



Handelshøyskolen BI - campus Oslo

BTH 36201

Bacheloroppgave - Økonomi og administrasjon

Bacheloroppgave

Bacheloroppgave ved handelshøyskolen BI

Navn: Rolf Martin Dahl

Utlevering: 11.01.2021 09.00

Innlevering: 02.06.2021 13.00

**Bacheloroppgave ved
Handelshøyskolen BI**

Verdsettelse Av Kid ASA

Kid

Eksamenskode og navn:

BTH 36201 – Bacheloroppgave i økonomi og administrasjon

Utleveringsdato:

11.01.2021

Innleveringsdato:

02.06.2021

BI OSLO

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

Innholdsfortegnelse

| | |
|---|----|
| Forord | 5 |
| Sammendrag | 6 |
| 1. Innledning | 7 |
| 1.1 Formål | 7 |
| 1.2 Problemstilling | 7 |
| 1.3 Avgrensninger og begrensninger | 7 |
| 1.4 Oppgavens oppbygning | 8 |
| 2. Om selskap og bransje | 9 |
| 2.1 Kid ASA | 9 |
| 2.1.1 Historikk og utvikling | 9 |
| 2.1.2 Eierskap, administrasjon og ledelse | 10 |
| 2.1.3 Produktkategorier og sortiment | 10 |
| 2.2 Beskrivelse av bransjen | 11 |
| 2.2.1 Utviklingen i boligtekstilbransjen | 12 |
| 3. Teoretisk forankring | 14 |
| 3.1 Årsaker til konkurransekraft | 14 |
| 3.1.1 Porters posisjoneringsskole | 14 |
| 3.1.2 Det Ressursbaserte synet | 15 |
| 3.2 Verdibegrepet | 16 |
| 3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger | 18 |
| 3.4 Realopsjonsteori | 19 |
| 3.5 Oppkjøpsteori | 20 |
| 4. Utredningsmetode | 21 |
| 4.1 Forberedelse | 21 |
| 4.1.1 Formål | 21 |
| 4.1.2 Tilnærming | 22 |
| 4.2 Datainnsamling | 22 |
| 4.2.1 Forskningsstrategi | 22 |
| 4.2.2 Datagrunnlaget | 23 |
| 4.3 Datanalyse | 24 |
| 4.3.1 Analyseverktøy | 24 |
| 4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger | 24 |
| 5. Finansiell metode | 26 |

| | |
|---|----|
| 5.1 Verdsettingsmetoder..... | 26 |
| 5.1.1 Nåverdimetoder..... | 26 |
| 5.1.2 Relativ verdsettelse | 29 |
| 5.2 Totalkapitalens avkastningskrav | 29 |
| 5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav | 30 |
| 5.2.2 Beregning av totalkapitalens avkastningskrav (WACC) | 36 |
| 5.3 Konsistensbetingelser..... | 38 |
| 6. Regnskapsanalyse | 39 |
| 6.1 Vurdering av regnskapskvalitet | 39 |
| 6.2 Justering for leasing..... | 41 |
| 6.3 Reorganisering av regnskapet | 42 |
| 6.3.1 Reorganisering av resultatet..... | 42 |
| 6.3.2 Reorganisering av balansen | 43 |
| 6.4 Kort analyse av oppkjøp | 44 |
| 6.5 Lønnsomhetsanalyse | 45 |
| 6.5.1 Avkastning på investert kapital (ROIC) | 45 |
| 6.5.2 Avkastning på egenkapital (ROE)..... | 46 |
| 6.6 Likviditetsanalyse og risikoanalyse | 47 |
| 6.6.1 Likviditetsgrad 1 og 2 | 47 |
| 6.6.2 Financial leverage | 49 |
| 6.7 Vekstanalyse | 50 |
| 7. Strategiske analyser | 51 |
| 7.1 Makroanalyser | 51 |
| 7.1.1 Inflasjon | 51 |
| 7.1.2 Rentenivå..... | 52 |
| 7.1.3 Kjøpekraft | 53 |
| 7.1.4 Internasjonal økonomi..... | 54 |
| 7.1.5 Nasjonal økonomi | 55 |
| 7.2 Eksternanalyse | 56 |
| 7.2.1 PESTEL..... | 56 |
| 7.2.2 Porters fem krefter | 60 |
| 7.3 Internanalyse | 64 |
| 7.3.1 VRIO | 64 |
| 7.3.2 Verdikjedeanalyse..... | 67 |
| 7.4 SWOT | 69 |
| 8. Fremtidsprognose..... | 70 |

| | |
|---|----|
| 8.1 Prognose av resultatregnskapet | 71 |
| 8.1.1 Inntekter | 71 |
| 8.2.2 Varekostnader | 72 |
| 8.1.3 OPEX..... | 72 |
| 8.1.4 Avskrivninger | 72 |
| 8.1.5 Finansielle inntekter/kostnader | 73 |
| 8.1.6 Skatt | 73 |
| 8.2 Prognose av Balansen | 73 |
| 8.2.1 Investeringer | 73 |
| 8.2.2 Arbeidskapital | 74 |
| 8.2.3 Netto rentebærende gjeld og leasing gjeld | 74 |
| 9. Verdivurdering | 74 |
| 9.1 Nåverdimetodene | 75 |
| 9.1.1 Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (DCF)..... | 75 |
| 9.1.2 Residual income Model (RI) | 76 |
| 9.1.3 Dividendemodellen (DDM) | 76 |
| 9.2 Relativ verdsettelse | 77 |
| 9.2.1 Pris/inntjening (P/E)..... | 77 |
| 9.2.2 Pris/Bok (P/B)..... | 78 |
| 9.2.3 Pris/Salg (P/S)..... | 78 |
| 9.2.4 Selskapsverdi/EBITDA (EV/EBITDA) | 79 |
| 10. Usikkerhetsbetraktninger | 79 |
| 10.1 Sensitivitetsanalyse | 80 |
| 10.2 Scenarioanalyse | 81 |
| 10.3 Monte Carlo simulering | 82 |
| 11. Drøfting av analyseresultatene..... | 83 |
| 12. Kritikk av analysen | 85 |
| 13. Konklusjon | 87 |
| Referanseliste | 88 |

Forord

Denne bacheloroppgaven ble skrevet våren 2021 og er en del av et avsluttende bachelorstudium i økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen BI, Oslo.

Bacheloroppgaven er en casestudie med gjennomføring av verdsettelse. Dette ble valgt ettersom det ga en god mulighet til å bruke kunnskapen innen flere av fagene jeg har lært og tilegnet meg gjennom 3 år på BI. Jeg ser på en slik oppgave som en god mulighet til å vise hva jeg besitter av kunnskaper innen emne, siden dette er en retning som jeg ser på som en mulighet videre karrierevei. Oppgaveformen gir ytterligere en god mulighet til å få innblikk i hvordan en tradisjonell investor tenker og jobber i praksis da det vurderes kjøp eller salg av en aksje. Selskapet ble valgt fordi det er et selskap som jeg selv har fulgt da jeg tidligere har vurdert kjøp av aksjen.

Jeg ønsker å rette en takk til min veileder Tor Tangenes i denne krevende og spennende prosessen. Han har kommet med gode råd hele veien, samt kommet med forslag til å få en god struktur på oppgaven.

Oslo, mai 2021

Sammendrag

Casestudien har gått ut på å gjennomføre en verdsettelse av Kid ASA (heretter kalt for Kid). Problemstillingen har vært å finne ut hva egenkapitalverdien og aksjekursen er per 30.04.2021, og gi en anbefaling om en fiktiv investor bør kjøpe, holde eller selge aksjene til selskapet.

Selskapsesifikke regnskapsdata har blitt analysert gjennom hele oppgaven og blitt behandlet i Excel. Videre har det blitt utført strategiske analyser som PESTEL-analyse, Porters fem Krefter, VRIO og verdikjedeanalyse for å vurdere selskapets konkurransekraft. Analysen viser at stordriftsfordeler er viktig for å lykkes i bransjen. Kid



unytter stordriftsfordeler som gjør at Kid presterer bedre enn sine konkurrenter. Man ser også at bransjegliding påvirker lønnsomheten til bransjen. En makroanalyse har også blitt gjennomført for å vurdere økonomien som helhet. Av denne ser man at økonomien har blitt påvirket negativt som følge pandemien utspring våren 2020, men at økonomien ventes å ta seg opp andre halvdel 2021.

Hovedvekt blir i denne casestudien lagt på de diskonterte nåverdmodellene. Dette resulterte i en egenkapitalverdi på 5 950 428 tusen NOK, og en tilhørende aksjekurs på 146,40 NOK. Til DCF-modellen har det blitt brukt en sensitivitetsanalyse for å teste hvordan nøkkelparametere vil påvirke aksjekursen. Relativ verdsettelse og Monte Carlo-simulering er i oppgaven blitt brukt for å underbygge nåverdmetodene. Det ble også gjennomført en scenarioanalyse med en bull case og en bear case scenario. Basert på analysene er konklusjonen at jeg anbefaler en fiktiv investor å kjøpe aksjen.

1. Innledning

1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å utarbeide en verdivurdering av Kid og dermed finne egenkapitalverdien og tilhørende aksjekurs. Målet er ikke å finne et kursmål på aksjen til en viss tid inn i fremtiden. Formålet er gjennom nøye utredelse og bearbeidelse av selskapsspesifikk informasjon å gjennomføre en omfattende og presis analyse hvor målet finne egenkapitalens egentlige verdi og tilhørende aksjekurs. Dette skal besvare problemstillingen.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen er delt inn i to deler. Den første er hovedproblemstillingen, mens den andre er en underliggende problemstilling tilhørende hovedproblemstillingen.

Hovedproblemstillingen til denne casestudien er:

«Hva er egenkapitalverdien og aksjekursen for kid ASA den 30.04.2021»

Og med tilhørende delproblemstilling:

«Bør en fiktiv investor kjøpe, holde eller selge denne aksjen»

1.3 Avgrensninger og begrensninger

Oppgaven er kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Det er to grunner til dette. For det første er det ulovlig å handle med informasjon som ikke er allmenn tilgjengelig, såkalt ulovlig innsidhandel, jf. Verdipapirloven lov §3-3 (Lovdata, 2007). For det andre har jeg vurdert det som vanskelig skrive om private selskaper grunnet pandemien som gir begrensninger på hvem man kan møte og intervju. Derfor er det utelukkende brukt offentlig informasjon i denne oppgaven. Denne offentlige informasjonen er kvartals- og årsrapporter, bransjerapporter og andre relevante nyheter som er tilgjengelig. Historisk regnskapsdata for Kid og konkurrenter er avgrenset tilbake til 2015, ettersom dette er året Kid ble børsnotert. Videre har jeg satt avgrensningstidspunkt slik at alle kvartals- og årsrapporter til og med 2020 er betraktet. Oppgaven benytter seg av informasjon til og med den 30.04.2021. Jeg finner det praktisk og beleilig å unnlate å benytte meg av kvartalsrapporter for 1.kvartal 2021. Oppgaven består av en fremtidsprognose fra år

2021- 2030, da jeg ser på dette som en påpasselig periode for en detaljert fremtidsprognose. Jeg har også valgt å avgrense oppgaven slikt at deskriptive analyser blir fokusert mot gruppen Kid ASA som er børsnotert i Norge, og mindre mot datterselskapet Hemtex i Sverige.

Grunnet Covid-19 situasjonen har det vært noen begrensninger. Blant annet har det vært vanskelige å møte personer som kan være til hjelp med å dele råd og tilbakemeldinger. I perioder hvor skolen har vært stengt grunnet pandemien har det ikke vært tilgang på Bloomberg Terminal. Perioder der jeg har hatt tilgang på Bloomberg Terminal har jeg brukt Infront Terminal eller Yahoo Finance, hvor rådata man kan hente er noe begrenset.

Denne oppgaven omhandler ikke markedpsykologi, som også er med på å bestemme prisen til en aksje. Det er viktig å presisere at verdien jeg finner ikke nødvendigvis trenger å gjenspeile hva markedet mener. Jeg finner det dermed nødvendig å påpeke at verdien som er blitt funnet er forankret i eget analysearbeid.

1.4 Oppgavens oppbygning

Kapittel 1 tar for seg formålet, problemstillingen, avgrensning og begrensninger med oppgaven. I kapittel 2 blir det gjort en introduksjon av selskapet og bransjen. De tre neste kapitlene er teoretiske kapitler. Kapittel 3 tar for seg den teoretiske forankringen, kapittel 4 tar for seg utredningsmetoden, mens kapittel 5 tar for seg finansiell metode og verdsettelsesmetoder som er brukt. Kapittel 6 til kapittel 10 er analytiske kapitler. Kapittel 6 begynner med historiske regnskapstall, før jeg ser på strategiske analyser i kapittel 7. I kapittel 8 tar jeg for meg fremtidsprognosen til selskapet. I Kapittel 9 foretas selve verdivurderingen av selskapet, før den analytiske delen avsluttes med usikkerhetsbetraktninger i kapittel 10. Kapittel 11 til 13 er de tre avsluttende kapitlene til oppgaven. I kapittel 11 skal jeg drøfte analyseresultatene fra kapittel 6 til 10. Deretter skal jeg komme med kritikk av analysen i kapittel 12, før kapittel 13 runder av oppgaven med en konklusjon.

