970-tallet har det vært forsket på sammenhengen mellom miljø-, sosial- og styringskriterier (ESG) og bedrifters økonomiske resultater (CFP) (Friede et al., 2015). Det er blitt publisert mer enn 2000 empiriske studier og flere oversiktsstudier, men foreløpig har resultatene ikke latt seg generalisere. Kunnskapen om de økonomiske effektene av ESG-kriterier har derfor vært fragmentert. Denne metaanalysen har derfor trukket ut alle oppgitte primære og sekundære data fra tidligere gjennomgangsstudier, og har derfor den mest uttømmende oversikten over akademisk forskning på dette emnet og gir mulighet for generaliserbare utsagn. Resultatene viser at businesscasen for ESG-investeringer er empirisk meget godt fundert. Det er ca 90 % av studiene som viser en ikke-negativ ESG-CFP-relasjon, samt at de fleste studiene rapporterer positive funn og at effekten er stabil over tid. Selv om det er mange positive eksempler på forholdet mellom ESG og CFP, hevder forskere ofte at resultatene er tvetydige eller motstridende (Friede et al., 2015). Forskere og praktikere er spesielt usikre på den generelle effekten, inkludert dens måling og (Friede et al., 2015). Dermed er det en pågående debatt om finanssektorens rolle og innvirkning på naturmiljøet og samfunnet. Denne studien er det første forsøket på å gi bevis og fjerne usikkerheten rundt denne typen forskningsspørsmål. Funnene i denne metaanalysen står i kontrast til den vanlige oppfatningen blant investorer. Orienteringen mot en langsiktig ansvarlig investering bør være viktig for alle typer rasjonelle investorer. Det krever en detaljert og dyp forståelse for hvordan man integrerer ESG-kriterier i investeringsprosesser for å utnytte det fulle potensialet til verdiøkende ESG-faktorer.

Det ble brukt en to-trinns forskningsmetode for å analysere dataene i denne metaanalysen. Først inkluderte de funn fra stemmetellingsstudier. Det er studier som teller antall studier med signifikante positive, negative og ikke-signifikante resultater og stemmer kategorien med høyest andel som vinner. Disse studiene gir

---

interessant innsikt, men er ikke like god fra et metodisk synspunkt. Deretter genererer de funnene fra økonometriske oversiktsstudier og metaanalyser, for å ende med en andreordens metaanalyse. I figur 2 i forskningsartikkelen vises resultatene som sier at ca 90 % av studiene viser en ikke-negativ ESG-CFP-relasjon, hvor 47,9 % i studier med antall stemmer, og 62,6 % i metaanalyser med et gjennomsnittlig korrelasjonsnivå på ca 0,15. Når det gjelder spørsmålet om ESG-CFP-relasjonen er stabil over tid, viser denne metaanalysen at selv om spredningen av effekter, både positive og negative, har økt siden begynnelsen av 90-tallet, forblir det aggregerte bildet uendret (Friede et al., 2015).

### ***Nettonåverdimodellen***

Vi vil benytte nettonåverdilogikk når vi skal gjennomføre analysen.

Sentrale punkter for å anvende modellen:

1. *Fremtidige kontantstrømmer må diskonteres* – på grunn av rentefaktoren kan ikke ulike tidspunkt automatisk sammenlignes. Fremtidige beløp må diskonteres før de sammenlignes mot pengebeløp i dag.
2. *Ved diskontering må alternativkostnaden  $r$  brukes* – alternativkostnaden skal reflektere hva investeringsbeløpet alternativt ville gitt i avkastning under samme risikonivå. Alternativkostnaden på kapital kan kalles diskonteringsrente, avkastningskrav eller kapitalmetoden. Det er en vanlig feil å kun renteberegne lån.
3. *Du skal bruke netto kontantstrøm som følge av prosjektet* – det er likviditetstall som er relevant for lønnsomhetsvurderingen. Det brukes kontantstrømmer for alternativkostnaden på kapitalen og den må beregnes på det tidspunktet du faktisk disponerer pengene. Det vil si at den fremtidige kontantstrømmen har usikkerhet knyttet til seg, og er derfor en forventningsverdi. Det vil si at en positiv nåverdi ikke kan garantere lønnsomhet, men beslutningstager forventer at den vil være det. «Som følge av prosjektet» menes det at nåverdimodellen tar med seg de kontantstrømsendringene som oppstår totalt for virksomheten og som deretter kan relateres til prosjektet. Alle endringer i et uendelig tidsperspektiv skal tas hensyn til. Det som er relevant for en lønnsomhetsvurdering av prosjektet, er forskjellen i selskapets netto

---

kontantstrøm som prosjektet selv skaper. En «feil» man kan gjøre her er at man sammenligner dagens situasjon med forventet virkning av prosjektet. Dagens situasjon vedvarer sjeldent selv om prosjektet ikke godkjennes.

4. *Konsistensbetingelsene* – det må foreligge konsistens mellom kontantstrømmen i netto nåverdiuttrykkets teller og alternativkostnaden på kapital i nettonåverdiuttrykkets nevner.
5. *Prosjektets levetid* – Ved investeringsanalyser er det viktig å fastsette levetiden. Det er vanlig å se at nettonåverdien kan variere mye ut ifra hvilken tidshorisont man velger på analysen. Teoretisk sett burde alle investeringsanalyser regnes ut fra en evig tidshorisont. Dette siden selv kortvarige prosjekter vil kunne ha langsiktige konsekvenser. Noen beslutningstagere velger å gjøre analysen med en begrenset levetid pluss en sluttverdi. Dette er akseptabelt, men være klar over at presisjonen i beregningen ikke blir bedre da sluttverdien uansett bør være lik nåverdien av de kontantstrømmene som kommer etter den valgte tidshorisonten. Ved realinvesteringsanalyser er prosjektets økonomiske levetid ikke det samme som maks levetid eller teknisk levetid. Eiendeler bør skiftes ut når netto nåverdi øker på grunn av dette.
6. *Irreversible kostander* – Analysen skal ikke belastes med kontantstrømmer som allerede har påløpt og som er irreversible. Et eksempel kan være produktutviklingsutbetalinger.
7. *Effisiens* – En positiv nettonåverdi forutsetter at beslutningstager forventer å tjene penger utover sitt avkastningskrav. Å forvente en så stor profitt er ikke rimelig i et konkurranseutsatt marked og det er derfor all grunn til å være skeptisk til beregningen. Dersom en positiv nettonåverdi skal aksepteres, må beslutningstager evne å forklare med ord hvorfor prosjektet er lønnsomt. Spørsmål å stille kan være hvorfor ingen konkurrenter har gjort dette før? Beslutningstager må kunne begrunne gjennom konkurransefortrinn som for eksempel patentrettigheter, geografisk beliggenhet, tilgang til naturressurser, kapitalbarrierer, menneskelig kapital, lovverk og/eller tilskudd.
8. *Fleksibilitet* – dette innebærer at prosjektet er tilpasningsdyktig. Ved ellers like forhold er prosjekter med høy grad av fleksibilitet mer attraktive. Fleksibilitetsverdien kan beregnes ved hjelp av opsjonsteori, men de fleste

---

analytikere velger heller å vurdere fleksibilitet som en ekstra beslutningsparameter i tillegg til nettonåverdi. Eksempler på fleksibilitetsegenskaper ved et prosjekt kan være exitmuligheter og utsettelsesmuligheter. Som økonom bør du ha kunnskap om hvilke kontantstrømmer som er relevante for analysen, risikobetraktninger og valg av alternativkostnad på anvendt kapital, valg av tidshorisont og effisiensteori i realinvesteringsmarkedet.

### ***EcoOnline***

EcoOnline AS har hovedkontor i Tønsberg og salgskontor i Oslo. EcoOnlines visjon er å være den foretrukne leverandøren av HMS programvare og levere bærekraftige resultater for kundene og miljøet. Det drives tilsvarende virksomhet gjennom de heleide datterselskapene EcoOnline AB og Nordic Port AB i Sverige, EcoOnline OY i Finland, EcoOnline ApS i Danmark, EcoOnline Ltd i Irland, UK og Airsweb Ltd i UK. Samlet betjener selskapene det norske, svenske, finske, danske, irske og britiske markedet. Totalt har gruppen over 7100 kontraktsfestede kunder. Av selskapets totale bokførte inntekter er over 90 % knyttet til lisenskontrakter (EcoOnline, 2022).

### ***EcoOnlines forretningsmodell***

EcoOnline opererer som en B2B SaaS-leverandør av HMS programvare. Forretningsmodellen er basert på abonnementer som har en 12 måneders syklus. Kundeutskiftingen er lav så mesteparten av inntektsstrømmen er altså gjentakende, for 2021 var den på 93 %. Den delen av inntektene som ikke er gjentakende er primært knyttet til introduksjon av nye kunder til programvaren. Selskapets kostnader er dominert av lønnskostnader som for 2020 var på 66 %.

Bedriften kjennetegnes ved at det er et stort innslag av immaterielle eiendeler. Immaterielle eiendeler kan være krevende eiendeler å prissette og avskrive. De immaterielle eiendelene i EcoOnline er kodelinjer og databaser. EcoOnline er relativt nøye med å redegjøre for sine immaterielle eiendeler, og investeringer i forskning og utvikling. De kapitaliserer de delene av lønnskostnadene som går til forskning og utvikling samt utvikling av den kjemiske databasen (EcoOnline Holding AS, 2022).