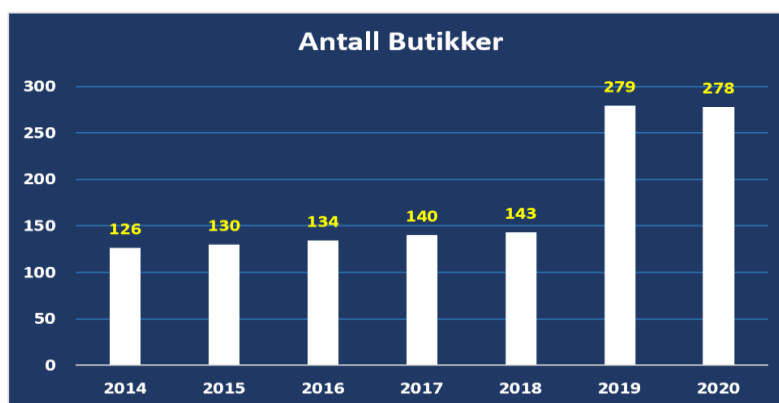
2. Om selskap og bransje

2.1 Kid ASA

Kid ASA er et norsk børsnotert morselskap notert på Oslo Børs som tilbyr interiørvarer som tekstiler og andre varer til hjemmet. Kid ASA består igjen av de to datterselskapene *Kid Interiør* og *Hemtex AB* (heretter kalt Hemtex). Kid Interiør er selskapet som operer på det norske markedet. Hemtex operer hovedsakelig i Sverige, men har også noen få butikker i Finland og Estland.

2.1.1 Historikk og utvikling

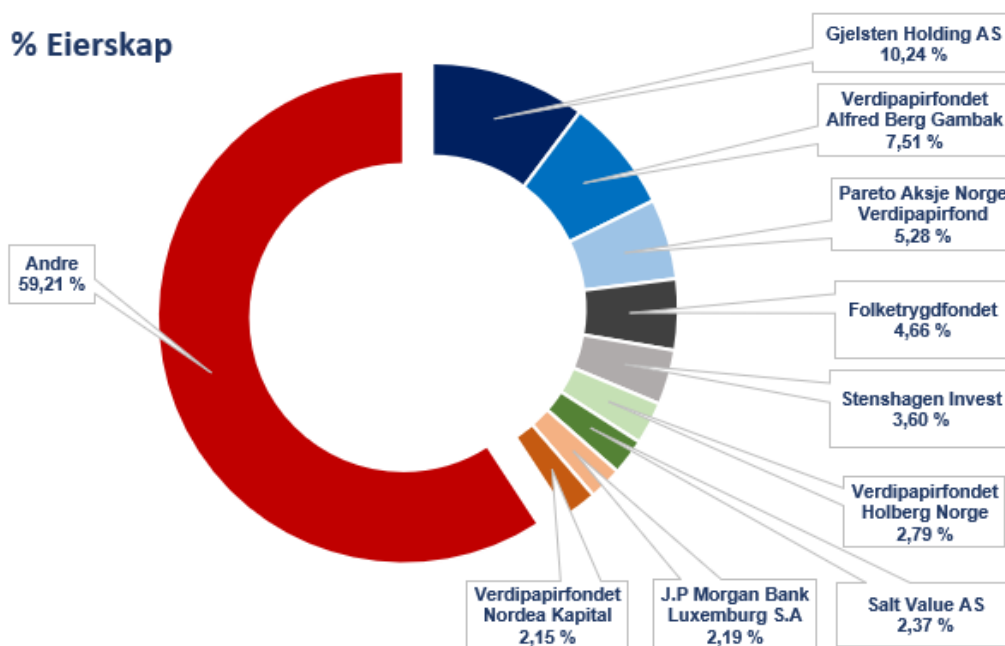
Kid ASA ble grunnlagt i 1937 som en skofabrikk av Jul Andrew Gundersen med selskapsnavnet JAG skofabrikk (Kid ASA, 2021). Videre ekspanderte dem til å ikke bare selge sko, men også til å tilby interiørprodukter. Deres første fysiske butikk åpnet i 1953. I 1970 startet deres egen satsning på utvikling og produksjon av boligtekstiler. Selskapet endret selskapsnavn til Kid interiør i 1994, og tok dermed i bruk «Kid merkevarer» for utvalgte produkter. Familien Gundersen selger sin kontrollerende eierandel av selskapet til det «private equity» selskapet IK Investments Partners i 2005. DNB tar over kontrollen av selskapet i 2009, da Kid ikke klarer å betale sine forpliktelser til banken. Etter en svært suksessfull snuoperasjon kjøper Gjelsten Holding (Bjørn Rune Gjelsten) opp 100 % prosent av aksjene i selskapet. Denne suksessfulle snuoperasjonen gjør at selskapet i 2015 velger børsnotering for videre vekst og ekspansjon. I 2019 kjøper Kid opp det ledende svenske interiørselskapet Hemtex for videre ekspansjon i Sverige, Finland og Baltikum (KID ASA, 2020). Med over 130 butikker i Norden og dype røtter i den svenske interiørbransjen ser Kid ASA store muligheter med oppkjøpet av dette selskapet. Av figur 1 under kan vi se at oppkjøpet gjorde at konsernet nesten doblet antall fysiske butikker i Norden i 2019. Selskapet operer i dag med to avskilte merkevarer, det ene Kid interiør, og det andre som Hemtex:



Figur 1: Antall fysiske butikker (egen tilvirkning, Kid ASA, 2021)

2.1.2 Eierskap, administrasjon og ledelse

Kid har i dag hovedkontor og varelager i Lier i Norge, hvor gruppens administrasjon og ledelse sitter. Gruppen har et sterkt eierskap hvor største aksjonær er Bjørn Rune Gjelsten. Den siste tiden har han solgt seg ned til en eierandel på 10,24 prosent. Videre består eierskapet av flere store institusjonelle investorer og «Family Offices», samt mange småaksjonærer. (KID ASA, 2021) Han har satt inn Petter Schouw-Hansen i styret. Petter Schouw-Hansen har god kjennskap til bransjen og selskapet, da han både har vært finansdirektør og direktør for strategi tidligere i selskapet. Styret består også av andre kvalifiserte styremedlemmer med erfaring og god kjennskap til både det finansielle og operasjonelle. Anders Fjeld har vært administrerende direktør siden november 2018 (Kid ASA, 2020). Han har lang erfaring fra retail (detaljhandel), blant annet gjennom mange år i XXL-systemet. Videre er det verdt å merke seg at administrerende direktør og øvrig ledelse eier aksjer. Fra figur 2 ser vi hvordan eierskapet i Kid fordeler seg:



Figur 2: Eierskap (egen tilvirkning, Kid ASA, 2021)

2.1.3 Produktkategorier og sortiment

Varene som Kid tilbyr på markedet, er interiørprodukter og tekstiler til hjemmet. 99 prosent av varene som tilbys er også fra Kid interiør- og Hemtex sine egne merker, men hvor 1 prosent av sortimentet er eksterne premiummerker. Selskapet har følgende produktkategorier:

Gardiner: Denne kategorien tar for seg alle typer gardiner man kan trenge i hjemmet. Dette kan være helt ferdigsydde gardiner til stue/kjøkken, helt lystette gardiner til soverommet og mer.

Solskjerming: I denne kategorien tilbys alt fra markiser til verandaen til rullegardiner på soverommet og mer.

Sengetøy: Denne kategorien tilbyr alt man måtte trenge til sengen. Dette kan være alt fra hele sengetrekk, separate puter/dyner, sengetepper og til madrassbeskyttere.

Interiør: Her tilbys alt av interiør man måtte trenge av interiør og tilbehør i hjemmet. Dette er en bred produktkategori hvor en rekke produkter tilbys. Utvalg man finner i denne produktkategorien er alt fra småmøbler, dørmatter, duftlys, kurver, speil, vaser og mye mer.

Puter og pledd: Produktkategorien tilbyr pynteputer, stolputer, pledd, saueskinn, innleggs puter og mer.

Kjøkkenutstyr: Utvalget man finner i denne produktkategorien er alt man trenger til kjøkkenet. Dette kan være servise, kjøkkenkluter og også til dels mat og drikke.

Borddekking: Produktsortimentet man finner under denne produktkategorien er alt man trenger til bordet. Dette kan være bordduker, lys, vannkarafler, servietter og mer.

Baderom: Under denne produktkategorien finner man alt man måtte trenge på baderommet. Dette er alt fra håndklær, vaskekluter, skittentøyskurver, morgenkåper og mer.

Barnerom: Under denne produktkategorien finner man alt man måtte trenge til barnerommet. Eksempler er barnegardiner, barneputer- og dyner, kosedyr og mer.

Lamper: Her finner man lamper som passer inn i alle husets deler, samt tilbehør som batteri til lamper og lyspærer.

Uterom: Består av produkter til «uterommet i huset». Dette kan være alt fra sitteputter som tåler å oppbevares ute, til lykter, uteduker og mye mer.

2.2 Beskrivelse av bransjen

Dette avsnittet starter med en kort presentasjon av møbel- og interiør markedet, før det videre blir gjort en segmentering av dette markedet til boligtekstilbransjen der Kid ligger

under. Møbel- og interiør markedet omsatte for hele 38,5 milliarder NOK eks. mva i 2020, en oppgang på hele 11,6 prosent fra foregående år (Virke, 2021). I tabellen under ser man omsetningen til de ulike segmentbransjene innen dette markedet:

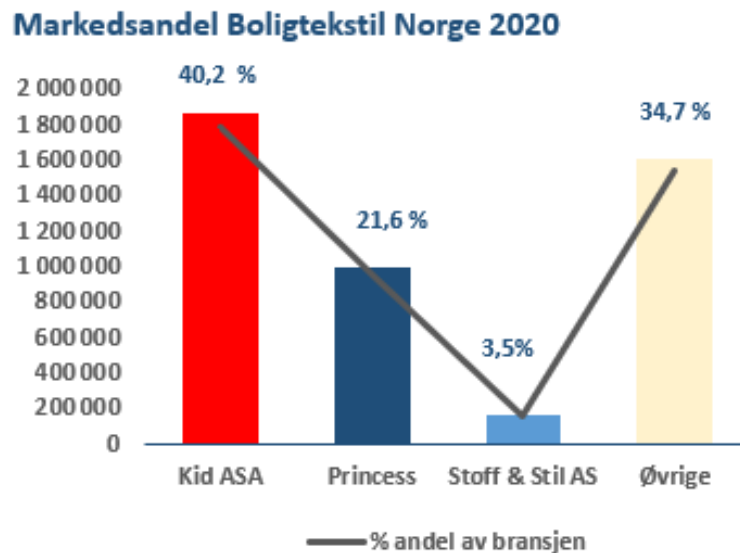
| Bransjene | Omsetning (mrd. Kroner) | Andel av marked | Andel bedrifter | Typiske aktører |
|--|-------------------------|-----------------|-----------------|--|
| Butikkhandel med møbler | 21,0 | 43,7 % | 728,0 | Ikea, Bohus, Skeidar, Møbelringen, Jysk |
| Butikkhandel med innredningsartikler (ikke nevnt annet sted) | 5,4 | 11,2 % | 563,0 | Norema, HTH, Kvik, Drømmekjøkkenet |
| Butikkhandel med tekstiler og utstyrvarer (boligtekstil) | 4,6 | 9,6 % | 932,0 | Kid Interiør, Princess Gruppen |
| Butikkhandel med kjøkkenutstyr, glass og steintøy | 3,0 | 6,2 % | 508,0 | Christiania Glasmagasinet, Kitch'n, Til bords |
| Netthandel med møbler og interiør | 2,1 | 4,4 % | 180,0 | Bolia |
| Netthandel med belysningsutstyr | 2,0 | 4,2 % | 193,0 | Elektroimportøren, Lampehuset, Christiania Belysning |
| Butikkhandel med tapet, teppet og gardiner | 0,3 | 0,6 % | 73,0 | Teppeland |
| Sum faghandelsbransjene | 38,5 | 80,0 % | 3177,0 | |
| Omsetning møbel og interiør i andre faghandelskategorier | 9,6 | 20,0 % | - | Europriis, Nille, Plantasjen, Jernia, Clas Ohlson |
| Sum møbel og interiørbransjene | 48,1 | 100,0 % | - | |

Tabell 1: Møbel- og interiør bransjene sin omsetning i 2020 (Virke, 2021)

Det vil bli gjort en markedsavgrensning for å definere boligtekstilbransjen (tekstil- og utstyrvarer) hvor Kid opererer. Jeg ser dette som nødvendig for at ikke oppgaven skal bli for lang og at analyser skal bli mest mulig nøyaktig. Tabell 1 viser at boligtekstilbransjen har andel på 9,6 prosent av det totale møbel- og interiørmarkedet. Videre preges markedet av en bransjegliding mot møbelkjedene (Virke, 2021). Dette er aktører som Ikea, Skeidar, Møbelringen og flere som også tilbyr interiør- og tekstilprodukter. Boligtekstilbransjen kan defineres som faghandelen av salg fra alt fra sengetøy, puter/dyner, tepper og det meste av interiør til hjemmet (ikke møbler). De fleste av varene som selges innenfor denne bransjen er egenproduserte merker blant de store aktørene som Kid og Princessgruppen (heretter kalt Princess), hvor kun en liten andel er premiummerker kjøpt inn fra andre selskaper.

2.2.1 Utviklingen i boligtekstilbransjen

I årene 2010 til 2020 har boligtekstilbransjen hatt en sammensatt årlig vekstrate (CAGR) på 2,6 prosent. I 2020 økte bransjen omsetningen med 9,1 prosent (Virke, 2021). Prisveksten i 2020 var på 11,0 prosent, noe som tilsier et fall i volumet i bransjen. Kid interiør er i dag udiskutert markedsleder i boligtekstilbransjen i Norge, med en markedsandel på 40,2 prosent i 2020 (Kid ASA, 2021).



Figur 3: Markedsandel Boligtekstil (egen tilvirkning, Virke, 2021)

Fra figur 2 ser man at Princess er stor konkurrent med en også betydelig markedsandel på 21,6 prosent. Disse to storaktørene har ingen flere store konkurrenter da tredje største aktør, Stoff & Stil har en så liten markedsandel som 3,5 prosent. Kid og Princess har dermed 61,8 prosent av markedet for boligtekstilbransjen. De resterende 929 selskapene har dermed en markedsandel på 34,7 prosent. Dette tilsier at det er mange svært små selskaper i denne bransjen. Tall fra Virke viser ikke dette et komplett bilde av konkurransen. Grunnen til dette er bransjeglidning fra de store møbelkjedene som vi kort nevnte ovenfor. Tallene fra hovedorganisasjonen for handels- og tjenestenæringen Virke, estimerer at så mye som $\sim 2/3$ av salget av boligtekstil blir dekket av de store møbelkjedene. Dermed står faghandelen (boligtekstilbransjen) kun for $\sim 1/3$ av det totale salget av boligtekstiler (Virke, 2021). Hvordan dette kan påvirke konkurransesituasjonen for Kid vil bli videre diskutert i *kapittel 7*.

I Sverige er Hemtex den ledende spesialisten i *boligtekstilbransjen* (Kid ASA, 2020). På bakgrunn av bacheloroppgavens lengde og kompleksitet vil ikke dette markedet bli gått inn på nærmere.

3. Teoretisk forankring

3.1 Årsaker til konkurransekraft

For at en bedrift skal klare å få avkastning på investert kapital, vokse og overleve over tid er de strategiske valgene en bedrift foretar seg helt avgjørende. Disse strategiske valgene må gjøre at bedriften utvikler og opprettholder sitt *konkurransefortrinn*. Det grunnleggende teoretiske rammeverket som ofte blir brukt til å forklare hva som driver konkurransekraften til bedrift, kalles for SCP-rammeverket. SCP står for *structure (struktur), conduct (strategiske valg) og performance (prestasjoner)*. Ifølge dette rammeverket er strukturen til en bransje påvirket av de strategiske valgene konkurrentene i bransjen foretar seg, som i sin tur driver prestasjonene til bedriftene (Koller et al., 2020). Det har vært en rekke ulike SCP-modeller på konkurransekraft som har blitt utviklet gjennom årenes løp. De to mest kjente er *Michael Porter's posisjoneringsskole*, og *Barney's ressursbaserte syn (RBV)*. Det er derimot ikke korrekt å hevde at disse to teoriene er rene konkurrerende former for konkurransekraft. Man sier at disse er uavhengige modeller på konkurransekraft. Slike strategiske analyser på konkurransekraft er blant svært viktig når man skal gjøre gode fremtidsprognoser på fremtidige kontantstrømmer og nåverdivurderinger. Grunnen til dette er at selskapets konkurransekraft sier mye om hvor mye vekstmuligheter og avkastning på investert kapital selskapet vil klare å generere inn i fremtiden.

3.1.1 Porters posisjoneringsskole

Som nevnt i avsnittet over har Michael Porter sin posisjoneringsskole utspring i SCP-rammeverket, og regnes som et rammeverk for konkurransemessige fortrinn. Ifølge denne forklaringsmodellen på konkurransemessige fortrinn har slike fortrinn i all hovedsak sin basis i at en opererer i bransjer hvor struktur, strategiske valg og prestasjoner gjør man evner å tilegne og beskytte konkurransedyktig markedsposisjon (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 545). Derfor må et selskap analysere markedet nøye for å finne hvilken posisjon de skal ta for å bevare dette fortrinnet. Måten posisjoneringsskolen som oftest hentyder at man skal analysere markedet på er (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 44):

1. Identifisere en attraktiv bransje og den posisjonen man ønsker å innta her.

2. Identifisere ressursene som er helt nødvendige for å ha mulighet til å innta posisjonene man ønsker.
3. Finne ut hvilke tiltak man må gjøre for å kunne få tak i disse ressursene.

Michael Porters skiller mellom tre slike strategier som selskapet kan operere med for å oppnå en konkurransedyktig posisjon. Disse er *kostnadsledelse*, *differensiering* og *fokusering* (Porter, 1996, s. 67). Under *kostnadsledelse* ønsker bedriften å være ledende på kostnader i bransjen. Det vil si at her vil selskapets produkter kjøpes inn eller produseres billigere enn det konkurrentene klarer. *Differensiering* vil si at bedriften posisjonerer seg for å være unik i bransjen og skiller seg positivt ut i forhold til konkurrentene. Ved *fokusering* konsentrerer man seg på enkelte nisjemarkeder gjennom å prøve å forstå dynamikken i markedet, samt de unike behovene kunden har.

Porter advarer mot fallgruver hvor man prøver inneha både en kostnads- og differensieringsstrategi på en gang. Det kalles for «the kiss of death» og er en strategisk tabbe hvor man står fast i midten uten at man får utnyttet noen av de generiske strategiene. (HBS, 2021).

Porter utviklet også modellen «Porters fem krefter», som ser på selskapets konkurrerende landskap. De fem kreftene er identifisert som trussel fra nyetableringer, kundenes forhandlingsmakt, Trussel fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt og rivalisering mellom konkurrenter (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 309). Det er betraktet som å ha et «eksternt syn i tilnærmingen» når det gjelder å forklare rivalisering mellom konkurrenter.

3.1.2 Det Ressursbaserte synet

Det andre rammeverket for konkurransefortrinn er det såkalte ressursbaserte synet (RBV). Dette synet ble av presentert av Barney (1991), og har en intern tilnærming på konkurransekraft. Rammeverket hevder at fire interne sentrale egenskaper må til for at et selskap skal kunne ha et vedvarende konkurransefortrinn. Mest kjent er disse fire egenskapene beskrevet som *VRIN-rammeverket*. Disse fire egenskapene er verdifull, sjelden, ikke-imiterbar, ikke-substituerbart (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 311). Verdifulle ressurser beskrives her som ressurser som gjør det mulig for utvikling og gjennomføring av strategier som skaper verdi. Disse verdifulle ressursene må igjen være sjeldne. Det betyr ikke at ingen andre bedrifter kan sitte på disse ressursene. Derimot

betyr det at så få som mulig andre konkurrenter burde sitte på disse ressursene. Ressursene må også enkelt ikke kunne bli etterlignet konkurrenter, og til slutt ikke enkelt kunne bli erstattet av et lignende produkt.

VRIN- rammeverket peker også på to ulike ressurser som må være på plass for vedvarende konkurransefortrinn: Disse er at selskapet ressurser må være heterogene og immobile (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 311). At selskapets ressurser er heterogene betyr at virksomhetens sin konkurransekraft er avhengig av hvilke ressurser og evner de sitter på. At ressursene er immobile vil si at det ikke er enkelt å flytte ressursene til bedriften.

Det ressursbaserte synet har også måtte tåle kritikk. Blant annet regnes det som en for statisk modell, der man ikke hensyntar ressursenes utvikling. Som følge av dette skjedde det en videreutvikling av modellen som kalles for dynamisk kapabiliteter. Her ser man på de organisatoriske og strategiske rutinene som bidrar til at nye sammenstillinger av ressurser utvikles, som en følge av at nye markeder oppstår (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 310). Den tradisjonelle RBV-modellen ble også kritisert for å ikke kunne testen empirisk fordi den var en tautologi (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 311). Mange mener derfor at den er vanskelig å teste empirisk.

3.2 Verdibegrepet

Hvordan skal man beskrive verdi? Når man skal beskrive verdibegrepet er det viktig skille mellom «pris» og «verdi» (Dyrnes, 2011, s. 80). Man skiller mellom prisen man observerer i markedet og det man kaller for «den fundamentale verdien til et selskap». Begrepet verdi må derfor ses på som en subjektiv verdioppfatning (Dyrnes, 2011, s. 80). Markedsprisen som man observerer i markedet til enhver tid er altså forskjellig fra den fundamentale verdien ulike aktører tilegner selskapet i verdi. Grunnen til dette er at selv under de mest forsiktige og detaljerte verdivurderinger, vil det være usikkerhet og uenigheter rundt siste tall, antagelser og fremtidsutsikter til et selskap (Damodaran, 2006, s. 7). Man dermed si at verdsettelse i all hovedsak handler om å fastsette en hypotetisk pris eller det man *antar* er markedsverdien (Dyrnes, 2011, s. 80). I praksis ser man dette også blant profesjonelle meglerhus, da ulike kursmål på samme formuesobjekt blir satt hver dag av forskjellige analytikere. Verdisetting av et formuesobjekt er derfor ikke fakta, men et estimat på den sannsynlige prisen man er villig til å betale for varer og/eller tjenester.

Videre er det viktig å se på *hvem* det er verdi for, det vil si verdigrunnlaget. Dette er viktig før man gjennomfører en verdivurdering av selskapet, slik man holder verdigrunnlag adskilt fra verdsettelsesmetode. Dyrnes (2011, s. 92) skiller her mellom den subjektive verdien for en enkelt person og likevektspris. Med likevektspris skiller man mellom den hypotetiske prisen i et fritt åpent marked, eller den avtalte prisen mellom noen få aktører. IVSC operer med ulike verdigrunnlag for å skille mellom hvem det er verdi for. De mest brukte og relevante verdigrunnlagene som også Dyrnes (2011, s. 93) trekker frem er åpen markedsverdi, lukket transaksjonsverdi og eierverdi:

1. *Åpen markedsverdi* er et estimat på den sannsynlige som ville ha blitt betalt i en hypotetisk transaksjon i et fritt og åpent marked (Dyrnes 2011, s. 93). Åpen markedsverdi kan ikke ses på som et entydig begrep. Dette er fordi flere ulike markeder kan ha forskjellige priser på et formuesobjekt, og ulike premisser har blitt lagt til grunn for beregning av verdien. Man har sett eksempler på dette på Oslo børs hvor er formuesobjekt ikke har blitt tillagt samme verdi på Hovedindeksen og Oslo Axess.
2. *Lukket transaksjonsverdi* er et estimat på den prisen som synes å være rimelig i en transaksjon mellom to bestemte parter eller i en transaksjon hvor en begrenset gruppe eller aktører er involvert (Dyrnes 2011, s. 93). Man bruker dette som verdigrunnlag når åpen verdi ikke virker rimelig å bruke. Eksempler på dette kan være «Family offices» eller store institusjonelle investorer som skal tilegne seg majoritet av selskaper, og hvor det er spesielle hensyn å ta for selgeren.
3. *Eierverdi* er et estimat på verdien det er å ha inneha en eiendomsrett til et formuesobjekt for en bestemt aktør. (Dyrnes 2011, s. 94). Her kommer verdien utfra det å eie og bruke formuesobjekt, og ikke hva man eventuelt kunne solgt den for i en hypotetisk transaksjon.

Et annet aspekt som er viktig for å forstå verdi er verdinivåer (Dyrnes, 2011, s. 94). Kort fortalt går dette ut på at aksjer har ulik verdi avhengig om omsetningen i aksjene (likviditet), om eierstrukturen består av minoritets- eller majoritetsposter, og/eller om en majoritetspost ønsker å oppnå synergier eller bare kontroll med selskapet de kjøper. Videre deles de inn i fem nivåer (Dyrnes, 2011, s. 94):

1. *Marked for strategisk kontroll:* På dette nivået finner man kjøpere av selskaper som ønsker å realisere synergier gjennom å kjøpe opp et annet selskap. Dette kan være selskaper som velger kjøpe selskaper for mer enn den fundamentale verdien (oppkjøpspremie) fordi de ser ytterlige verdier gjennom synergier. Som vi senere vil se i oppgaven, er Kid ved oppkjøpet Hemtex et eksempel på dette.
2. *Likvid marked for finansiell kontroll:* Her kjøper (ofte institusjonelle investorer) opp en kontrollerende del av selskapet gjennom for eksempel at man skal drive selskapet bedre, uten at man gjør dette på grunn av synergier.
3. *Marked for likvide minoritetsposter:* Dette omtales som oftest som et velfungerende børs klima hvor prisene reflekterer omsetning av minoritetsposter. Man ser her ofte «minoritetsrabatter», ettersom kjøpere av slike poster i liten grad har innflytelse på selskapets beslutninger.
4. *Illikvid marked for finansiell kontroll:* Se punkt 2 over. Derimot synes ikke «minoritetsrabatter» å burde bli fratrukket i verdsettelsen for majoritetsposter med finansiell kontroll.
5. *Marked for illikvid minoritetsposter:* Dette gjelder som oftest for mindre selskaper med liten omsetning og svak likviditet. Man ser ofte en liten verdsettelsesrabatt i aksjer som man ikke kan selge og kjøpe øyeblikkelig og konvertere til kontanter.