---

EcoOnline har dermed levert et grunnlag som relativt effektivt lar seg omsette til kontantstrømmer. Det er likevel slik at det er krevende, eller risikofylt om du vil, å anslå når de immaterielle eiendelene skal bli stabilt inntektsgivende over tid og hvor unike som konkurransefortrinn de immaterielle eiendeler er. Man kan kanskje si at for selskaper med høyt innslag av immaterielle eiendeler, så kan endringer skje hurtigere grunnet f.eks. introduksjon av ny teknologi eller lavere kostnadsbarrierer for konkurrenter. Det er kanskje dermed rimelig å konkludere at risikoen er høyere ved slike selskap. Selskaper som EcoOnline vil også gjerne ha en annen finansieringsstruktur med høyt innslag av finansiering gjennom egenandel. Hva angår skalering så vil det for selskaper som dette mulig være enklere såfremt teknologivalget i bunn er godt. Dette er fordi slike selskaper skalerer mer gjennom salg av koder, fremfor fysiske objekter. Det vil altså være typisk å se at denne type selskaper skalerer ved å øke lønnsutgiftene til salgsavdeling. Det kommer typisk før selve veksten.

#### *EcoOnline – et ungt vekstselskap*

Vi har valgt å plassere EcoOnline som et ungt vekstselskap i livssyklusmodellen til Damodaran (Damodaran, *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, 2018). Denne rammen gir oss anledning til å vurdere verdsettelsen av selskapet. EcoOnline har en økende omsetning, 41 % de siste tolv månedene, men inntekten er fortsatt negativ med en netto inntekt på ca. - 270 millioner NOK (EcoOnline Holding AS, 2022). Selskapet ble børsnotert i mars 2021 så det har lite offentlig tilgjengelig driftsinformasjon. De opererer i et marked hvor kundemassen ikke har gode løsninger i dag. Selskapets verdi ligger stort sett i fremtiden.

Verdsettelse etter nåverdimodellen for slike selskap er noe utfordrende, da det er mindre data og mer usikkerhet. Med støtte fra Ashwat Damodaran har vi flere konsepter og verktøy vi kan utforske og bruke. Det er uansett kun tre måter å påvirke verdsettelsen på. Enten må selskapet øke inntektene og/eller kostnadene, eller så må risikoen justeres. Spesielt viktig for denne type selskaper er sannsynligvis vurderingen av de fremtidige inntektene.

Fremtidige inntektene må komme fra et marked. Undersøkelser McKinsey har gjennomført tyder på at det er svært relevant å vurdere om selve markedet er i vekst (Mehrdad Baghai S. S., 2007 number 2). Vokser markedet er det drastisk økt sannsynlighet for at omsetningen til selskapet også vil vokse. Økende omsetning er i seg selv viktig for å overleve. Det er viktigere å vurdere dette enn økt markedsandel. Det er rimelig å forestille seg at det er enklere å øke inntektene i et marked i vekst, enn i et marked som ikke er i vekst. Samme undersøkelse peker også i retning av at det er viktig å se på oppkjøps- og fusjonsaktiviteten. Det å kjøpe andre selskaper er en måte å øke egen markedsandel på og redusere konkurransen.

Hva angår EcoOnline og markedet så vil vi, med utgangspunkt i deres egne tall, anslå at det er et marked som har en verdi på 5000 millioner i 2021 kroner og at det vil vokse med 15 til 20 % de neste årene. De påstår også at svært mye av markedet hittil ikke er dekket av andre eller erkjent som behov av kunden, altså «whitespace». Med utgangspunkt i en markedsvekst på 15 % i året vil markedet i 2025 være på nesten 9 000 millioner kroner i 2025. EcoOnline ønsker å ta 1 100 millioner av disse, eller ca. 13 %. Selskapet har en oppkjøpsstrategi, og vil fortsette videre å fokusere på dette (EcoOnline Holding AS, 2022).

I verdiskapningsanalysen vi skal gjennomføre er det kanskje spesielt to faktorer som gjør EcoOnline krevende å verdsette i møte med nåverdmodellen. Selskapet er for det første fortsatt i en vekstfase, i denne sammenheng gir det seg utslag som høyt gjeldsopptak grunnet oppkjøp av andre selskaper og endringer i lønnskostnadsbildet. For det andre er det et softwareselskap og dermed er de viktigste eiendelene immaterielle (EcoOnline, 2022).

## **Metode**

Vi vil gjennomføre en verdsettelse gjennom en nåverdianalyse. Det er selskapets tall fra siste finansrapport, investeringene som er gjort og selskapets ambisjoner for fremtiden som er grunnlaget for beregningene. Vi vil først gjennomføre en tradisjonell nåverdiberegning før vi spesielt diskuterer ESG-dimensjonen av selskapet og dens betydning for verdsettelse etter denne modellen. Vi vil med

---

andre ord forsøke på en systematisk måte, og med utgangspunkt i det vi vet, å spå om fremtiden. Det er rimelig å anta at en systematisk tilnærming gjennom en nåverdianalyse vil gi en bedre spådom fordi vi minimum vil måtte aktivt forholde oss til hva som finnes av data, hvilke forutsetninger vi legger til grunn og hvor vi antar usikkerhet.

### ***Verdsettelse av EcoOnline***

Når vi nå skal jobbe videre med verdsettelse av EcoOnline vil vi ta utgangspunkt i en Excel-modell Ashawat Damodaran har bygget for unge selskaper i en vekstfase (Damodaran, Spreadsheets -Valuation Models - High Growth, 2022).

Verdsettelse av selskapet skjer ved å bestemme seg for en tidshorisont og vurdere hvor store og stabile kontantstrømmene til selskapet er i den gitte perioden. Vi skal se på kontantstrømmer, vekstrater og avkastningskrav. Vi må vurdere verdien av det som er investert i og forventet verdi av fremtidige investeringer. Det er størrelsen i forhold til selskapet og kvaliteten på disse investeringene som utgjør vekstpotensialet. Videre må vi se på hvordan gjeld og egenkapital brukes til å investere og hvor god avkastning man får på disse investeringene (Damodaran, The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, 2018).

### ***Nåverdiberegning av et ungt vekstselskap***

Vi har valgt å følge verdsettelsesmodellen til Damodaran uten å gjøre større endringer enn å endre valutaverdien fra \$ til kr. Vi lar de engelske betegnelsene stå for å være tydelig på kildens betegnelser, og ha et aktivt forhold til hva de engelske betegnelsene betyr. Samtidig har vi valgt å legge inn en kolonne til venstre i excel-tabellen med oversettelser til norsk (Damodaran, Spreadsheets - Valuation Models - High Growth, 2022).

Når vi skal fastslå kontantstrømmene i lys av en nåverdianalyse, vil vi ta i bruk totalkapitalmetoden. På engelsk heter totalkapitalstrøm før skatt «Free Cash Flow to the Firm» heretter forkortet til FCFF. Det er en svært viktig indikator for aksjeverdi. Summeringen av fremtidige kontantstrømmer til selskapet skal, om det er korrekt priset, være like aksjeverdien (Investopedia, 2022). På engelsk heter en nåverdianalyse discounted cash flow valuation, forkortet til DCF. En

nåverdianalyse etter totalkapitalmetoden er en summering av fremtidige kontantstrømmer.

I sammenhenger hvor gjelden sammenliknet med egenkapitalen er høy eller forventes å bli vesentlig annerledes er det klokt å bruke totalkapitalmetoden. Metoden ser på kapitalstrømmen til både kreditorer og eiere, og ikke bare eiere. EcoOnline har en høy gjeldsgrad sammenliknet med egenkapital og det er derfor rimelig å bruke totalkapitalmetoden. På engelsk kalles det highly leveraged. Ulempen er at vi søker å finne selskapets frie kontantstrøm, og slå sammen det kreditor og eiere skal ha. Det kan gjøre deg mindre oppmerksom på utfordringene høy gjeldsgrad kan gi, noe som igjen kan øke risikoen ved investeringen (Skaldehaug, Totalkapitalmetoden - Del\_i\_teorii, 1).

Videre er det slik at ved å bruke totalkapitalmetoden forutsettes det en konstant balanse mellom gjeld og egenkapital i hele estimeringsperioden. Etter hvert som selskapet vokser ville det i mange sammenhenger bety at selskapet i moden fase sitter med svært store summer i gjeld (Damodaran, Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2002).

### Verdsettelse og nåverdiberegning: Steg 1: Historiske data

Kilden vi bruker for historisk data er den siste finansrapporten fra EcoOnline. Den ble offentliggjort 28. Februar 2022 og er den sist publiserte rapporten (EcoOnline Holding AS, 2022). Her presenteres resultatene av våre beregninger, for hele oppsettet se vedlegg 1.

Modell kilde	Damodaran Online: High Growth Firms: <a href="https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/hgrowth.xls">https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/hgrowth.xls</a>			
Data kilde:	EcoOnline Holding AS, Q4 and FY 2021 Financial Presentation and Repx 12 måneder rullerende data			
Kolonne A søker peke på hvor i Totalkapitalmodellen dataene er relevant, det er altså navngivning i modellen som er brukt ikke normale økonomiske omskrivninger				
Current Financial Information (Enter the most recent information you can find; if possible, use trailing 12-month data)				
<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>		Totalkapitalmodellen: Kilde Espen Skaldehaug		
<b>Historiske basis tall</b>	<b>I. Income Statement</b>	<b>MNOK</b>		
Resultat(Inntekt-Kostnad) før skatt og avskrivning	Current EBIT =	-kr 258		
Gjeld	Current Interest Expense =	kr 20		
Korreksjonsfaktor: Investering	Current Capital Spending	kr 101		
Korreksjonsfaktor: Avskrivning	Current Depreciation and Amortiza	kr 239		
Inntekt	Current Revenues =	kr 421		
	<b>II. Balance Sheet</b>	<b>This period</b>	<b>Last period</b>	
Korreksjonsfaktor: Arbeidskapitalending	Current Non-cash Working Capital	kr 191	kr 161	
Gjeld	Book Value of Debt =	kr 442	kr 340	
Verdivurdering	Book Value of Equity =	kr 1 554	kr 1 234	
Verdivurdering	Cash & Marketable Securities =	kr 365		
Verdivurdering	Non-operating Assets	kr 1 900		
	<b>III. Tax Information</b>			
Skatt	NOL carried forward =	kr 10		
Skatt	Marginal tax rate =	22,00 %		
	<b>Adjustments to Current Financial Information</b>			
Kontantstrømsendring	Do you have any operating leases?		No	
Kontantstrømsendring	Does your firm have R&D expenses?		Yes	
Kontantstrømsendring	Are there any other operating expenses to be capitalized?		No	



<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>			
<b>Avkastningskrav/WACC</b>		<b>Discount Rate Inputs</b>	
WACC: Bransjesnitt		Current Beta =	0,89
WACC		Current Cost of Borrowing =	5,95 %
WACC		Current Market Value of Debt =	kr 442

  

<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>			
<b>Avkastningskrav/WACC</b>		<b>General Information</b>	
WACC		Current long term government bond rate =	2,50 % Statsobligasjoner 3 år
WACC		Estimated Market Risk Premium =	5,00 % Norsk Markedspremie
WACC		Tax on investment	22,00 %

  

<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>			
<b>Markedsverdi/Fundamentalverdi</b>		<b>Per Share Inputs</b>	
Nåverdi		Number of Shares outstanding =	165308013
Nåverdi		Current Stock Price =	kr 14
Nåverdi		Does your firm have equity options outstanding?	Yes
Nåverdi		If yes, enter the number of options outstanding =	206157
Nåverdi		and the average exercise price of the options outstanding =	14
Nåverdi		and the average maturity of the options outstanding =	5
Nåverdi: Bransjesnitt		and the standard deviation in the firm's stock price =	82 %

### Verdsettelse og nåverdiberegning: Steg 2: Antagelser om fremtiden

Når det gjelder vekstraten de neste 10 årene bruker vi den raten som skal til for at EcoOnline skal nå omsetningsmålet på 1100 millioner kr. Det er åpenbart opp til diskusjon og et estimat fra vår side. Videre er det slik at EcoOnline søker mot en omsetning hvor den gjentagende inntekten er på 1100 MNOK. Den gjentagende omsetningen utgjør med utgangspunkt i dagens tall 93 % av inntekten og er målet, så vi velger i denne sammenheng å se bort fra annen inntekt. For non cash working capital bruker vi gjennomsnittet for denne typen selskaper samlet inn av Damodaran (Damodaran, Data, 2022). Vi velger å beholde den historiske salgs- til kapitalratioen på 4,19 for fremtiden.

<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>			
<b>Fremtidig forventninger</b>		<b>Expectations for the future</b>	
Inntektsendring		Do you want to enter the growth rate in revenues each year?	No
Inntektsendring		If no, Compounded Annual Growth Rate in Revenues for next 10 years:	27,10 %
Arbeidskapitalendring		Do you want me to use current working capital as percent of revenues for the fu	No
Arbeidskapitalendring: Bransjesnitt		If not, enter non-cash working capital as a percent of revenues in future periods	-11,60 %
Inntektsendring		How would you like capital expenditures to be estimated?	3
Inntektsendring		If you would chose 3, enter the sales to capital ratio that you would like maintain	4,19

Det er et mål for denne typen analyse å nå frem til en vurdering av terminalverdien, der hvor inntekt, vekst og kostnader stabiliseres, terminalverdien. Faktorer knyttet til dette er gjengitt under i tabellen:

<b>Formål i totalkapitalmodellen</b>			
		<b>Stable Growth Inputs</b>	
Inntektsendring: Bransjesnitt		Expected Growth Rate in perpetuity =	3 % Speed of convergence
Inntekts- og kostnadsendring: Bransjesnitt		Expected Operating Margin =	14,19 % 1,5
WACC		Expected Debt to Capital(MV) Ratio for the firm	6,97 %
WACC		Expected Beta =	0,89
WACC		Expected Cost of Debt =	5,95 %
Inntektsendring: Bransjesnitt		Return on Capital for the firm =	45,06 %

For bedre oppløsning, se vedlegg 1: Input til totalkapitalmodellen

---

### *Avkastningskrav beregnet ved bruk av KVM-modellen*

Vi forutsetter at porteføljen til E. Jenssen Invest AS er diversifisert, slik at den usystematiske risikoen er fjernet ved investeringen.

Modellen vi har valgt for å beregne avkastningskravet er KVM.

Første element er **risikofri rente**. I den sammenheng har vi valgt å bruke Norges Banks nullkuponrente for en 3 års periode som ligger rundt 2,5 % (Norges Bank, 2022). Årsaken til at vi har valgt 3 år, er fordi investeringen vår sees i et 3 års perspektiv. Neste element er **pris per enhet risiko**. Her har vi brukt markedsverdien i det norske markedet på 5 %. Siste element er **antall enhet risiko**, som med andre ord er BETA. BETA måler samvariasjonen mellom markedet og en aksje (Berthling-Hansen, 2021). Vi har valgt «average unlevered beta» under kategorien «software (system & application)» fra det europeiske markedet fra Damodarans hjemmeside (Damonaran, 2021) Vi valgte denne kategorien etter en gjennomgang av alle selskap som er oppført under de ulike software-kategoriene og hvor denne var mest relevant for vårt selskap. Grunnen til at vi har valgt average unlevered beta er fordi vi skal vurdere hele selskapet EcoOnline, vi skiller ut effekten av selskapets gjeldsgrad og vi forutsetter at eier er diversifisert. Renteutsikkerhet er ikke like relevant for denne oppgaven, fordi tidshorisonten er kun tre år. Den risikofrie renten vil være relativt stabil i denne tidsperioden.

## **Resultater**

### *Utrekning og resultat av avkastningskrav*

$0,025 \text{ «risikofri rente»} * (1 - 0,22) \text{ «skattesats»} + 0,05 \text{ «Markedsverdi»} * 0,89$   
Beta» = 6,4 %. Ved bruk av KVM-modellen har vi et avkastningskrav på rundt 6,4 %, som igjen avrundes til 6-9 %. Avkastningskravet blir i total kapitalmodellen benyttet som verdi for Cost of Equity/Rente egenkapital.

En måte å operasjonalisere en eventuell ESG-effekt på, kan være å se på en ESG-satsning som en slags forsikring mot en nedside som kan komme i fremtiden. Det kan derfor være relevant å justere avkastningskravet om man ser en betydelig ESG-satsning hos selskapet. En OECD-rapport peker på at man kanskje kan anta at ESG-selskaper har en lavere risiko for redusert aksjepris, en lavere drawdown risiko. Den kan tallfestes til en redusert risiko på 0,9 % (OECD, 2022). En måte

man da kan redusere risikokravet på, er ved å trekke dette fra den risikofrie renten. Hvor mye man trekker fra kan vurderes opp mot den systematiske ESG-analysen. Det er en måte å operasjonalisere dette på, det er sannsynlig at mer utforskning kunne ledet til et enda mer solid tallmessig fundament for en slik vurdering.

### *Utrekning og resultat av nåverdianalyse og verdsettelse*

Med den eksisterende aksjekursen ser det ut som EcoOnline er underpriset i markedet om forutsetningene i denne analysen legges til grunn. Markedsverdien med dagens aksjekurs er på 2 314 MNOK. Markedsverdien etter nåverdianalysen er på ca. 8 100 MNOK. Altså tett opp mot 4 ganger det aksjemarkedet tilsier. Dersom verdsettelsen stemmer er det muligheter for en ekstraordinær avkastning. Det er overveiende sannsynlig at en så ekstraordinær avkastning ikke er sannsynlig. Spesielt vekstfaktorene bør vurderes på nytt.

Present Value Calculations																						
Cumulative WACC	1,06400000      1,132095998      1,20455014      1,281641349      1,363666394      1,450737919      1,543140483      1,641270828      1,74530604      1,854865842																					
Present Value of FCF	-kr	177	-kr	105	-kr	49	-kr	4	kr	35	kr	56	kr	64	kr	88	kr	113	kr	141	kr	157
Present Value of Terminal Value	kr 8 110																					

	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year												
Revenue Growth Rate		27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	27,10 %	3 %												
Revenues	kr	421	kr	535	kr	680	kr	864	kr	1 099	kr	1 396	kr	1 775	kr	2 256	kr	2 867	kr	3 644	kr	4 632	kr	4 771
Operating Margin		-59,54 %		-30,05 %		-12,35 %		-1,73 %		4,64 %		8,46 %		10,75 %		12,13 %		12,96 %		13,45 %		13,75 %		14,19 %
EBIT	-kr	251	-kr	161	-kr	84	-kr	15	kr	51	kr	118	kr	191	kr	274	kr	371	kr	490	kr	637	kr	677
Taxes	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	20	kr	60	kr	82	kr	108	kr	140
EBIT(1-t)	-kr	251	-kr	161	-kr	84	-kr	15	kr	51	kr	118	kr	171	kr	213	kr	290	kr	382	kr	497	kr	528
+ Depreciation	kr	261	kr	331	kr	421	kr	535	kr	680	kr	865	kr	1 099	kr	1 397	kr	1 439	kr	1 482	kr	1 526	kr	1 572
- Capital Expenditures	kr	130	kr	372	kr	473	kr	601	kr	763	kr	970	kr	1 233	kr	1 567	kr	1 655	kr	1 757	kr	1 876	kr	1 623
- Chg WC	kr	30	-kr	13	-kr	17	-kr	21	-kr	27	-kr	35	-kr	44	-kr	56	-kr	71	-kr	90	-kr	115	-kr	16
FCFF	-kr	150	-kr	188	-kr	119	-kr	59	kr	5	kr	47	kr	81	kr	99	kr	144	kr	197	kr	261	kr	493
NOL	kr	10	kr	171	kr	255	kr	270	kr	219	kr	101	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-
Terminal Value	kr 15 042																							

WACC - Cost of Capital Calculations												
Tax Rate	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	10,40 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %
Debt Ratio	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	1,39 %	1,74 %	2,32 %	3,49 %	6,97 %
Beta	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Cost of Equity	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %
Cost of Debt	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %
After-tax cost of debt	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,95 %	5,33 %	4,64 %	4,64 %	4,64 %	4,64 %
Cost of Capital	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,40 %	6,39 %	6,37 %	6,36 %	6,34 %	6,28 %

For bedre oppløsning, se vedlegg 2: Resultat av total kapitalmodellen

## Analyse og drøfting

### *Sjekkliste for evaluering av bærekraft og samfunnsansvar i EcoOnline*

Vi har utarbeidet en sjekkliste med 20 punktene som er hentet fra teorikapitlet i oppgaven. Disse punktene er valgt ut for å gjøre en analyse av hva teorien rundt bærekraft og samfunnsansvar mener sikrer et bærekraftig selskap, sammenlignet med hva vi finner av dokumentasjon fra selskapet EcoOnline. Ut fra egen vurdering i samsvar med hvordan vi vurderer viktigheten av ESG-effektene, har vi vektet de ulike effektene ut fra dimensjonen høy, medium og lav verdi. Vi er av den oppfatningen om at jo flere punkter EcoOnline kan krysser av på denne

sjekklisten, og som samtidig understøttes av vektingen, jo mer sannsynlig er det at avkastningskravet og risikoen knyttet til investeringen kan synke.