3.3 Kapitalverdimodellens begrensninger

Kapitalverdimodellen (CAPM) regnes som kanskje den mest kjente modellen innenfor moderne porteføljeteori (MPT). Modellen kom til ved at tre akademikere ved navn William Sharpe, John Lintner og Fisher Black fokuserte deres intellektuelle energi på å bestemme hvilken del av verdipapirets risiko som kan bli eliminert ved hjelp av diversifisering, og hvilken del som ikke kan bli eliminert ved å være diversifisert. Resultatet ble kjent som kapitalverdimodellen (Malkiel, 2016, s. 209). Logikken bak CAPM er at det er ingen premium for å bære risiko som kan bli diversifisert bort. For å få avkastning på lang sikt høyere enn gjennomsnittet må man derfor øke risikonivået på porteføljen som ikke kan bli diversifisert bort. Kapitalverdimodellen blir dermed brukt som et verktøy gjennom at man forsøker å estimere forventet avkastning, ved at man

sammenligner med risikoen formuesobjektet/eiendelen medfører. Dermed er den forventede avkastningen til en eiendel avledet fra risikofri rente, beta, og markedets risikopremie.

Det har også vært en rekke kritikk mot denne modellen gjennom årenes løp. På 1970-tallet ble det gjort en rekke studier av kapitalverdimodellen. Selv om de fleste studier fant en lineær sammenheng mellom forventet avkastning systematisk risiko, var de også noen studier som konkluderte med at CAPM hadde sine begrensninger. Blant annet viste noen av undersøkelsene en flatere verdipapirmarked linje enn hva CAPM skulle tilsi (Bøhren et al., 2018). Dette tilsier at vinkelkoeffisienten er lavere enn det CAPM viser at markedets risikopremie er. Videre viste det seg at konstantleddet til formelen for CAM ofte var høyere enn det risikofri rente var. Et annet viktig resultat som også kom frem i studiene på denne tiden var at usystematisk risiko ikke så ut til å påvirke prisingen (Bøhren et al., 2018). Kritikerne av modellen mente dermed at de hadde grunnlag for å hevde at den usystematiske risikoen er irrelevant for risikokompensasjonen. En annen begrensning med CAPM er at modellen forutsetter et *perfekt marked* (Bøhren et al., 2018). Dette tilsier at alle priser på verdipapirer er fullt ut reflektert i all tilgjengelig informasjon til enhver tid. Empiri og observasjon av markedet viser derimot at markeder ikke alltid er «perfekt priset». Det har med at markedet ikke alltid tolker informasjon på samme måte og like fort. Selv om forskning på CAPM viser validitet, er det viktig å slå fast at forskning også sår tvil om modellen. Man har derfor ikke fullt grunnlag for å hevde at CAPM er en perfekt modell.

3.4 Realopsjonsteori

Den klart mest vanlige formen for verdsettelse av et selskap er nåverdivarianter hvor man neddiskonterer fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Derimot er det sterk usikkerhet knyttet til slike modeller, da verdisseting i all hovedsak spinner ut ifra fremtidsprognoser. Det oppstår et problem når man kombinerer denne usikkerheten med fleksibilitet. En slik nåverdiberegning ved hjelp diskontering tar i liten grad hensyn til fleksibiliteten ved å tilpasse seg til fremtidige hendelser, som igjen er med på å påvirke kontantstrømmen (Tvedt, 2000). Et eksempel på slik fleksibilitet kan være muligheten til å sette opp prisene grunnet økte stordriftsfordeler i fremtiden. Et selskap

med fleksibilitet vil derfor ha høyere verdi enn et selskap uten slik fleksibilitet (Tvedt, 2000). En løsning for å verdsette ulike typer fleksibilitet er det vi kaller for realopsjoner.

Robert Merton og Myron Scholes fikk i 1997 Nobel prisen i økonomi for å ha utviklet en genial metode for å verdivurdere derivater som unngår at man trenger å estimere kontantstrømmer eller kapitalkostnaden (Koller et al., 2020). Modellen de utviklet bruker en replikerende portefølje til å verdsette et prosjekt. Den grunnleggende ideen bak denne replikerende porteføljen er at man konstruerer en portefølje av verdipapirer som er priset og som har samme utbetaling som en vanlig opsjon. På denne måten bruker man teorien bak pricing av finansielle instrumenter som opsjoner med investeringer i realaktiva (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). En opsjon vil si at man har retten, men ikke plikten til å kjøpe eller selge et verdipapir til en forhåndsbestemt pris. Dette gjør at realopsjoner er en svært fleksibel verdsettelsesmetode når det er høy grad av usikkerhet. Derimot kan det være problematisk bruke denne metoden i praksis ettersom det er vanskelig å estimere hvilken input man trenger for å replikere porteføljer for selskaper.

3.5 Oppkjøpsteori

Oppkjøp skaper verdi bare når de kombinerte kontantstrømmene av de selskapene som slår seg sammen øker på grunn av kostnadsreduksjoner, akselerert inntektsvekst, eller bedre bruk av fast kapital eller arbeidskapital (Koller et al., 2020). Verdi som blir skapt for erververens aksjonærer tilsier forskjellen mellom verdi mottatt av det oppkjøpte selskapet og prisen man betalte for å erverve selskapet (Koller et al., 2020). Etter at erververen har kjøpt en virksomhet må verdien av oppkjøpte eiendeler, rettigheter og forpliktelser som oppstår oppføres i balansen til hva som er «virkelig verdi» (Kaldestad & Møller, 2016, s. 477). Derimot kan hva man balansefører avvike fra kjøpesummen av det ervervede selskapet. Det flere grunner til at en slik forskjell av virkelig verdi på oppkjøpte eiendeler og bokførte verdier oppstår. Blant annet må selskap ofte betale en *oppkjøpspremie* for at det ervervede selskapets aksjonærer skal være villig til å selge. Erververen kan måtte betale *kontroll* - og *synergipremier* ved oppkjøpet. Kontroll vil si at verdien kan økes med å iverksette en bedre strategi, men synergi. Synergi vil at kjøper kan øke inntjeningen ved å integrere selskapet med sin egen virksomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 279). Dette kan også skape verdi for erververen. Videre kan virksomheten identifisere eiendelene og forpliktelsene som høyere enn det det

tilegnede selskapet gjorde alene. Selskapet gjenkjenner da goodwill og andre immaterielle eiendeler på balansen. Et vanlig mål på selskapets verdiskapning etter oppkjøpspremien er at man ser på avkastning på investert kapital (ROIC) med oppkjøpte immaterielle eiendeler og goodwill (Koller et al., 2020).

4. Utredningsmetode

I dette avsnittet jeg beskrive metoden jeg har brukt for å kunne besvare min problemstilling. Metode betyr den konkrete fremgangsmåten for opplegg og gjennomføring av studien (Grønmo, 2016, s. 43). Videre skal jeg presentere den valgte metodologiske tilnærmingen som har blitt benyttet i denne oppgaven. Det man kan forstå med begrepet metodologi er det beskriver de mer prinsipielle og fundamentale tenkemåtene eller forståelsesformene som man legger til grunn for utvikling og utnyttningen av metoden (Grønmo, 2016, s. 43). Avsnittet består av 3 ulike deler: Forberedelse, datainnsamling og dataanalyse.

4.1 Forberedelse

Ettersom all forskning går ut på å besvare en eller flere problemstillinger handler første steget om å finne relevant litteratur om verdsettelse og plassere dette i en litteraturmatrise. Denne finner man i vedlegg 1. I tillegg kom veileder Tor Tangnes med råd om hvor man kunne finne relevant litteratur. Denne veiledningen var viktig ettersom det ga mer oversikt og kunnskap om hva teorien bak verdsettelse egentlig dreier seg om, og hvilke verdsettelsesmodeller jeg skulle ta i bruk. Videre har søketjenester som Oria og Google Scholar vært viktige, men også det fysiske biblioteket på campus. Valget falt på å verdsette Kid da dette er et selskap jeg selv har vurdert å investere i. Ettersom jeg har skrevet oppgaven alene har det gått smidig å sette opp en struktur og gå løs på arbeidsoppgaver.

4.1.1 Formål

Formålet med denne oppgaven er å utarbeide en fundamental analyse av Kid gjennom ulike verdsettelsesmetoder, og komme frem til en konklusjon om en fiktiv investor bør kjøpe eller selge aksjen basert på dette. Ettersom prosessen handler om å finne støtte, men ikke bygge på gamle analyser, samt utarbeide egne analyser og antagelser, kan oppgaven sies å være av utforskende natur. Oppgaven kan også beskrives som analytisk,

men henvisning til verdsettelsen, og her bør verdivurderingene som utarbeides også drøftes til mer samfunnsvitenskapelig begreper, teorier og innsikter.

4.1.2 Tilnærming

I en samfunnsvitenskapelig studie hvor virkeligheten skal utforskes er det vanlig å skille mellom deduktive og induktive opplegg. Deduktivt opplegg vil si studier hvor hovedvekten er lagt på problemformuleringen og teoritestingen (Grønmo, 2016, s. 51). Studier med deduktivt opplegg har som mål og avlede bestemte problemstillinger fra den teorien som skal testes. Det er mest vanlig å bruke deduktivt opplegg på emner som det tidligere har blitt forsket mye på. Induktive opplegg vil si studier med særlig vekt på fortolkning og teorigenerering (Grønmo, 2016, s. 51). Disse skal bygge opp en teoretisk forståelse ut fra de empiriske analysene som har blitt gjennomført. Det induktive opplegget regnes for å være hensiktsmessig når man undersøker det som ikke tidligere har blitt forsket på. I denne oppgaven skal det utarbeides et verdsettelsesestimat på grunnlag av allerede etablert teori. Oppgaven tar derfor ikke sikte på ny teoriutvikling som ikke tidligere ikke har vært forsket på. Derimot kan man argumentere for at selve datagrunnlaget som man bruker i prognosene hvor det er stor grad av fortolkning er induktivt i den grad at selve utfallet av analysen ikke er forsket på tidligere. Likevel bygger analysene på testing av teoriene og resultatene som kommer frem av analysen gir ikke empiri for videre forskning. Det blir dermed riktig å konkludere med at tilnærmingen blir deduktivt opplegg.

4.2 Datainnsamling

4.2.1 Forskningsstrategi

Denne bacheloroppgaven er en casestudie. Grunnen til dette er at studien begrenser seg til en analyseenhet (Grønmo, 2016, s. 105). Definisjonen på casestudiet er mange da de har ulike formål. I denne oppgaven handler det om utvikle en helhetlig forståelse av enheten Kid ASA. Ved en slik tilnærming betrakter jeg selskapet som unikt i seg selv, men også en del av et større univers. Videre er casestudier basert på kvalitative data og kvantitative data og er derfor ikke begrensende til en type datainnsamling. De er ofte svært intensive og inneholder mye informasjon (Grønmo, 2016, s. 105). Eksemplet på

dette er at casestudien bruker flere ulike kilder, slik som års- og kvartalsrapporter, bransjerapporter, terminaler, markedsnyheter og teoretisk litteratur.

4.2.2 Datagrunnlaget

Casestudien er av både kvantitativ- og kvalitativ karakter. Kvantitative data vil si data som uttrykkes ved tall eller andre mengdetermer. Kvalitative data er data som vanligvis uttrykkes i form av tekst (Grønmo, 2016, s. 440). Det vil si data som ikke er kvantifiserbare. Det er vanlig å si at kvantitative- og kvalitative data er komplementære datatyper. Grunnen til dette er at visse typer data blir best belyst gjennom kvantitative data, mens andre typer data blir best belyst av kvalitative data. For eksempel kan kvalitative data referere til kvantitative forhold. Grønmo (2016, s. 138) skiller videre mellom fire ulike typer data, hvor to er kvantitative og de to siste er kvalitative. Den første er *metriske data*, som er data som omfatter variabler på intervall- eller forholdstallsnivå. Kvantitative metriske data som blant annet blir brukt i regnskapstall og som kan analyseres. Den andre er *kategoriske data*. Det vil si ikke-metriske data som kan uttrykkes ved tall, og som omtales på nominalnivå eller ordinalnivå. Den tredje og som er kvalitativ, er *data uttrykt ved andre mengdetermer enn tall*. Slike kvalitative data er blant annet data som ligger som tekst, men som referer til kvantitative data. Eksempel på dette fra teksten er at «Kid er den største aktøren i boligtekstilbransjen i Norden». Den fjerde og mest kvalitative datatypen er *data uttrykt ved tekst*. Dette kan være data fra bransjekataloger, lærebøker og tidsskriftartikler som skal gi en dypere forståelse av relevant teori og input.