Tolv av effektene er vurdert til å ha **høy** verdi, fem av effektene er vurdert til å ha **medium** verdi og tre av effektene er vurdert til å ha **lav** verdi. Vi har valgt fargen rød på høy vekting for å tydelig utheve effekter av avgjørende karakter.

Nr	ESG-effekter	Vekting	Dimensjon	EcoOnline
1	Ord til handling	Høy	E	-
2	Fotavtrykk	Høy	E & S	-
3	Ta hensyn til helheten av påvirkning	Høy	E & S	-/+
4	Trippel bunnlinje - People, planet, profit	Høy	ESG	+
5	Meningsfullt mål for selskapet	Medium	S	+
6	Tydeliggjøring av hvorfor og hvordan få det til	Høy	S & G	+
7	Mer bærekraft i utdanning	Lav	S	-
8	Flere bærekraftsstillinger	Medium	S	+
9	Bedriftskultur	Høy	S	+
10	Bærekraft og samfunnsvar høyt på agendaen	Medium	S	+
11	Opprettholdelse av troverdighet	Høy	ESG	+
12	Implementering av bærekraft kan være kostnadsbesparende	Høy	G	+
13	Analyser av seg selv og omgivelsene	Lav	ESG	-
14	Åpenhetsloven	Høy	G	+
15	Sette et ambisjonsnivå for selskapet	Medium	ESG	+
16	Sertifiseringer og rammeverk	Høy	ESG	+
17	Trappemodell for sunnhetsvekst	Høy	G	4 + og 2 -
18	Aktivt samfunnsansvar	Medium	S	-
19	«Vasking av selskapet»	Høy	G	-
20	«Green husing»	Lav	S	+

---

### *Punkt 1 - Ord til handling*

**Teori:** Bedriften må definere hvordan den kan redusere sin negative effekt og øke den positive (Peltokangas et al., 2021, side 17).

**EcoOnline:** Å engasjere medarbeidere i tryggere og bærekraftige arbeidsplasser har bevist økt trivsel og produktivitet. Ved å legge til rette for tryggere arbeidsplasser gjennom kontroll og håndtering av kjemikalier, hendelser, ulykker, risikoer, revisjoner og tillatelser, løser EcoOnline reelle utfordringer med stor påvirkning (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Ovenfor beskriver selskapet hvordan deres medarbeidere blir engasjert og jobber mot målet for at kundene skal få kontroll og håndtere ulike påvirkninger på mennesker og miljø. Selskapet har dog ikke har lagt ut egne data eller analyser på hvordan eget selskap eller deres kunder påvirker omgivelsene, da er det umulig å evaluere dette punktet. Denne effekten er innenfor miljødimensjonen (Environmental), og vurderes som en grunnleggende viktig ESG-effekt og derfor vektet med høy verdi.

### *Punkt 2 – Fotavtrykk*

**Teori:** Med lavutslippssamfunn menes et samfunn hvor de nasjonale utslippene er på et nivå tilsvarende 1-2 tonn per innbygger (Peltokangas et al., 2021, side 18).

**EcoOnline:** De har innført en ny modul i sin plattform ved navn «Carbon Accounting» som muliggjør at kundene kan måle sitt karbonavtrykk (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Det fremkommer ikke noe data eller analyser av karbonutslippet til EcoOnline, selv om deres plattform bidrar til at kundene får oversikt og forhåpentligvis får redusert sitt fotavtrykk ved bruk av løsningene. ESG-effekter som knyttes til dimensjonen styring (Governance), tillegges høy vekt. Dette da det ofte er knyttet til lovpålagte oppgaver og anses sånn sett som grunnleggende viktig ESG-effekt å oppnå for å sikre forsvarlig drift. Denne effekten er både innenfor miljø- og styringsdimensjonen (Environmental og Governance).

### *Punkt 3 - Ta hensyn til helheten av påvirkning*

**Teori:** Ledelsen må ta større hensyn til omverden og bedriftens påvirkning (Peltokangas et al., 2021, side 23).

**EcoOnline: Hvorfor gjør de dette?** EcoOnline brenner for å utvikle brukervennlig digital programvare som forbedrer informasjonsflyten og

---

effektiviserer all dokumentasjon som trengs for å redusere risikoer på grunn av faktorer på arbeidsplassen.

**Hvordan gjøre det?** Hos EcoOnline bruker de innovativ teknologi for å hjelpe kundene med å bygge en dypere forståelse av deres operasjonelle og HMS-risikoer. Ved å designe HMS-programvare med brukervennlighet i kjernen, senker de barrieren slik at alle kan rapportere hendelser, nestenulykker eller andre viktige hendelser – uansett hvor de er. De bruker datafangst og kobler disse til for å se nærmere på årsaken til hendelsene, risikoene eller utslippene. Gjennom et brukervennlig dashboard kan alle ta en rolle i å oppdage trender, korrigerende handlinger og bidra til å beskytte ansatte, entreprenører, kunder og publikum (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Ovenfor beskriver selskapet hvorfor og hvordan deres løsninger hjelper omverden, og på den måten kan bidra for å redusere og forebygge ulike risikofaktorer på mennesker og miljø. De har en god beskrivelse av hvordan de støtter andres arbeidsprosesser, som vi vurderer er en viktig del av denne faktoren, men likeså har de ingen data eller analyse på hvordan egen bedrift påvirker miljø eller mennesker. Denne effekten tillegges høy vektning, da ringvirkningene av egne verdikjeder og kunder/interessenter har potensielt store konsekvenser for miljøet og samfunnet. Denne effekten er innenfor miljø- og sosialdimensjonen (Environmetal og Social).

#### *Punkt 4 - Trippel bunnlinje - People, planet, profit*

**Teori:** Selskaper skal vise til hvordan de skal skape lønnsomhet innen de tre dimensjonene (Peltokangas et al., 2021, side 24).

**EcoOnline:** Etter å ha levert løsninger i mer enn to tiår som muliggjør tryggere, sunnere og bærekraftige arbeidsplasser, er EcoOnline godt forberedt til å hjelpe virksomheter med å sette og oppfylle ESG-målene sine. EcoOnline fortsetter å tiltrekke seg nye kunder, både organisk og gjennom oppkjøp. De fikk 1187 nye kunder i løpet av 2021, 752 organisk og 435 gjennom oppkjøp. Med en ARR på 434 millioner kroner ved utgangen av 4. kvartal 2021 (som er en økning på 37 % fra 2020) kombinert med en klar oppkjøpsstrategi og en solid finansiell posisjon, er EcoOnline godt forberedt for videre vekst og for å nå 2025 ARR-målet på 1,1 milliarder kroner. Investeringer i produktutvikling og forbedret brukeropplevelse er viktige deler av EcoOnlines organiske vekststrategi. Systemene for

---

kjemikaliehåndtering, HMS og læringsledelse er enkle å bruke og digitalt tilgjengelig for kundene. EcoOnline åpner et stort og på mange måter nesten uutnyttet marked. Bedrifter over hele Europa så vel som i USA må forholde seg til nye krav og forskrifter som tar sikte på å beskytte arbeidstakernes helse og miljø, og sikkerhet. De antar et «white space» på kanskje så mye som 80 %. De fleste potensielle kundene bruker faktisk fortsatt gamle manuelle og papirbaserte systemer for sine HMS-oppgaver. Dette skaper et stort langsiktig vekstpotensial for EcoOnline. Stabile historiske vekstfaktorer kombinert med HMS og ESG-fokus, sikrer en fremtidig langsiktig vekst for selskapet.

**Vurdering:** Denne beskrivelsen viser hvordan de ser disse tre dimensjonene i sammenheng, og at det samlet sett kan skape vekst og lønnsomhet for selskapet (EcoOnline, 2022). Denne effekten vektlegges som høy, da sammenhengen mellom lønnsomheten i kroner og påvirkning på samfunnet og miljøet er avgjørende for å drive innenfor alle tre ESG-dimensjonene.

#### *Punkt 5 - Meningsfullt mål for selskapet*

**Teori:** Dette gjør selskapet attraktivt for investorer, ansatte som gjør det enklere å rekruttere (Peltokangas et al., 2021, side 41).

**EcoOnline:** Deres mål er å være en organisasjon med felles mening – beskytte mennesker og miljøet (EcoOnline, 2021).

**Vurdering:** Målsettingen deres er klar, kortfattet og forståelig. Det rommer både deres egne medarbeidere og hvordan de skal hjelpe sine kunder. Denne vektes til å ha medium verdi. Det er klart viktig med et tydelig mål, men det er handlingene både gjennom tall og ord som viser om de oppnår målsetningen sin. Denne effekten hører under samfunnsdimensjonen (Social).

#### *Punkt 6 - Tydeliggjøring av hvorfor og hvordan få det til*

**Teori:** Dette gir bedre omdømme, økt effektivitet og igjen lønnsomhet (Peltokangas et al., 2021, side 41).

**EcoOnline: Hvorfor gjøre de dette?** EcoOnline brenner for å utvikle brukervennlig digital programvare som forbedrer informasjonsflyten og effektiviserer all dokumentasjon som trengs for å redusere risikoer på grunn av faktorer på arbeidsplassen.

**Hvordan gjøre det?** Hos EcoOnline bruker de innovativ teknologi for å hjelpe kundene med å bygge en dypere forståelse av deres operasjonelle og HMS-

---

risikoer. Ved å designe HMS-programvare med brukervennlighet i kjernen, senker de barrieren slik at alle kan rapportere hendelser, nestenulykker eller andre viktige hendelser – uansett hvor de er. De bruker datafangst og kobler disse til for å se nærmere på årsaken til hendelsene, risikoene eller utslippene. Gjennom et brukervennlig dashboard kan alle ta en rolle i å oppdage trender, korrigerende handlinger og bidra til å beskytte ansatte, entreprenører, kunder og publikum (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** De svarer klart og tydelig på hvorfor og hvordan de skal nå sine mål, som vil kunne bidra til økt omdømme, effektivitet og lønnsomhet. Denne effekten vektes til å ha høy verdi, da den tilhører samfunns- og styringsdimensjonen (Social og Governance).

#### *Punkt 7 - Mer bærekraft i utdanning*

**Teori:** Fremtidige medarbeidere vil stille høyere krav om bærekraft og rettferdighet (Peltokangas et al., 2021, side 42).

**EcoOnline:** De beskriver i en av utlysningstekstene sine på sin rekrutteringsportal at de har 500 dyktige kolleger på våre kontorer i Norge, Sverige, Finland, Danmark, Dublin, Irland, Storbritannia og USA (EcoOnline, u.a).

**Vurdering:** De har en egen portal for rekruttering til selskapet. Av de 36 utlyste stillingene per 30.04.2021, var det ingen krav til bærekraftsutdanning- eller erfaring. Det finnes ingen oversikt over alder hos de ansatte, og da er utfordrende å vurdere om de har en økt andel yngre medarbeidere som potensielt har et større bærekraftsfokus enn den eldre generasjonen. Denne effekten vektes til lav verdi, da denne effekten alene i dag har såpass liten påvirkning. Denne effekten vil øke i verdi etter hvert som de yngre generasjonene fullfører sin høyere utdannelse og kommer ut i arbeidslivet. Effekten tilhører den samfunnsmessige dimensjonen (Social).

#### *Punkt 8 - Flere bærekraftsstillinger i selskapet*

**Teori:** Stillinger var tidligere innen marked og kommunikasjon, nå mer innen økonomi (Peltokangas et al., 2021, side 42).

**EcoOnline:** Helene Brodersen er Leder av PR, Brand and Communication. Hun brenner for å koble EcoOnlines løsninger med det høyere formålet å skape tryggere og mer bærekraftige arbeidsplasser for mennesker og miljø. Som tidligere journalist dedikerer hun forfatterskapet sitt til å oversette komplekse

Side 31 av 45

---



---

emner til letteste og engasjerende historier. Helene har også en grad i bærekraft (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Det fremkommer av hjemmesiden at det er denne lederstillingen som har utdanning og ansvar for blant annet bærekraft i selskapet. EcoOnlines stilling er også fortsatt knyttet til marked og kommunikasjon, og ikke innenfor økonomi. Som nevnt under punkt 7 i forhold til utdanning, er det ingen av de nylige utlyste stillingene som etterspør utdanning eller erfaring innen bærekraft eller samfunnsansvar. Dette trekker troverdigheten noe ned. Denne effekten vektes til å ha medium verdi. Kompetansen innen bærekraft og samfunnsansvar må spres i organisasjonen, og helst innenfor økonomidimensjonen for å koble ESG-dimensjonene bedre sammen. Denne effekten er knytte til samfunnsdimensjonen (Social).

#### *Punkt 9 - Bedriftskultur*

**Teori:** Ledere som med et ekte engasjement er opptatt av medarbeidernes og interessentenes behov og forventinger, vil kunne skape en kultur basert på tillit, åpenhet og gjensidighet (Peltokangas et al., 2021, side 46).

**EcoOnline:** De beskriver at de har en erfaren ledelse støttet av en engasjert organisasjon med en formålsdrevet bedriftskultur. De har en skår på 7,8 av 10 på engasjement blant ansatte(EcoOnline, 2021).

**Vurdering:** Det ligger ingen medarbeiderundersøkelser tilgjengelig, men det henvises til skåren på 7,8 av 10 rundt engasjementet til medarbeiderne. Dersom vi skulle vurdert dette punktet i sin helhet, ville det økt troverdigheten dersom hele undersøkelsen eller lignende data lå tilgjengelig på nettsiden. Denne effekten vektes til høy verdi da virksomhetsstyring og kultur er to grunnleggende faktorer for å lykkes med den overordnede målsetningen til selskapet. Ledere er kulturbærere, og er avhengig av sine medarbeidere for å sikre god måloppnåelse og effekten kobles til den samfunnsmessige dimensjonen (Social).

#### *Punkt 10 - Bærekraft og samfunnsvar høyt på agendaen*

**Teori:** Styret i selskapet må ikke være bærekraftseksperter, men kompetansen må være i styrerommet slik at ledelsen ikke blir motarbeidet for å kun sikre profitt (Peltokangas et al., 2021, side 46).

**EcoOnline:** Generalforsamlingen i selskapet har godkjent årsregnskapet og årsberetning for 2021 (EcoOnline, 2021).

---

**Vurdering:** Protokoll fra generalforsamlingen 2021 ligger ute på nettsiden, og det fremkommer ingen innvendinger verken for eller imot tema bærekraft eller samfunnsansvar her. Det er å anta at styret støtter den bærekraftige utviklingen til EcoOnline da de stadig har utviklet seg i en mer bærekraftig retning de siste årene, og dette strategiske arbeidet er utarbeidet sammen med, eller godkjent av styret. Denne effekten vektes til medium verdi, på lik linje som kompetanse innad i selskapet under punkt 8 og kobles til samfunnsdimensjonen (Social).

#### *Punkt 11 - Opprettholdelse av troverdighet*

**Teori:** Dersom selskapets handlinger viser at kortsiktige inntjeninger alltid trumfer bærekraftsmål, mister den troverdighet internt og eksternt (Peltokangas et al., 2021, side 48).

**EcoOnline:** Siden 2019 har EcoOnline integrert tre av bærekraftsmålene i sine strategier:

Mål 3.9: redusere antallet dødsfall og sykdommer betydelig fra farlige kjemikalier og luft-, vann- og jordforurensning og forurensning.

Mål 8.8: beskytte arbeidstakerrettigheter og fremme trygge og sikre arbeidsmiljøer for alle arbeidstakere.

Mål 12.4: oppnå en miljømessig forsvarlig håndtering av kjemikalier og alt avfall gjennom hele livssyklusen, i henhold til vedtatte internasjonale rammeverk, og redusere deres utslipp til luft, vann og jord betraktelig for å minimere deres negative innvirkning på menneskers helse og miljøet (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Ved å se på deres strategi og resultater per 2021, har EcoOnlines vekst, oppkjøp og utvikling handlet i tråd med de bærekraftsmålene selskapet har satt seg. Denne effekten vektes til å ha høy verdi, da troverdighet kan ha direkte konsekvens på aksjekursen. Dersom selskapet mister sin troverdighet, vil dette få konsekvenser for aksjekursen og lønnsomheten. Se denne i sammenheng med punkt 12 som er et eksempel på hvordan ESG har direkte påvirkning på kostandene. Denne effekten handler om alle tre dimensjonene, miljø, samfunn og styring (Environmental, Social og Governance).

#### *Punkt 12 - Implementering av bærekraft kan være kostnadsbesparende*

**Teori:** Dette kan samtidig sikre at bedriften ikke diskvalifiseres fra anbud og innkjøpsordninger, og derfor også bli en mer attraktiv arbeidsplass (Peltokangas et al., 2021, side 65).

---

**EcoOnline:** Et eksempel vi fant i notene til regnskapet for 2021: Den 10. desember 2021 fikk EcoOnline AS, datterselskapet til EcoOnline Holding AS, refinansiert sine SEK-sedler til sterkt forbedrede vilkår gjennom ESG-lenkede sertifikater. Avtalen hadde en samlet kredittramme på EUR 150 millioner. Sedlene har gått fra 9,5 % rente til 5,95 %. Noe som delvis er knyttet til konsernets resultater i forhold til dets strategiske ESG-prestasjonskriterier (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Note 6 fra årsregnskapet for 2021 viser at selskapet gis bedre lånebetingelser siden de kan vise til sine ESG-prestasjoner og sertifiseringer. Denne effekten vektet som høy verdi da mye av målet med analysen vår er å vise at ESG kan ha direkte positiv påvirkning på lønnsomheten til selskapet. Denne dimensjonen er knyttet til styring (Governance).

#### *Punkt 13 - Analyser av seg selv og omgivelsene*

**Teori:** Eksempler på analyser kan være verdikjedeanalyse, omverdensanalyse, interessentanalyse og vesentlighetsanalyse (Peltokangas et al., 2021, side 68).

**EcoOnline:** Det ligger ingen tilsvarende analyseresultateter eller henvisninger til slike analyser på deres hjemmesider.