Videre er det viktig å sette et skille mellom primær- og sekundærdata når man skal beskrive datagrunnlaget. Primærdata er data som blir registrert fra en kilde i produksjonsløpet (SSB, 2011). I dette tilfellet ville det vært data vi selv hadde samlet inn fra en kilde. Det vil si at når man henter data fra den opprinnelige registreringen bruker vi primærdata, mens når denne dataen blir overført til andre, og som vi henter fra blir den sekundærdata (SSB, 2011). I denne casestudien blir det i hovedsak brukt sekundærdata da kvantitativ og kvalitativ data er ikke hentet direkte fra en registrert fra en kilde. En viktig grunn til dette er data som brukes i denne oppgaven er børssensitiv informasjon. Jeg har dermed ikke hatt mulig til å intervjuer ledelsen direkte, og tilegne meg primærdata som resten av markedet ikke kjenner til. Eksempler på sekundærdata er data hentet fra års- og kvartalsrapporter og terminaler, samt teori og bransjerapporter.

4.3 Datanalyse

4.3.1 Analyseverktøy

Den endelige verdsettelsen baserer seg på flere finansielle og strategiske analyser hvor ulike verktøy brukes. I dette avsnittet vil disse presenteres.

Verktøy brukt til finansielle analyser:

Ettersom nåverdiberegningene hvor jeg kommer frem til en fundamental verdi av selskapet blir gjort i Excel, har dette vært det mest brukte og viktigste verktøyet i denne oppgaven. All behandling av kvantitativ data har blitt gjort i dette programmet. Den relative verdsettelsen er også utført i Excel, hvor multipler og annen rådata er hentet fra Bloomberg terminal. Bloomberg terminal regnes som den beste terminal for å innhente finansiell rådata fra. Historiske kurser både på indekser og historiske kurser på Kid er også hentet fra Bloomberg terminal. Dette var viktig både for å utføre regresjon på beta, Monte-Carlo simulering, og andre sensitivitets- og scenarioanalyser. Yahoo Finance har også blitt brukt i noen grad til innhenting av historisk rådata.

Verktøy brukt til strategiske analyser:

Strategiske rammeverk som har blitt brukt i denne oppgave er makroanalyse, PESTEL, Porters fem krefter, VRIO og verdikjedeanalyse. *PESTEL* er en eksternanalyse som tar utgangspunkt i makroforhold (Fjeldstad & Lunnan, 2018, s. 18), mens *Porters fem krefter* er en eksternanalyse for bransjen. Videre er VRIO en modell for intern analyse, som tar utgangspunkt bedriftenes ressurser. Til slutt tar verdikjedeanalyse for seg selve verdiskapningsprosessen. Selve analysene finner man i kapittel 7.

4.3.2 Metodologiske kvaliteter og begrensninger

Det første vi skal ta for oss i dette avsnittet er å se på troverdigheten og gyldigheten til dataene som er hentet inn i denne oppgaven. På fagspråket snakker vi da om reliabilitet og validitet. Gjennom disse to begrepene tar man for seg de metodologiske kvalitetsvurderingene til oppgaven. *Reliabilitet* refererer til påliteligheten til datamaterialet som er samlet inn (Grønmo, 2016, s. 240). Gir datainnsamlingen man har samlet inn pålitelige data, sier man at reliabiliteten er høy. En måte og måle reliabiliteten på å se om vi får identiske data dersom vi bruker samme undersøkelsesopplegget ved ulike innsamlinger av data om de samme fenomenene (Grønmo, 2016, s. 241). *Validitet* derimot henviser til datamaterialets gyldighet for de

problemstillingene som skal belyses (Grønmo, 2016, s. 241). Resultater datainnsamlingen i data som er relevant for den problemstillingen vi ønsker å belyse, sier man at validiteten er høy.

En metodologisk fremgangsmåte jeg har brukt gjennom hele casestudien er å bruke teori, og innsamling av data som er generelt akseptert av forskere for å sikre høy reliabilitet. Jeg har sett på dette som avgjørende ettersom det meste av data jeg bruker er sekundærdata. Noe av sekundærdataene som har blitt brukt referer ikke til videre til kilder, og kan ses på som metodologisk begrensning. Når dette har vært en begrensning har jeg sammenlignet teorien fra flere ulike kilder. Videre gjøres det flere antagelser og personlige subjektive antagelser både blant annet når jeg justerer regnskapet til IFRS 16 (*se kapittel 6*) og i fremtidsprognosen (*se kapittel 8*). Derfor vil flere analytikere som analyserer samme selskap komme frem til annen verdsettelse enn det jeg har gjort. Dette gjør selvfølgelig at reliabiliteten til en slik oppgave blir mindre enn i en oppgave som kun bygger på håndfaste historiske tall. Jeg har prøvd i så liten grad som la personlige bias og andre personlige subjektive antagelser påvirke oppgaven. Ved nåverdimetodene har jeg testet reliabiliteten ved å se om flere ulike nåverdimetoder gir samme verdi.

Når det gjelder validiteten til casestudien har jeg prøvd å bruke data som hele tiden er relevant for problemstillingen. Måten jeg har gjort dette på er ved å hele veien være bevisst på at data som samles inn er relevant å bruke for å finne den fundamentale verdien av selskapet og dermed også for egenkapitalen. Jeg har utelatt data som ikke gir noen verdi til denne problemstillingen, slik at jeg ikke undersøker noe annet enn det problemstillingen er.

Jeg har benyttet meg av flere ulike verdsettelsesmetoder og strategiske metoder for å forsikre meg om høy metodologisk kvalitet gjennom oppgaven. Videre har jeg også brukt Monte Carlo-simulering og sensitivitets- og scenarioanalyser for å sikre høyere reliabilitet. Det er også andre begrensninger verdt å nevne for den metodologiske kvaliteten. Blant annet når jeg sammenligner med konkurrenter i bransjen er det ingen andre børsnoterte boligtekstilselskaper. Jeg har dermed vært nødt til å hente ut tall fra Proff Forvalt. Dette gjør at jeg at når jeg sammenligner med Princess bruker selskapene ulike regnskapsprinsipper. Likevel er dette det beste alternativet for å danne et bilde av konkurransen mot deres største konkurrent, og noe som er helt nødvendig å ta med for å sikre høy metodologisk kvalitet.

En annen begrensning med oppgaven er at det ikke gjort nok analyser av Hemtex. Dette svekker analyseresultatene og verdsettingen ettersom man ikke får nok analysert nok kritisk informasjon. Valget med å utelate denne er derimot bevisst med tanke på casestudiens lengde og kompleksitet.

5. Finansiell metode

5.1 Verdsettingsmetoder

Det finnes en rekke ulike verdsettelsesmetoder man kan bruke for å verdsette et selskap. Den mest brukte formen for analyse og som også vil bli lagt mest vekt på i denne oppgaven er å diskontere fremtidige kontantstrømmer til en nåverdi. En annen mye brukt form for analyse er relativ verdsettelse hvor man sammenligner med såkalte lignende «peers». Denne vil også bli brukt i denne oppgaven, men vil bli lagt mindre grad vekt på enn nåverdimetoden hvor man diskonterer fremtidige kontantstrømmer.

5.1.1 Nåverdimetoder

Verdien av en virksomhet eller en eiendel regner man generelt som fremtidige estimerte kontantstrømmer eller inntekter som man neddiskonterer ved hjelp av en diskonteringsfaktor til en *nåverdi* (Kinserdal, 2017). Det første steget under en nåverditilnærming går ut på å lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer. Under det andre steget må man estimere et avkastningskrav (diskonteringsfaktor) ut ifra hvor stor risiko selskapet har, og tidsverdien av penger. Tredje steg handler om å diskontere de prognostiserte kontantstrømmene (resultatene) tilbake til dagens verdi basert på dette avkastningskravet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29). Det finnes flere ulike nåverdimetoder. Med riktig teknikk skal alle disse nåverdmodellene gi det samme resultatet (Kinserdal, 2017). I denne oppgaven velger jeg å bruke tre ulike nåverdimetoder for å se om de kommer frem til samme verdsettelse. To er klassiske modeller som diskonterer kontantstrømmer. Den siste er en meravkastningsmodell hvor man også diskonterer kontantstrømmer, men man inkluderer periodiseringstall fra regnskapet samt bokførte verdier fra balansen.

5.1.1.1 Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (DCF)

Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (DCF) diskonterer den frie kontantstrømmen som er tilgjengelige til alle investorer. Dette vil si eierne av egenkapitalen, gjeldsinnehavere og andre investorer (Koller et al., 2020). Man bruker følgende formel for å finne selskapets markedsverdi:

$$Enterprise\ Value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Hvor:

$Enterprise\ Value_0$ = Selskapsverdien i år 0

$FCFF_t$ = Fri kontantstrøm til selskapet i periode t

$WACC$ = Selskapets totalkapitalkostnad (diskonteringsfaktor til totalkapitalen)

g = Forventet vekst i terminalperioden.

Denne formelen viser at selskapets frie kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF) påvirker *selskapets markedsverdi*. Med denne metoden brukes selskapets totalkapitalkostnad (WACC) som diskonteringsfaktor. Det vil si den blandede kapitalkostnaden for alle investorer. Det er også nødvendig å bruke en evigvarende vekstrate for å finne terminalverdien etter prognoseperioden. Videre trenger man å trekke fra netto rentebærende gjeld (NIBD), og i dette tilfelle også leasing gjeld for å komme frem til et estimat av egenkapitalens verdi.

5.1.1.3 Dividendemodellen (DDM)

Ifølge Dividendemodellen (DDM) er nåverdien av alle fremtidige utbytter inkludert avviklingsutbytte (Petersen et al., 2017). Det er kun fremtidige utbytter og avkastningskravet som påvirker markedsverdien av et selskap i denne modellen. Dette tilsier at verdien til et selskap blir større jo høyere fremtidige utbytter er, og mindre jo lavere fremtidige utbytter er. Det kan derimot være vanskelig å prognostisere fremtidige utbytter. Følgende formel brukes for Dividendemodellen (Petersen et al., 2017):

$$MVE_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_e)^t} + \frac{Div_{n+1}}{r_e-g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor:

MVE_0 = Markedsverdi av egenkapitalen i år 0

Div = Dividend (utbytte)

r_e = Egenkapitalkostnaden (avkastningskravet)

g = Forventet vekst i terminalperioden

5.1.1.4 Meravkastningsmodell: Residual income (RI)

Det er flere likheter mellom tradisjonelle nåverdimetoder som beskrevet over og meravkastningsmodeller som jeg nå skal presentere. Forskjellen ligger i at tradisjonelle nåverdimetoder diskonterer fremtidige kontantstrømmer, mens meravkastningsmodeller som Residual income-modellen og Economic Value Added-modellen (EVA) bruker periodiseringstall fra regnskapet (Petersen et al., 2017). Dette vil si at både inntjenings- og sammenstillingsprinsippet er i bruk.

Modellen jeg bruker som tar for seg diskontering av meravkastning for verdsettelsen av Kid er Residual income-modellen. Det er også muligheter for å bruke EVA-modellen. Begge regnes som mål økonomisk superprofitt. Forskjellen på disse to er at RI-modellen estimerer markedsverdien til egenkapitalen, mens EVA-modellen estimerer markedsverdien til totalkapitalen. Dermed er det transaksjonen med gjeldsholdere som gjør opp forskjellen på RI-modellen og EVA-Modellen (Petersen et al., 2017). Dermed vil man bruke en fast egenkapitalkostnad ved bruk av RI-modellen. Modellen blir spesifisert med følgende formel:

$$MVE_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{n+1}}{r_e - g} \times \frac{1}{(1+r_e)^n}$$

Hvor:

MVE_0 = Markedsverdi av egenkapitalen i år 0

BVE_0 = Bokført verdi av egenkapitalen i år 0

RI_t = Resultat etter skatt – (Gjennomsnittlig BVE i år x r_e)

r_e = Egenkapitalkostnaden (avkastningskravet)

g = Forventet vekst i terminalperioden

5.1.2 Relativ verdsettelse

En enkel måte å gjennomføre verdsettelse et selskap på, er ved å verdsette et selskap i relasjon til verdien av andre selskaper (Koller et al., 2020). Det er også en svært populær verdsettelsesmetode ettersom kompleksiteten er mindre enn ved nåverdiberegninger, samt det (ofte) går ofte raskere. En slik verdivurdering blir basert på multipler som avhenger av relativ prising av såkalte «peers» sine inntjening (Petersen et al). «Peers» henviser til lignende selskaper som opererer i samme industri eller sektor, og som nokså lik i selskapsstruktur og samme fremtidsutsikter. Det er en rekke ulike multipler man kan bruke for relativ verdsettelse. Vanlige multipler (og som vil bli brukt i denne casestudien) er Pris/inntjening (P/E), Pris/Bokført verdi av egenkapitalen (P/B), Pris/Salg (P/S) og Selskapsverdi/EBITDA (EV/EBITDA).