**Vurdering:** Da dette ikke fremkommer, vurderes dette punktet som ikke oppfylt. Denne effekten vektet til å ha lav verdi, da denne effekten sier kun noe om hvilke metoder som finnes for å analysere seg selv og omgivelsene. Det finnes andre måter å gjøre dette på som punkt 1, 2, 3, 5 og 6. Denne effekten kan tilhøre alle tre dimensjoner, da det kommer an på type selskap man driver (Environmental, Social og Governance).

#### *Punkt 14 – Åpenhetsloven*

**Teori:** Loven pålegger store og mellomstore bedrifter informasjonsplikt og en plikt til å gjøre aktsomhetsvurderinger (Peltokangas et al., 2021, side 73).

**EcoOnline:** Denne loven gjelder for EcoOnline. Selskapet har gjort flere risiko- og aktsomhetsvurderinger som fremkommer i informasjonsdokumentet som er utarbeidet i forbindelse med opptaket til Oslo børs i 2021 (EcoOnline, 2020).

**Vurdering:** Ut fra aktsomhets- og risikovurderingene de har gjennomført, øker dette troverdigheten til driften. Denne effekten vektet som høy, da denne omhandler selskapets styring og lovpålagte oppgaver (Governance).

---

#### *Punkt 15 - Sette et ambisjonsnivå for selskapet*

**Teori:** Selskapet må ta en beslutning om hvilket ambisjonsnivå de skal ligge på (Peltokangas et al., 2021, side 85).

**EcoOnline:** Deres misjon, mål og ambisjonsnivå er følgende: Folk har lenge observert dyr for tegn på forestående farer eller bevis på miljøtrusler. For mange har historien om hvordan kanarifuglen ble et symbol på sikkerhet for gruvearbeidere velkjent. Lenge inn på 1900-tallet brukte kullgruvearbeidere kanarifugler inn i kullgruver som et tidlig varselsignal for giftige gasser.. Med EcoOnlines logo hyller de denne ekstraordinære lille fuglen. Ved å plassere kanarifuglen i et skjold, ønsker de å koble logoen med deres misjon om å hjelpe kundene til å skape trygge, bærekraftige, effektive og attraktive arbeidsplasser gjennom brukervennlige SaaS-verktøy (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Gjennom både denne målsetningen, men også flere av de andre punktene som fremkommer av denne oversikten, tilsier det at selskapet har klart å definere sitt ambisjonsnivå. Denne effekten vektet med medium verdi, da det fremkommer av vurderingen at dette punktet henger sammen flere av de andre effektene og derfor ikke avgjørende og sårbart isolert sett. Denne effekten kan potensielt tilhøre alle tre dimensjoner da det igjen handler om hva slags type drift selskapet bedriver (Environmental, Social og Governance).

#### *Punkt 16 - Sertifiseringer og rammeverk*

**Teori:** Det finnes ulike bærekraftige sertifiseringer og rammeverk for målsetning av ESG, for eksempel FNs bærekraftsmål (Peltokangas et al., 2021, side 95). Dette kan gi økt motivasjon internt og økt troverdighet utad.

**EcoOnline:** Selskapet har følgende sertifiseringer, utmerkelser og rammeverk de følger: Green Quadrant EHS Software Leader 2021, Get app – category leders 2021, Vurdert til et gjennomsnitt på 4,6 av 5 på Capterra.ie, Software advice, front runners 2021

Tre ulike ISO-sertifiseringer: ISO-9001 – kvalitetsstyring, ISO-22301- trygghet og motstandskraft, ISO-27001- informasjonssikkerhet

Selskapet har integrert FNs bærekraftsmål 3, 8 og 12 i sin strategi fra 2019 (EcoOnline, 2022)

Green Quadrant EHS Software Leader 2021,Get app – category leders  
2021

---

**Vurdering:** Selskapet har utmerket seg både ved å få tildelt ulike utmerkelser, gode brukeranmeldelser, gjennomført flere sertifiseringer og integrert delmål av FNs bærekraftsmål i egen strategi. Samtidig har de ingen spesifikke sertifiseringer knyttet til bærekraft. Dog øker dette troverdigheten til selskapet. Denne effekten vektet som høy, da dette gir en indikasjon på hva omverden/interessentene tenker rundt selskapet en del av sertifiseringene og rammeverket gir både en større trygghet på seriøsiteten, kvaliteten og kompetansen til selskapet. Denne effekten kan potensielt tilhøre alle tre dimensjoner da det igjen handler om hva slags type drift selskapet bedriver (Environmental, Social og Governance).

#### *Punkt 17 - Trappemodell for sunnhetsvekst*

**Teori:** Selskapet kan velge å anvende sekstrinns modellen for sunn vekst utarbeidet av Per Espen Stoknes (Peltokangas et al., 2021, side 100).

**Vurdering:** Trinn 1 omhandler samfunnsansvar, og vi har ikke evnet å finne dokumentasjon på om eller hvordan selskapet bidrar spesifikt tilbake til samfunnet. Trinn 2 omhandler å ha orden i eget hus, før du begynner å se på egen verdikjede og kunders påvirkning. Som nevnt kan vi ikke se at selskapet har sertifiseringer knyttet til miljø eller samfunn, men de har tre ulike ISO-sertifiseringer. Trinn 3 omhandler å stille krav til leverandørkjede og innkjøp som skal være i tråd med de bærekraftsmålene selskapet har satt seg. Som nevnt tidligere, ligger det ingen analyser av denne typen ute på hjemmesiden til selskapet, så det gjør det umulig å vurdere. Trinn 4 er en strategisk øvelse som omhandler hvordan selskapet kan levere mest mulig verdi med færrest mulig ressurser. EcoOnline er jo et programvareselskap hvor plattformen og tjenestene de leverer er digitalt. De etterlater seg lite utslipp og fysiske produkter som er med på å forurense kloden til sammenligning med andre selskaper. Trinn 5 skal selskapet gjøre en vurdering om hvor bærekraftig tjenestene og produktene er. Her gjelder samme vurdering som i trinn 4. Trinn 6 omhandler omlegging av forretningsmodellen til å bli mer bærekraftig. Etter EcoOnline integrerte FNs bærekraftsmål i sin strategi, samt hvordan de nå ser den økonomiske veksten i samsvar med ESG-fokuset vil vi si de har evnet å endre sin forretningsmodell de siste årene. Totalt mener vi EcoOnline kan krysse av for 4 av 6 trinn i modellen. Denne effekten er vektet til høy verdi. Som teorien viser er det mange effekter som er relevant for at et selskap skal lykkes med trippel bunnlinje og å inkludere

---

bærekraft og samfunnsansvar i sin forretningsmodell. Elementer av denne modellen går igjen i flere av de andre faktorene. Denne effekten tilhører dimensjonen styring (Governance).

#### *Punkt 18 - Aktivt samfunnsansvar*

**Teori:** Selskapet kan anvende en eller flere av stegene utarbeidet av Corporate Good til å ta et aktivt samfunnsansvar (Peltokangas et al., 2021, side 129).

**Vurdering:** Da det ikke fremkommer på EcoOnline sine nettsider eller publikasjoner, om eller hvordan de eventuelt har valgt å bidra med sitt samfunnsansvar, lar det seg ikke gjøre å vurdere selskapet ut fra de 7 stegene til Corporate Good. Effekten vektes med medium verdi med lik begrunnelse som punkt 17. Denne effekten tilhører samfunnsdimensjonen (Social).

#### *Punkt 19 - «Vasking av selskapet»*

**Teori:** Grønn-, rosa eller regnbuevasking er ulike varianter som beskriver hvordan et selskap kan lyve om hvordan de bidrar positivt til det grønne skifte uten å kunne vise til handling som støtter budskapet deres. Selskaper kan bruke Skifts grønnvaskingsplakat til å gjøre en egenevaluering (Peltokangas et al., 2021, side 139).

**Vurdering:** Da det ikke fremkommer på EcoOnline sine nettsider eller publikasjoner, om eller hvordan de eventuelt vurdere egen innsats for å forhindre grønnvasking, lar det seg ikke vurdere dette punktet. Denne effekten vektes med høy verdi, da denne effekten tilhører styringsdimensjonen (Governance).

#### *Punkt 20 - «Green hushing»*

**Teori:** Lag gode rutiner eller ritualer for hvordan selskapet ønsker å dele internt og eksternt sitt samfunnsbidrag (Peltokangas et al., 2021, side 160).

**EcoOnline:** Selskapet beskriver at deres plattform bidrar til at sine 7100 kunder blir trygge og får mer bærekraftige arbeidsplasser ved å bruke deres plattform. (EcoOnline, 2022).

**Vurdering:** Det er uklart hvordan internkommunikasjonen foregår i selskapet da dette ikke fremkommer på deres nettsider eller i publikasjoner. De har laget en blogg hvor selskapet deler ulike innlegg om temaer de er opptatt av og hvor de viser frem ulike suksesser. Samtidig viser de frem sine sertifiseringer, priser, gode brukeranmeldelser og lignende på sine nettsider. Dette taler for at selskapet ikke

---

bedriver med «green hushing». Denne faktoren vektet med lav verdi. Det er ikke avgjørende for investeringsbeslutningen at selskapet har gode rutiner rundt dette punktet. Denne effekten tilhører samfunnsdimensjonen (Social).

#### *Totalsummering av ESG-effekter*

EcoOnline kan krysse av for tretten av sytten effekter med høy verdi, fire av fem effekter med medium verdi, samt en av tre effekter med lav verdi. Totalt utgjør det 18 av 25 mulige ESG-effekter.

### **Konklusjon**

På samme måte som nettonåverdimetoden og verdsettelse er å spå fremtiden, har vi valgt en tilsvarende analytisk tilnærming til de ulike ESG-effektene.

Problemformuleringen vår var: «Kan ESG-effekter påvirke avkastningskravet og igjen verdsettelsen av investeringen vår?» Vi mener å vise til at det kan tyde på det, men det kan naturlig nok drøftes i hvilken grad.