Man må også være oppmerksom på at det foreligger svakheter ved bruk av multipl- verdsettelse av et selskap, da verdsettelsen fort kan bli inkonsistent. For det første foreligger ikke verdi ved analysen ved å sammenligne selskapet med selskaper fra forskjellige industrier. For det andre bør man ikke sammenligne med selskaper med helt ulik historiske opptreden, som målt ved ROIC og vekst. (Koller et al., 2020). Konklusjonen blir at skal man bruke multipler for verdsettelse, bør man utarbeide dette nøyaktig og være selektiv med hvilke relative «peers» man sammenligner med. Videre må en slik analyse også bli komplimentert av andre analyser for å sikre reliabilitet.

5.2 Totalkapitalens avkastningskrav

Ved nåverdimetoder hvor man verdsetter markedsverdien til hele selskapet (totalkapitalen) er det helt nødvendig å regne ut selskapets totalkapitalkostnad (WACC) for å finne riktig diskonteringsrente. Følgende formel er vanlig å bruke til å regne ut totalkapitalens avkastningskrav:

$$WACC = \frac{E}{(D + E)} r_e + \frac{D}{(D + E)} r_d (1 - t)$$

Hvor:

E = Egenkapital (Markedsverdi)

D = Gjeld

r_e = Egenkapitalkostnaden

r_d = Gjeldskostnad

$(1 - t)$ = Selskapets skatteskjold

5.2.1 Egenkapitalens avkastningskrav

Egenkapitalens avkastningskrav (r_e) er også svært viktig å utrede ettersom denne brukes i verdsettelsene CFE, DDM og RI. Man buker videre egenkapitalkostnaden for utregning av WACC. Akademikere har utredet utallige modeller for å estimere egenkapitalkostnaden gjennom årenes løp, men ingen har blir regnet som pålitelig nok, spesielt på selskapsnivå (Koller et al., 2020). Den mest pålitelige og brukte modellen i praksis er derimot kapitalverdimodellen (CAPM). Derfor velger jeg å bruke CAPM i denne oppgaven. CAPM kan utredes som følgende formel:

$$r_e = r_f + \beta[r_m - r_f] + L$$

Hvor:

r_e = Egenkapitalkostnaden

r_f = Risikofri rente

β = Den systematiske risikoen til selskapet (Beta)

$[r_m - r_f]$ = Markedets risikopremie (hvor r_m alene er avkastningen på markedsporteføljen)

L = Småselskapspremie

5.2.1.1 Estimering av risikofri rente

Risikofri rente er det en investor kan vente å få i avkastning på en investering uten risiko. Dermed er risikofri rente den hypotetiske avkastningen en investor kan få på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). Det mest vanligste historisk har vært å bruke rente på langsiktige statsobligasjoner. Derimot har vi sett etter pandemiens utbrudd at sentralbankene har kuttet rentene til unormalt lave nivåer.

Koller et al. (2020) argumenterer i denne sammenheng at det oppstår en inkonsistens mellom lave renter og markedsverdien til egenkapitalen. De anbefaler derfor at man bruker en syntetisk (normalisert) risikofri rente i CAPM. Undersøkelser av norske finansanalytikere fra PWC viser derimot at et klart flertall fortsatt bruker langsiktige statsobligasjoner som risikofri rente. 42 prosent av deres respondenter mener at 10årig statsobligasjoner bør benyttes på det norske markedet, mens kun 25 prosent av respondentene benytter syntetisk (normalisert) rente som risikofri rente (PWC, 2020). Derimot bør man også være oppmerksom på at denne analysen kun baserer seg på svar på 151 av NFFs ca. 1000 medlemmer, noe som svekker reliabiliteten til undersøkelsen. Når man bruker en slik lav risikofri rente er det viktig bevist på at sammenhengen mellom denne lave renten på risikofrie renten og verdien man får gjennom verdsettelsen. Dette blir testet i en sensitivitetsanalyse i kapittel 10.1. Ettersom prognoseperioden min er på 10 år, velger jeg å benytte meg av 10-årig norske statsobligasjoner. Dermed henter jeg ut den gjennomsnittlige månedlige norske 10-årige statsobligasjonen per 30.04.2021 fra Norges Bank (2021):

$$r_f = 1,46 \%$$

5.2.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den ekstra avkastningen som er krevd fra investorer for å vende fra risikofrie investeringer til en gjennomsnittlig risikabel investering. I CAPM blir markedets risikopremie definert som $[r_m - r_f]$. Koller et al. (2020) skiller mellom to ulike metoder å estimere markedets risikopremie. Den første metoden kalkulerer egenkapitalkostnaden underforstått forholdet mellom den nåværende aksjeprisen fremtidig finansiell avkastning. Da denne metoden hadde krevd at man hadde laget prognoser og deretter verddivurderinger av en stor samling av selskaper på Oslo børs, ser jeg på dette som en for krevende metode i en slik avgrenset oppgave. Den andre metoden de trekker frem er å bruke historisk markedsavkastning. Ettersom denne metoden kan gi feil oppfatning ettersom inflasjonen har variert gjennom årene, er det en tredje metode som også går an å bruke, og som krever mindre avanserte beregninger. Dette er å bruke spørreundersøkelser hvor profesjonelle analytikere og/eller investorer tenker er en passende premie for markedet. Undersøkelsen til PWC (2020) i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) slår fast at median markedsriskopremien i det norske markedet er på 5 prosent, mens gjennomsnittet er 4,82 prosent. Som tidligere i avsnittet over, er det viktig at man er kritisk til disse tallene

ettersom det kun var 15 prosent av foreningens medlemmer som svarte på undersøkelsen. Videre kan det diskuteres om markedets risikopremie bør endres om risikofri rente endrer seg. Her er analytikerne delte i synet, og over en periode lengre periode har ca. 40 prosent av analytikerne at en endring i risikofri rente vil endre markedets risikopremie. I denne casestudien vil medianen til deltakerne bruke i denne undersøkelsen som det beste målet på markedets risikopremie:

$$[r_m - r_f] = 5 \%$$

5.2.1.3 Småselskapspremie

Småselskapspremie er en ekstra premie som man ofte inkluderer i egenkapitalkostanden til mindre selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 285). Forskning viser at denne bør inkluderes i egenkapitalkostnaden ettersom det er sammenheng mellom størrelsen og avkastning til et selskap. Småselskapspremie og likviditetspremie er begreper som ofte omtales om hverandre, og derfor er viktig at man ikke «dobbel teller» dersom man både legger til grunn en likviditetspremie og en småselskapspremie. Man kan dermed si at en medvirkende årsak til at man får en slik småselskapspremie er at småselskaper i snitt er mindre likvide enn større selskaper (Kaldestad & Møller, 2016, s. 171). Man ser også eksempler på dette i Kid sitt tilfelle, da nedsalg fra største eier, Gjelsten Holding gjorde at aksjen falt nesten 6 prosent på en dag. Man kan derfor se på denne premien som en kompensasjon for at man ikke investerte i større, tryggere og mer omsatte selskaper. Undersøkelsen til PWC (2020) som brukt i avsnittet over viser at hele 85 prosent av analytikerne som responderte på undersøkelsen mener man bør benytte seg av en slik småselskapspremie. Gjennomsnittlig småselskapspremie analytikerne bruker på selskaper med en verdi på egenkapitalen på 2-5 MRD NOK er 1,5 prosent. Jeg velger derfor å justere egenkapitalkostnaden ved å benytte meg av småselskapspremie på 1,5 prosent som et påslag.

5.2.1.4 Estimering av egenkapitalbeta

I henhold til kapitalverdimodellen øker eiernes sitt avkastningskrav (r_e) når den systematiske risikoen (Beta) øker. Dette gir også intuitiv mening, da jo høyere risiko investeringsobjektet gir, jo høyere kompensasjon vil en investor kreve for å investere.

Egenkapitalbetaen (β_e) er den beta som påvirker eiernes avkastningskrav (Petersen et al., 2017). Det vil si jo høyere systematisk risiko (β_e) jo mer svingninger er det, og jo høyere risiko er det i selskapet. $\beta = 1$ vil si at den systematiske risikoen til investeringsobjektet svinger like mye som markedsporteføljen (indeksen) man følger, $\beta > 1$ vil si at den svinger mer enn markedsporteføljen og $\beta < 1$ vil si at den svinger mer enn markedsporteføljen man følger. Tre vanlige måter og regne ut egenkapitalbetaen på er:

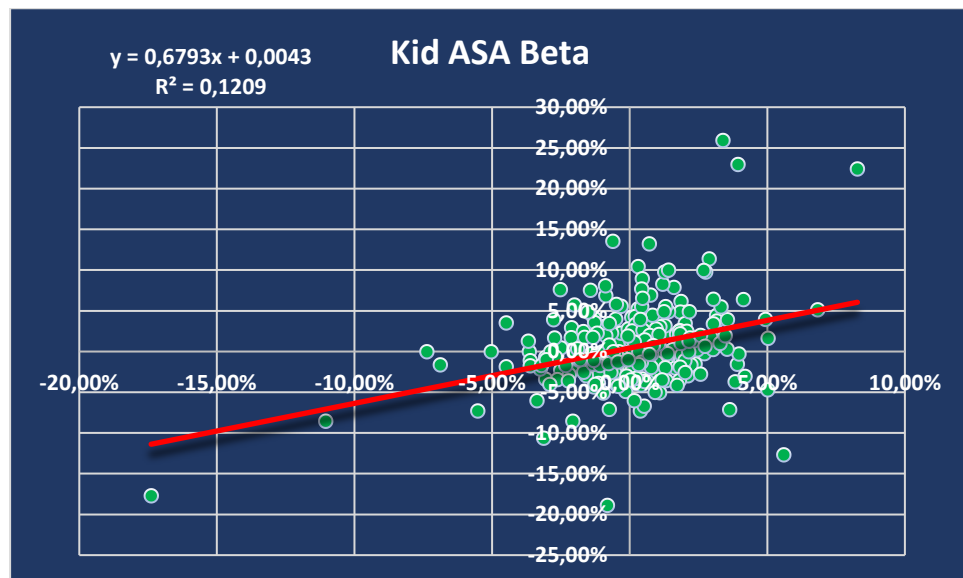
1. Estimering av beta ved hjelp av regresjonsanalyse av historisk avkastning mot en markedsportefølje (indeks):
2. Estimering av beta fra sammenlignbare selskaper
3. Estimering av beta ved hjelp av fundamentale faktorer:

Regresjonsbeta:

En vanlig måte å regne beta på er ved å gjennomføre en regresjonsanalyse basert på historisk avkastning. Ved hjelp av denne regresjonen måler den kovariansen mellom det verdsettelsesobjektets historiske avkastning og en valgt markedsportefølje. I denne oppgaven brukes Kid sin historiske avkastning fra børsnotering, mot avkastningen til OSEAX som forklarende variabel. OSEAX er den brede indeksen til Oslo Børs som inkluderer alle selskaper som er børsnoterte her. Derimot er det flere svakheter å peke på ved beregne beta med denne måten (Petersen et al, 2017):

- Mangel på likviditet i et selskaps aksjer
- Mangel på stabilitet i beta over tid
- Mangel på ex-ante pris observasjoner
- Mangel på observasjoner

Dette tilsier at når utfører en regresjonsanalyse må man stille et kritisk blikk på resultatet man får. Under ser vi en utarbeidelse av Kid sin beta ved bruk av ukentlig avkastning både på Kid og OSEAX indeksen:



Figur 4- Kid's avkastning mot OSEAX (egen tilvirkning)

Ved hjelp av regresjonsmodellen kommer vi frem til en råbeta på 0,6793 for Kid. Regresjonens forklaringskraft (R^2) er derimot bare 12,09 prosent. Dermed må forklaringskraften sies å være veldig lav. Betaen som hentes ut er upresis regresjon. Blant annet er standardfeilen på 10,81 prosent. Bruker man to standardfeil er ville man høyst sannsynlig funnet en beta som ligger i intervallet [0,47, 0,89]. Dette kan ikke sies å være en presis beregning. Grunnen til dette er man bruker historiske tall som blant annet kan være påvirket av engangstilfeller i markedet som representerer utvalget, og dermed gir en upresis betaverdi. Eksempelvis er Kid er relativt illikvid aksje og dermed vil estimatet for denne regresjonsmodellen estimere en lavere risiko enn hva som faktisk er tilfelle. En annen grunn som kan være med på å forklare dette er at gjeldsgraden til Kid varierer over femårsperioden. Til slutt er perioden man kan observere historiske aksjekurser på kort, ettersom selskapet kun har vært børsnotert i fem år. Dette gjør at man kan argumentere for at det er mangel på observasjoner, og at det er for få observasjoner til å undersøke stabilitet over tid.

Beta ved hjelp av sammenlignbare selskaper:

Etttersom Kid ikke har noen konkurrenter som er børsnoterte fra samme bransje, velger jeg i denne analysen å ikke benytte meg av denne metoden for å finne beta.