En profesjonell investor bør gjøre en systematisk og strukturert gjennomgang både hva angår verdsettelsen og verdien av ESG-satsningen. Investoren bør vurdere minimum disse faktorene:

- Markedets vekstpotensial
- Hvilken livsfase er selskapet i
- Selskapets historikk knyttet til kostnader, inntekter og investering
- Bransjens historikk knyttet til kostnader, inntekter og investering
- Gjeld
- Bransjens historiske risiko
- Kan offisielle institusjoner tilby data og vurderinger om fremtiden
- ESG-faktorer for å vurdere om det reduserer risiko

Alle disse vurderingene er det knyttet risiko og usikkerhet til, men vi tror at dersom man setter disse faktorene inn i en nåverdimodell, vil man kunne ta bedre investeringsbeslutninger.

Spesielt for ESG-effekter har vi valgt å sette teori opp mot egne vurderinger og hva EcoOnline kan dokumentere, for å prøve å trekke noen slutninger rundt

---

påvirkningen av ESG. I vår analytiske fremstilling har vi prøvd å ta stilling til hvilken dimensjon effektene opererer i og vekting av de ulike effektene. Som det fremkom av metaanalysen nevnt i teorikapitlet, krever det en detaljert og dyp forståelse for hvordan man integrerer ESG-kriterier i investeringsprosesser for å utnytte det fulle potensialet til verdiøkende ESG-faktorer (Friede et al., 2015). Dette oppsettet er et forsøk på å operasjonalisere teorien, samt å gi en visuell og praktisk mal for hvordan ESG kan analyseres i en investeringsbeslutning.

Vår vurdering av ESG-effektene opp mot EcoOnline viser at de har ivarettatt mange av effektene, totalt 18 av 25 effekter. De har en spredning i dimensjonene og dekker mange viktige områder. Det har dog en del grunnleggende punkter som ikke lar seg finne blant deres offentlige dokumenter (særlig punkt 1, 2 og delvis 3). Dette berøres nærmere under svakheter.

### ***Endring av risikofri rente i avkastningskravet?***

Om vi tar utgangspunkt i bare det vi kan finne av dokumentasjon for EcoOnlines ESG-effekter, kan vi være villig til å redusere den risikofrie renten i avkastningskravet noe, men ikke så mye som 0,9 %. Årsaken til dette henger sammen med at de ikke svarer ut alle punktene, og det vi har definert som grunnleggende i vår ESG-analyse. I sum mener vi likevel at en investor KAN ta litt mer risiko ved en satsning på EcoOnline enn om det var et tilsvarende selskap uten ESG-effekter.

### ***Svakheter ved verdsettelsen***

Det er mange deler av verdsettelsen og forutsetningene i den som kunne vært utforsket videre. Fokuset for denne oppgaven har dog vært å se systematisk på ESG-effekter og derfor er diskusjonen rundt dette viet størst plass.

Et eksempel er at det er svært sannsynlig at den vekstraten som må til for å nå EcoOnlines eget mål, 1100 MNOK, er for høy som vekstrate i fremtiden. Et annet eksempel er selve kostnadsbildet, hvor EcoOnline selv sier at de fremover kommer til å styre mot å redusere lønnsutgiftene sine. Dette er ikke tatt høyde for i modellen. Videre er det ikke vurdert om dagens lånebetingelser står seg som betingelser for fremtiden. Dette er bare tre eksempler på verdier som er puttet inn i modellen, men som ikke i noen særlig grad er vurdert kritisk. Det bør en



---

profesjonell investor gjøre. Slik modellen nå står peker den mot mulighet for en ekstraordinær avkastning. Det er nok ikke rimelig at den er så stor som modellen tilsier i dag.

### ***Svakheter ved ESG-analysen***

En av svakhetene med vår ESG-analyse er at teorien har begrenset seg til å kun gjelde en praktisk bok om hvordan implementere bærekraft og samfunnsansvar, selv om den inneholder mange viktige dimensjoner innenfor virksomhetsstyring. Dette gjør at våre 20 faktorer i utgangspunktet kunne vært en uttømmende liste over ESG-effekter, og at det helt klart kan drøftes om våre 20 punkter er de mest relevante faktorene å vurdere. En annen svakhet er at flere av effektene er interne faktorer, og det kan godt hende EcoOnline har flere av disse effektene på plass, men at det ikke ligger tilgjengelig for publikum. Dette må hensyntas, og dersom malen vi har utarbeidet skal brukes i en reel investeringsbeslutning ville vi anbefale å drøfte de punktene du ikke finner tilgjengelig med selskapet du vurderer å investere i. Det er også som vist i analysen flere av punktene som har gjensidig avhengighet.

Verdsettelse etter total kapitalmodellen er en krevende og interessant øvelse, og den blir ikke mindre krevende og interessant av å vurdere ESG-faktorer som en del av konseptet. Vi mener likevel at det å se dette i sammenheng gir merverdi, selv om usikkerhet og risiko sannsynligvis alltid vil finnes etter gjennomført øvelse.

---

## Referanser

- Berthling-Hansen, P. (2021, Desember 10). *Beregning av avkastningskrav*. [Powerpoint-presentasjon]. Hentet fra <https://bi.itslearning.com/>: <https://bi.itslearning.com/>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. New York: Pearson FT Press.
- Damodaran, A. (2022, April 10). *Data*. Hentet fra Damodaran Online: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2022, April 18). *Spreadsheets - Valuation Models - High Growth*. Hentet fra Damodaran online: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/higrowth.xls>
- Damodaran, A. (2022, April 10). *Tools*. Hentet fra Damodaran Online: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- EcoOnline. (2021). *Innkalling til ordinær generalforsamling*. . Hentet fra [https://f.hubspotusercontent10.net/hubfs/5375316/EcoOnline%20Holding%20AS%20-%20Notice%20of%20AGM%20\(updated\)%20-%20%231v2.DOCX%20-%20%231v2.pdf?\\_\\_hstc=245747675.f182e15f9f1b46acb53fc9b927062bd1.1649773035002.1651319388332.1651409952424.4&\\_\\_hssc=245747675](https://f.hubspotusercontent10.net/hubfs/5375316/EcoOnline%20Holding%20AS%20-%20Notice%20of%20AGM%20(updated)%20-%20%231v2.DOCX%20-%20%231v2.pdf?__hstc=245747675.f182e15f9f1b46acb53fc9b927062bd1.1649773035002.1651319388332.1651409952424.4&__hssc=245747675)
- EcoOnline. (2021). *Introduction to EcoOnline mars 2021*. . Hentet fra [https://f.hubspotusercontent10.net/hubfs/5375316/EcoOnline%20Holding\\_investor%20presentation\\_IR%20web-1.pdf?\\_\\_hstc=245747675.f182e15f9f1b46acb53fc9b927062bd1.1649773035002.1649773035002.1649773035002.1&\\_\\_hssc=245747675.8.1650876645650&\\_\\_hsfp=1194083475&hs](https://f.hubspotusercontent10.net/hubfs/5375316/EcoOnline%20Holding_investor%20presentation_IR%20web-1.pdf?__hstc=245747675.f182e15f9f1b46acb53fc9b927062bd1.1649773035002.1649773035002.1649773035002.1&__hssc=245747675.8.1650876645650&__hsfp=1194083475&hs)
- EcoOnline. (2022, Januar 24). *EcoOnline - Financial Reports*. Hentet fra EcoOnline: <https://www.ecoonline.com/investor-relations/financial-reports>
- EcoOnline. (2022, January 31). *EcoOnline - Årsberetning 2020*. Hentet fra EcoOnline.com: <https://f.hubspotusercontent10.net/hubfs/5375316/20%20ECO%20A1.1%20->

---

%20Signert%20%C3%A5rsregnskap%202020.pdf?\_\_hstc=245747675.1a  
c14fda240fa97b14daa6a64f14b4dd.1643033975528.1643033975528.1643  
033975528.1&\_\_hssc=245747675.2.1643620380399&\_\_hsfp=916572481  
&hs

EcoOnline. (2022, Mai 10). *Om oss*. Hentet fra EcoOnline:

<https://www.econline.com/about-us>.

EcoOnline. (2022, Mai 9). *Senior financial Analyst*. . Hentet fra Senior financial  
Analyst. : <https://econline.teamtailor.com/jobs/1729660-senior-financial-analyst>

EcoOnline. (2022). *Sustainability for dummies*. . Hentet fra EcoOnline:

<https://www.econline.com/blog/sustainability-for-dummies>

EcoOnline. (2022, February 7). *Third-Quarter Results for 2021*. Hentet fra

EcoOnline - Investor Relations - Financial Reports:

<https://www.econline.com/hubfs/EcoOnline%20Holding%20AS%20-%20Q3%202021%20financial%20report%20-%2016.11.2021%20.pdf?hsCtaTracking=6b9594bf-a301-4083-a22a-f4ba6033640a%7Ce08ec795-8356-4fa4-9613-39e65280cb38>

EcoOnline Holding AS. (2022, April 10). *Financial Reports 4Q 2021*. Hentet fra

EcoOnline: <https://www.econline.com/investor-relations/financial-reports>

Friede, G., B. T. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. Hentet fra

<https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Heggen, R., Peltokangas, M., & Forbergskog, T. (2021). *Bærekraftig business*. Norge: Nor.

Investopedia. (2022, Mai 1). *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*. Hentet fra

Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflowfirm.asp>

Koller. (u.d.). Chapter 34: Valuing High-Growth Companies. I Koller.

Mehrdad Baghai, S. S. (2007 number 2). *The granularity of growth*. The McKinsey Quarterly.

Mehrdad Baghai, S. S. (2007). The granularity of growth. *The McKinsey Quarterly*, s. 11.