Fundamental Beta:

Fundamental beta, også kalt «bottom-up» beta eller industribeta er bestemt av et gjennomsnitt for industrien som objektet man verdsetter er i. På bakgrunn av funnene fra regresjonsmodellen er det derfor på sin plass å undersøke ved bruk av komparative

selskaper. For å redusere støyen rundt beta estimater ved hjelp av egne utregnede regresjoner, argumenterer Koller et al, 2020 med å legge mer vekt på å bruke industribeta istedenfor selskapsesifikke beta (Koller et, 2020). Grunnen til dette at selskaper i samme industri har lignende driftsrelaterte risk, slik at de burde ha samme operasjonell beta. Dette gjøres ved å hente råbeta fra av «retailpeers» på Oslo Børs. Det er bare to andre selskaper å velge mellom som driver med Retail på Oslo børs nemlig: XXL og Europris. Problemet med å sammenligne betaer på denne måten er at selskapene har totalt ulike gjeldsgrader. Derfor må vi justere for denne gjelden. Det gir også er svært tynt grunnlag og bare sammenligne basert på to «retailpeers». Den kjente finansprofessoren og forfatteren Aswath Damodaran har en oversikt over 85 generelle retailselskaper (Stern, 2021). Disse har en gjennomsnittlig råbeta ved regresjon på 0,90. Følgende utregning gir gjennomsnittlig unlevered Beta:

| Selskap | Råbeta | Gjeldsgrad | Unlevered beta |
|-----------------|--------|------------|----------------|
| Kid | 0,68 | 0,88 | 0,24 |
| XXL | 1,31 | 0,68 | 0,4 |
| Europris | 0,56 | 0,46 | 0,82 |
| Damodaras gj.sn | 0,90 | 0,78 | 0,81 |
| Gjennomsnitt | | | 0,57 |

Tabell 2: Gjennomsnittbeta retailsektoren (egen tilvirkning)

Legger man til grunn skattenivået i Norge på 22 prosent til grunn kan vi komme frem til egenkapitalbeta ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_e = \beta_u \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}\right)$$

Hvor:

β_e = Egenkapitalbetaen

β_u = Unlevered beta

t = Selskapsskatt

$\frac{D}{E}$ = Gjeldsgrad

Bruker vi denne formelen får vi følgende egenkapitalbeta for Kid:

| | |
|------------------------|--------------|
| Unlevered Beta | 0,57 |
| Gjeldsgrad | 0,88 |
| Skatt | 22 % |
| Egenkapitalbeta | 0,956 |

Tabell 3: Estimert egenkapitalbeta (egen tilvirkning)

Det er viktig å legge til at dette på ingen måte er en noen perfekt utregning av egenkapitalbetaen. Ettersom det er begrenset med peers som børsnotert, er sammenligningsgrunnlaget lite. Derimot ser jeg på dette som det beste grunnlaget for estimering av egenkapitalbeta, og vil benytte meg av dette estimatet i Blumes justeringsmodell.

5.2.1.5 Blumes Justeringsmodell

Marshall Blumes justeringsmodell er en modell som justerer selskapets råbeta nærmere mot gjennomsnittet til alle selskaper. Denne prosessen blir også kalt for «smoothing». Teorien bak ligger i at man justerer betaen mot markedsgjennomsnittet, altså 1 (Koller et al, 2020). Denne metoden er også den som blant annet blir brukt av Bloomberg Terminal. Formelen for justeringsmodellen er følgende:

$$B_{adj} = \beta_e(0,67) + 1(0,33)$$

| | EK-Beta | justeringsfaktor |
|--------------------------------|--------------|------------------|
| | 0,96 | 0,67 |
| | 1 | 0,33 |
| Justert egenkapitalbeta | 0,971 | |

Tabell 4: Justering av egenkapitalbeta (egen tilvirkning)

5.2.1.6 Beregning av egenkapitalens avkastningskrav

Vi har nå kalkulert alle inputs som man trenger for å beregne egenkapitalkostnaden og får da følgende resultat:

| Input CAPM | |
|------------------------------------|---------------|
| Risk-free rate | 1,46 % |
| Market risk premium | 5,00 % |
| Beta as 31.12.2020 | 0,971 |
| Small-company risk premium average | 1,5 % |
| Output CAPM | |
| Cost of equity | 7,81 % |

Tabell 5: Estimering av egenkapitalkostnad (egen tilvirkning)

5.2.2 Beregning av total kapitalens avkastningskrav (WACC)

For at man skal komme frem til total kapitalens avkastningskrav (WACC) må man først finne gjeldskostnaden. Grunnen til dette er at WACC blander egenkapitalkostnaden med

gjeldskostnaden. Det er flere måter man kan komme frem til gjeldskostnaden. En vanlig måte er å bruke det man betaler i kupongrenter om selskapet har et obligasjonslån hvis man antar at alle kupongbetalinger og gjelden blir betalt i tide (Koller et al, 2020). I dette tilfellet har ikke Kid noe obligasjonslån så vi er dermed nødt til å bruke en annen metode for å komme frem til gjeldskostnaden. En måte er å bruke netto rentekostnad for de siste fem årene. I dette tilfellet blir det derimot en upresis prosess ettersom kapitalstruktur har endret seg totalt etter oppkjøpet av Hemtex i 2019. På grunnlag av dette ser jeg hva de har betalt i total rentekostnad i 2020 som det beste målet på gjeldskostanden. Dette kan jeg tillate meg ettersom jeg ser for meg en relativt konstant gjeldsgrad i prognoseperioden. Fra tabell 6 ser vi følgende beregning av gjeldskostnaden av den tradisjonelle gjeldskostnaden knyttet til selskapets finansielle gjeld (r_d):

| | 2020 Act |
|-----------------------|---------------|
| interest bearing debt | 20 601 |
| NIBD ecl cash | 521 777 |
| Cost debt | 3,95 % |

Tabell 6: Estimering av gjeldskostnad (egen tilvirkning)

Den tradisjonelle formelen for totalavkastningskravet er følgende:

$$WACC = \frac{E}{(D + E)} r_e + \frac{D}{(D + E)} r_d (1 - t)$$

Ulempen med å bruke denne formelen er at man ikke tar hensyn til verdien av operasjonell leasing (Koller et.al 2020). Antar man at selskapet vil beholde relativt samme gjeldsgrad kan man justere WACC. Beregningen av WACC blir gjort med følgende formel:

$$WACC = \frac{NIBD}{EV} \times r_D \times (1 - t) + \frac{MVE}{EV} \times r_e + \frac{VOL}{EV} \times r_L$$

Hvor:

NIBD = Netto rentebærende gjeld

EV = Enterprise Value (selskapsverdi)

MVE = Markedsverdi av egenkapitalen

r_D = gjeldskostnaden til den finansielle gjelden

t = Skattesatsen

VOL = Verdi av leasing

r_L = Gjeldskostnad leasing

Bruker man denne formelen får man en høyere WACC enn ved å bare bruke finansiell gjeld. Grunnen til dette er at formelen også tar inn over seg den operasjonelle risikoen til leasingen. Dette gjør vi kommer frem til et endelig avkastningskrav til totalkapitalen på 6,92 prosent. Tabell 7 viser beregningen av WACC:

| WACC calculation | |
|-------------------------|---------------|
| NIBD | 220 501 |
| EV | 4 917 278 |
| Cost of debt | 3,95 % |
| tax rate | 22 % |
| MVE | 3 877 533 |
| Cost of equity | 7,81 % |
| VOL | 819 244 |
| Cost of leasing debt | 3,73 % |
| WACC | 6,92 % |

Tabell 7: Estimering av WACC (egen tilvirkning)

5.3 Konsistensbetingelser

Ettersom man ikke kan spå fremtiden er det ikke til å unngå at man må legge mange subjektive forutsetninger til grunn for å gjennomføre en verdsettelse. Dette er en posisjon som kan lett kan misbrukes av personen som gjennomfører verdsettelsen. Det er derfor avgjørende for analysen at man er konsekvent i bruken av forutsetninger gjennom hele analysen. Er man konsistent med forutsetningene vil ulike nåverdimetoder gi samme verdi. (Kinserdal, 2017).

Når man gjennomfører en nåverdianalyse ut ifra prognosen om fremtidige kontantstrømmer må kontantstrømmene diskonteres for tid og risiko, og for dette bruker man en konsekvent kapitalkostnad. Problemet med å bruke en konsekvent kapitalkostnad gjennom hele perioden er at man implisitt antar at selskapet beholder samme kapitalstruktur gjennom hele perioden (Koller et al, 2020). Dette er ikke noe problem i denne oppgaven da gjeldsgraden så å si blir holdt konstant gjennom prognoseperioden. Til å finne nåverdien til totalkapitalen blir WACC brukt. Dette er fordi denne nåverdimetoden tar utgangspunkt i kontantstrømmen til både eiere og kreditorer.

Videre er det verdt å nevne at analysen er bygd på nominelle tallstørrelser. Det vil si at ikke inflasjon er bygd inn i analysen. Dette vil bedre reflektere de faktiske verdiene av transaksjonene som er lagt til grunn for regnskapet som det har blitt utarbeidet en prognose av.

6. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen skal vise de historiske resultatene som er oppnådd, hvilke eiendeler bedriften har investert i, hvilke forpliktelser som eksisterer, historiske utvikling i kontantstrømmer, samt sammenhenger mellom aktiviteter og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 61). Gjennom regnskapsanalysen kommer jeg også til å tilegne meg kunnskap om selskapets historiske trend og økonomiske ståsted. Dermed er det endelige målet å finne ut hvordan Kid skaper verdi. Denne analysen sammen med den strategiske analysen som blir gjort i neste kapittel vil gi et bilde på fremtidsutsikten til selskapet, og dermed danne grunnlag for fremtidsprognosen. Under ser vi en oppsummering av Kid sine nøkkeltall sammenlignet med den største konkurrenten Princess:

| Regnskapsanalyse | | År | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| Nøkkeltall | | | | | | | | |
| ROIC | | | | | | | | |
| | Kid | 8,48 % | 9,26 % | 9,36 % | 10,68 % | 11,69 % | 16,78 % | |
| | Princess | 14,12 % | 12,76 % | 11,17 % | 20,85 % | 8,81 % | n.a | |
| ROE | | | | | | | | |
| | Kid | 12,82 % | 13,81 % | 13,99 % | 16,00 % | 18,56 % | 30,50 % | |
| | Princess | 37,65 % | 3,68 % | 2,84 % | 6,25 % | 1,98 % | n.a | |
| ROA | | | | | | | | |
| | Kid | 4,19 % | 5,21 % | 5,44 % | 6,45 % | 6,79 % | 10,28 % | |
| | Princess | 22,84 % | 3,68 % | 2,84 % | 6,25 % | 1,98 % | n.a | |
| Likviditetsgrad 1 | | | | | | | | |
| | Kid | 1,43 | 1,47 | 1,16 | 1,28 | 0,95 | 0,91 | |
| | Princess | 2,70 | 1,76 | 2,71 | 2,76 | 2,55 | n.a | |
| Likviditetsgrad 2 | | | | | | | | |
| | Kid | 0,81 | 0,88 | 0,41 | 0,67 | 0,42 | 0,38 | |
| | Princess | 1,13 | 0,97 | 1,19 | 1,29 | 1,15 | n.a | |
| Financial leverage | | | | | | | | |
| | Kid | 1,69 | 1,62 | 1,53 | 1,44 | 2,01 | 1,92 | |
| | Princess | 0,65 | 0,78 | 0,40 | 0,40 | 0,53 | n.a | |
| Salgsvekst | | | | | | | | |
| | Kid | 4,62 % | 8,88 % | 6,78 % | 6,16 % | 59,69 % | 27,86 % | |
| | Princess | n.a | 3,52 % | -0,70 % | 2,05 % | -0,14 % | n.a | |

Tabell 8: Oppsummering nøkkeltall (egen tilvirkning)

6.1 Vurdering av regnskapskvalitet

Å vurdere regnskapskvaliteten er helt sentralt innenfor regnskapsanalyse. Grunnen dette er at når man gjør en analyse av regnskapet til Kid bruker man deres

egenrapporterte års- og kvartalsrapporter som kilde. Som investor bør man derfor lete etter såkalte «røde flagg», slik at man unngår å investere i selskaper som kan gi villende informasjon eller som manipulerer regnskapet. Det er vanlig å stille seg fundamentale spørsmål når man skal vurdere regnskapskvaliteten (Petersen et al., 2017): «*Er den finansielle rapporteringen en oppriktig representasjon: komplett, nøytral og fri fra feil*» og «*Er den finansielle informasjonen som blir gitt relevant for brukerne den er ment for*»

Konsernet Kid er et allmennaksjeselskap og rapporterer dermed i henhold til IFRS (International Financial Reporting Standard). Som uavhengig ekstern revisor benytter selskapet PWC for å ettergå at selskapet rapporterer etter gjeldene regler og regnskapsprinsipper. Børsnoterte selskaper i Norge pliktig til dette, jf. Revisorloven § 2-1 b (Lovdata, 2021). PWC har blitt benyttet av PWC helt siden børsnoteringen i 2015. Det at PWC kjenner dem godt blir i de aller fleste tilfeller regnet som positivt. Derimot bør man utvise forsiktig om disse relasjonene blir for lange. Grunnen til dette at det tilbake i tid er eksempler på at selskap og ekstern revisor har samarbeidet om å manipulere resultatregnskapet. I dagens mer gjennomregulerte og transparente verden skal det mer til for at regnskapet blir manipulert, men skal alltid undersøke nøye før man som investerer i et selskap. En måte man kan forsikre seg om at inntekter og kostnader ikke blir manipulert på er å gjøre nøye analyser på kontantstrømmer, der ordtaket: «Cash never lies». Et mye brukt virkemiddel for å avdekke manipulasjon i regnskaper er se på «Cash Conversion». Er EBITDA høy, men fri kontantstrøm lav, konverteres ikke det resultatet av det regnskapsmessige seg over til kontanter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 87). Tabellen nedenfor illustrere forholdet mellom EBITDA og frie kontantstrømmer for Kid:

| Cash conversion | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------|---------------|----------------|---------------|
| EBITDA | 417 821 | 566 949 | 823 569 |
| Fri kontantstrøm | 221 723 | -213 734 | 439 427 |
| Cash conversion | 0,5307 | -0,3770 | 0,5336 |

Tabell 9: Cash conversion Kid (egen tilvirkning)

Selskapet har en svak cash conversion både i 2018 og 2020 da den er under 1. I 2019 er den særdeles svak. Dette har derimot sin forklaring. Selskapet har de seneste årene gjort store investeringer for videre vekst, noe som gjør at det blir avvik mellom resultatregnskap og kontantstrøm, da investeringer kommer frem i kontantstrømmen. I 2019 ble det gjort en stor investering ved oppkjøp av Hemtex. Dette må ses på som et «rødt flagg» som man som investor må overvåke de neste årene.