Norges Bank. (2021, April 21). *Statsrenter*. Hentet fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/>

- 
- OECD. (2022, Januar 31). *ESG investing and climate transition*. Hentet fra OECD Finance: <https://www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf>
- Skaldehaug, E. (1, Mai 2022). Totalkapitalmetoden - Del\_i\_teorii. Oslo, Nydalen, Nydalen.
- Skaldehaug, E. (2022, Januar 24). *En oppsummering av netto nåverdimetoden*. Hentet fra 2021H EMM Corporate Business Analytics - Its learning - Ressurser: <https://bi.itslearning.com/ContentArea/ContentArea.aspx?LocationID=20272&LocationType=1>
- Skaldehaug, E. (2022, Januar 24). *Innledning, bruk av netto nåverdimetoden*. Hentet fra 2021H EMM Corporate Business Analytics - Its learning - Ressurser: <https://bi.itslearning.com/ContentArea/ContentArea.aspx?LocationID=20272&LocationType=1>

## Vedlegg 1: Input til totalkapitalmodellen

Modell kilde

Data kilde:

Kolonne A søker peke på hvor i Totalkapitalmodellen dataene er relevant, det er altså navngivning i modellen som er brukt ikke normale økonomiske omskrivninger.  
Current Financial Information (Enter the most recent information you can find; if possible, use trailing 12-month data)

Damodaran Online: High Growth Firms: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/po/higrowth.xls>

EcoOnline Holding AS\_Q4 and FY 2021 Financial Presentation and Repor 12 måneder rullende data

### Formål i totalkapitalmodellen

#### Historiske basis tall

Resultat(Inntekt-Kostnad) før skatt og avskrivning

Gjeld

Korreksjonsfaktor: Investering

Korreksjonsfaktor: Avskrivning

Inntekt

Korreksjonsfaktor: Arbeidskapitalendring

Gjeld

Verdivurdering

Verdivurdering

Verdivurdering

Skatt

Skatt

Kontantstrømsendring

Kontantstrømsendring

Kontantstrømsendring

#### I. Income Statement

Current EBIT =

Current Interest Expense =

Current Capital Spending

Current Depreciation and Amortization

Current Revenues =

#### II. Balance Sheet

Current Non-cash Working Capital

Book Value of Debt =

Book Value of Equity =

Cash & Marketable Securities =

Non-operating Assets

#### III. Tax Information

NOL carried forward =

Marginal tax rate =

Adjustments to Current Financial Information

Do you have any operating leases?

Does your firm have R&D expenses?

Are there any other operating expenses to be capitalized?

#### MNOK

-kr 258

kr 20

kr 101

kr 239

kr 421

This period Last period

kr 191 kr 161

kr 442 kr 340

kr 1 554 kr 1 234

kr 365

kr 1 900

kr 10

22,00 %

Totalkapitalmodellen: Kilde Espen Skaldehaug



### Formål i totalkapitalmodellen

#### Avkastningskrav/WACC

WACC: Bransjesnitt

WACC

WACC

#### Discount Rate Inputs

Current Beta =

Current Cost of Borrowing =

Current Market Value of Debt =

0,89

5,95 %

kr 442

### Formål i totalkapitalmodellen

#### Fremtidig forventninger

Inntektsendring

Inntektsendring

Arbeidskapitalendring

Arbeidskapitalendring: Bransjesnitt

Inntektsendring

Inntektsendring

#### Expectations for the future

Do you want to enter the growth rate in revenues each year?

If no, Compounded Annual Growth Rate in Revenues for next 10 years:

Do you want me to use current working capital as percent of revenues for the future?

If not, enter non-cash working capital as a percent of revenues in future periods

How would you like capital expenditures to be estimated?

If you would chose 3, enter the sales to capital ratio that you would like maintained

No

27,10 %

No

-11,60 %

3

4,19

### Formål i totalkapitalmodellen

Inntektsendring: Bransjesnitt

Inntekts- og kostnadsendring: Bransjesnitt

WACC

WACC

WACC

Inntektsendring: Bransjesnitt

#### Stable Growth Inputs

Expected Growth Rate in perpetuity =

Expected Operating Margin =

Expected Debt to Capital(MV) Ratio for the firm =

Expected Beta =

Expected Cost of Debt =

Return on Capital for the firm =

3 %

14,19 %

6,97 %

0,89

5,95 %

45,06 %

Speed of convergence

1,5

### Formål i totalkapitalmodellen

#### Markedsverdi/Fundamentalverdi

Nåverdi

Nåverdi

Nåverdi

Nåverdi: Opsjoner

Nåverdi: Opsjoner

Nåverdi: Opsjoner

Nåverdi: Bransjesnitt

#### Per Share Inputs

Number of Shares outstanding =

Current Stock Price =

Does your firm have equity options outstanding?

If yes, enter the number of options outstanding =

and the average exercise price of the options outstanding =

and the average maturity of the options outstanding =

and the standard deviation in the firm's stock price =

165308013

kr 14

No

208157

14

5

82 %

### Formål i totalkapitalmodellen

#### Avkastningskrav/WACC

WACC

WACC

WACC

#### General Information

Current long term government bond rate =

Estimated Market Risk Premium =

Tax on investment

2,50 %

5,00 %

22,00 %

Statsobligasjoner 3 år

Norsk Markedspremie

## Vedlegg 2: Resultat av totalkapitalmodellen

	Base	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal Year
Revenue Growth Rate		27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	27.10 %	3 %
Revenues	kr 421	kr 536	kr 680	kr 864	kr 1 098	kr 1 386	kr 1 775	kr 2 268	kr 2 867	kr 3 644	kr 4 632	kr 4 771
Operating Margin	-59.54 %	-30.05 %	-12.35 %	-1.73 %	4.64 %	8.46 %	10.75 %	12.13 %	12.86 %	13.45 %	13.75 %	14.19 %
EBIT	kr 261	kr 161	kr 84	kr 15	kr 51	kr 118	kr 191	kr 274	kr 371	kr 480	kr 637	kr 677
Taxes	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr 20	kr 60	kr 82	kr 108	kr 140	kr 149
EBIT(1-t)	kr 261	kr 161	kr 84	kr 15	kr 51	kr 118	kr 171	kr 213	kr 290	kr 382	kr 497	kr 528
+ Depreciation	kr 281	kr 331	kr 421	kr 535	kr 680	kr 865	kr 1 098	kr 1 387	kr 1 775	kr 2 268	kr 2 867	kr 3 644
- Capital Expenditure	kr 130	kr 372	kr 473	kr 601	kr 763	kr 970	kr 1 233	kr 1 587	kr 1 955	kr 2 357	kr 2 800	kr 3 283
- Chg WC	kr 30	kr 13	kr 17	kr 21	kr 27	kr 35	kr 44	kr 56	kr 71	kr 90	kr 116	kr 16
FCFF	kr 150	kr 188	kr 119	kr 59	kr 5	kr 47	kr 81	kr 99	kr 144	kr 197	kr 261	kr 483
NOL	kr 10	kr 171	kr 255	kr 270	kr 219	kr 101	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -	kr -
Terminal Value												kr 15 042

### WACC - Cost of Capital Calculations

Tax Rate	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
Debt Ratio	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
Beta	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
Cost of Equity	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %
Cost of Debt	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %
After-tax cost of debt	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %	5.95 %
Cost of Capital	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.40 %	6.38 %	6.37 %	6.36 %	6.34 %	6.28 %	6.28 %

### Computed Variables (These are measures of how efficiently your firm is investing over time)

Total Capital Invested	kr 2 050	kr 2 077	kr 2 112	kr 2 155	kr 2 211	kr 2 282	kr 2 373	kr 2 488	kr 2 633	kr 2 819	kr 3 056	kr 3 090
Reinvestment Rate	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF	NMF
Increase in Revenue/Increase in Cap	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19
Return on Capital	-7.84 %	-4.04 %	-0.71 %	2.38 %	5.34 %	7.46 %	8.98 %	11.65 %	14.52 %	17.62 %	20.86 %	23.95 %

### Present Value Calculations

Cumulative WACC	1.06400000	1.13208698	1.20456014	1.28164134	1.36386384	1.45073719	1.54314048	1.64127028	1.74530604	1.85486542	1.97046542	2.09266542
Present Value of FCFF	kr 177	kr 106	kr 49	kr 4	kr 35	kr 56	kr 64	kr 88	kr 113	kr 141	kr 171	kr 203
Present Value of Terminal Value												kr 8 110

### The Valuation

PV of FCFF during high growth phase =  
 PV of Terminal Value =  
 Value of Operating Assets of the firm =  
 Value of Cash & Non-operating assets =  
 Value of Firm =  
 - Value of Outstanding Debt =  
 Value of Equity =  
 - Value of Equity Options =  
 Value of Equity in Common Stock =  
 Value of Equity per share =

kr	161
kr	8 110
kr	8 270
kr	2 265
kr	10 535
kr	442
kr	10 093
kr	-
kr	10 093
kr	81

Treasury Stock Approach

kr 0

### Summary Output

Revenues	kr 535	kr 680	kr 864	kr 1 098	kr 1 386	kr 1 775	kr 2 268	kr 2 867	kr 3 644	kr 4 632	kr 4 771	kr 4 771
EBIT	kr 161	kr 84	kr 15	kr 51	kr 118	kr 191	kr 274	kr 371	kr 490	kr 637	kr 677	kr 677
EBIT(1-t)	kr 161	kr 84	kr 15	kr 51	kr 118	kr 191	kr 274	kr 371	kr 490	kr 637	kr 677	kr 677
- Reinvestment	kr 27	kr 35	kr 44	kr 56	kr 71	kr 90	kr 115	kr 148	kr 185	kr 230	kr 281	kr 343
FCFF	kr 188	kr 119	kr 59	kr 5	kr 47	kr 81	kr 99	kr 144	kr 197	kr 261	kr 483	kr 483