Når et regnskap blir forberedt er det ikke til å unngå at blir gjort en rekke estimater blant ledelsen (Petersen, 2017). Blant annet kan dette svekke reliabiliteten til regnskapet.

Dette kan være at varelageret blir undervurdert, eller at man registrerer kundefordringer som betalt før de faktisk er betalt. Dette er derimot poster som er vanskeligere å fange opp feilrapportering på og som man må undersøke nøyaktig.

Det er også svært viktig se på motiver for manipulasjon fra ledelsen. Blant annet kommer det frem av årsrapporten til selskapet at øverste ledelse har såkalte «intensiv programmer». Dette er godkjent av styret, og er basert på at ledelsen får ytterligere bonus utover lønn om man når målet på EBITDA som selskapet legger til grunn i budsjettet før inneværende år. Selskapet gir derimot ingen opsjoner eller andre rettigheter. Dette kan gi motiver for at ledelsen vil ønske manipulere regnskapet, dersom man ikke når disse målene. Dette er dermed et «rødt flagg» man må være oppmerksom på som investor. Likevel er dette vanlige insentiver som styrer gir i selskaper, og er ingen indikasjon på at det faktisk foregår manipulasjon av regnskapet.

Til slutt har det blitt gjort en oppsummering av vurderingene jeg gjort rundt regnskapskvaliteten som er utredet ut ifra *subjektive meninger*. Det må derfor stilles et kritisk syn på denne. Resultatet kan leses av tabell 10:

| Regnskapskvalitet | Sant | | | | | Falsk |
|--|-------------|---|---|---|---|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | |
| Få motiver for manipulasjon | | | X | | | |
| Høy grad av kvalitet i regnskapsprinsipper | | X | | | | |
| Høy grad av gjentakende regnskapsposter | X | | | | | |
| Høy grad av informasjon i rapportenene | | X | | | | |
| Få "Røde flagg" i rapportene | | X | | | | |
| Total vurdering | 2,00 | | | | | |

Tabell 10: Regnskapskvalitet (egen tilvirkning)

6.2 Justering for leasing

Før man skal reorganisere regnskapet på den tradisjonelle måten, er det nødvendig å foreta en kalkulasjon av justering for IFRS 16. Bakgrunnen for at IASB kom med IFRS 16 var at mange synes den gamle regnskapstandarden IAS 17 ikke behandlet leieavtaler (leasing) på en måte som speilet de økonomiske realitetene. Spesielt ble det pekt på at leieavtalene ikke kom frem på balansen. Innføring av IFRS 16 har dermed gjort verdien av leasingavtalene mer transparent, da denne er å finne på balansen. Etter IFRS 16 ble innført fra den 01.01.2019 har selskapet vært nødt til å velge en av to overganger for

alle leasingavtaler. Den mest vanlige metoden og som Kid har valgt er *modifisert retrospektiv metode*. Med denne metoden gjøres det ingen justeringer for tidligere regnskapsår av selskapet selv. Ulempen er derfor at man som investor må justere balansen selv. Siden man som investor ikke sitter på like mange detaljer som selskapet selv gjør, er det ikke til å unngå at justeringen for man foretar seg for leasing ikke er noen fasit. Det vil si at det for en investor/analytiker er umulig å reklassifisere regnskapet for leasing perfekt. Under ser vi min justering av historisk leasing i henhold til IFRS, der 2019- og 2020-tallene er reelle tall.

| Lease Adjusting | | | | | | |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Leasing Year | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Asset life | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| Average Incremental Borrowing Rate | 3,95 % | 3,95 % | 3,95 % | 3,95 % | 3,95 % | 3,95 % |
| Lease expense | 149 231 | 155 123 | 161 248 | 167 614 | 226 653 | 289 627 |
| Estimated depreciation | 130 835 | 136 001 | 141 370 | 146 952 | 214 474 | 277 040 |
| Interest leasing | 18 396 | 19 122 | 19 877 | 20 662 | 29 643 | 30 635 |
| VOL (Value of Leasing) | 501 811 | 521 624 | 542 219 | 563 627 | 822 604 | 821 683 |
| Average Lease cost | 3,67 % | 3,67 % | 3,67 % | 3,67 % | 3,60 % | 3,73 % |

Tabell 11: Justering for leasing (egen tilvirkning)

Tall før 2019 er beregnet selv ved å utelatte tall fra Hemtex, da Kid ikke hadde tilegnet seg dette selskapet før i 2019.

6.3 Reorganisering av regnskapet

Regnskapet man finner i års -og kvartalsrapportene gir ikke umiddelbart enkel innsikt i operasjonell drift og verdi. Balansen mikser det operasjonelle og finansielle, og resultatregnskapet kombinerer operasjonelt resultat med kilder for finansiering (Koller et al., 2020). Dermed er vi nødt til å organisere både resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen, slik at man blant annet kan analysere forhåndstall på en god og presis måte. Måten man gjør dette på at man skiller mellom operasjonelle (O) og finansielle (F) rapporterte tall. Det er viktig å presisere til at alle tall som blir presentert før 2019 er justert for leasing, og er dermed ikke reelle regnskapstall.

6.3.1 Reorganisering av resultatet

Når man skal reorganisere resultatregnskapet krever det at hver regnskapspost blir klassifisert som enten operasjonell (O) eller finansiell (F). Etter at man har funnet alle de operasjonelle postene har man mulighet til finne NOPAT (Net Operating Profit After

Taxes). NOPAT er et mål på resultatet fra det operasjonelle, altså vil si resultatet til driften som bedrifter tjener penger på. De finansielle postene er dermed ikke inkludert i NOPAT. Formelen for NOPAT kan dermed bli illustrert på følgende måte:

$$EBIT \times (1 - T) = NOPAT$$

Års- og kvartalsrapportene som man finner fra Kid, er relativt like i oppsett fra år til år. Dette gjør det enkelt å skille mellom operasjonelle og finansielle poster på samme måte hvert eneste år. Det eneste som er annerledes før 2019 er IFRS 16 (leasing) som vi i forrige avsnitt definerte og beregnet. I tabell 12 finner man en oppsummering av det reorganiserte og justerte resultatregnskapet:

| KID ASA income statement reformulated and adjusted for IFRS 16 | | | | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| Revenue | 1 188 433 | 1 293 932 | 1 381 675 | 1 466 729 | 2 342 180 | 2 994 658 |
| Gross profit | 696 428 | 778 633 | 834 048 | 893 499 | 1 416 514 | 1 865 968 |
| EBITDA | 292 921 | 356 186 | 375 776 | 417 821 | 566 949 | 823 569 |
| EBIT | 137 639 | 191 232 | 199 566 | 233 773 | 301 975 | 482 729 |
| NOPAT | 140 847 | 160 752 | 168 854 | 196 888 | 240 567 | 378 387 |
| Net Income | 101 334 | 134 027 | 141 325 | 168 724 | 207 950 | 356 098 |

Tabell 12: Oppsummering reformulert og juster resultatregnskap (egen tilvirkning)

6.3.2 Reorganisering av balansen

Det er viktig at man reorganiserer balansen slik at de kan relateres til postene i det reorganiserte resultatregnskapet (Petersen et al., 2017). Også her må man organisere balansen slik at de skiller mellom de operasjonelle (O) og finansielle (F). For det første ønsker man å finne selskapets investerte kapital (NOA). Å reorganisere balansen til NOA vil sammen med NOPAT som vi fant i forrige avsnitt, bedre belyse hva som skaper verdi for selskapet. NOA kombinerer netto arbeidskapital, anleggsmidler, langsiktige operasjonelle eiendeler og immaterielle eiendeler (Koller et al., 2020). Videre må man også finne netto rentebærende gjeld (NIBD). Følgende formel viser sammenhengen det reorganiserte balanseregnskapet presenterer:

$$NOA = NONCA + NOWC = BVE + VOL + NIBD$$

Hvor:

NONCA = Net Operating Non-Current Assets

NOWC = Net Operating Working Capital

BVE = Book Value of equity

VOL = Value of Leasing

NIBD = Net Interest-Bearing Debt

I tabellen under presenteres en oppsummering av den reorganiserte og justerte balansen til Kid:

| KID ASA Balance sheet reformulated and adjusted for IFRS 16 | | | | | | |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
| NONCA | 1 678 521 | 1 722 790 | 1 770 307 | 1 803 226 | 2 274 275 | 2 315 056 |
| NOWC | 42 884 | 27 446 | 85 614 | 27 860 | 11 112 | -90 709 |
| NOA | 1 721 405 | 1 750 236 | 1 855 921 | 1 831 086 | 2 285 387 | 2 224 347 |
| BVE | 938 412 | 1 002 292 | 1 018 518 | 1 090 687 | 1 150 161 | 1 184 601 |
| VOL | 501 811 | 521 624 | 542 219 | 563 627 | 802 275 | 819 244 |
| NIBD | 281 182 | 226 320 | 295 182 | 176 772 | 332 952 | 220 501 |
| BVE + VOL + NIBD | 1 721 405 | 1 750 236 | 1 855 919 | 1 831 086 | 2 285 388 | 2 224 346 |

Tabell 13 Oppsummering reformulert og justert balanseregnskap (egen tilvirkning)

6.4 Kort analyse av oppkjøp

I 2019 kjøpte Kid opp det svenske selskapet Hemtex for å ekspandere i Sverige og senere Finland og Baltikum. Den totale summen Kid betalte for full kontroll av Hemtex var 255,2 millioner svenske kroner. 37,6 millioner SEK var verdien for alle utestående aksjer av selskapet. Videre var den interne gjelden verdsatt til 218,5 millioner SEK. Prisen de betalte for Hemtex var dermed på 226 millioner SEK (Kid ASA, 2020). Oppkjøpet sørget for at Kid konsernet nesten doblet antall butikker i Norden. Grunnen til at de fikk kjøpt selskapet så billig var at Hemtex sine inntekter og lønnsomhet sank betraktelig de siste årene frem mot 2019. ICA-gruppen som solgte selskapet til Kid bokførte derfor et tap på 400 millioner SEK ved salget til Kid (E24, 2019).

Kid beskriver kjøpet Hemtex som et strategisk kjøp da Hemtex komplementerer Kid interiør. Disse synergiene gjorde at selskapet øyeblikkelig gjenkjente 63 746 TNOK i goodwill på selskapets balanse. I ettertid ser man at dette var et svært godt strategisk kjøp da både inntekter og netto resultat for Hemtex i 2020 har økt betraktelig. Dette skyldtes at Hemtex har begynt å selge Kid sin merkevare med høy kvalitet i deres produktsortiment. Undersøkelser fra selskapet viser at de mest populære produktene fra Hemtex sine kunder er produktsortimentet fra Kid merkevaren.

6.5 Lønnsomhetsanalyse

Å måle lønnsomheten til et selskap er et nøkkelområde i regnskapsanalyse. For at selskapet på sikt skal overleve og levere tilfredsstillende avkastning til eierne er det nødvendig å over tid å levere en tilstrekkelig grad av lønnsomhet (Petersen et al, 2017). Det er flere ulike nøkkeltall man kan bruke og i denne analysen brukes de mest vanlige. Jeg har valgt å sammenligne tall mot Princess AS, ettersom Kid har ingen norske konkurrenter på børs. En svakhet med dette er som nevnt at selskapene ikke bruker samme regnskapsprinsipper. I tillegg er ikke 2020 tall tilgjengelig for Princess.

6.5.1 Avkastning på investert kapital (ROIC)

Det er fundamentalt viktig å forstå selskapets operasjonelle lønnsomhet. Avkastning på investert kapital (ROIC) måler dette. Det at ROIC kun fokuserer på det operasjonelle, gjør ROIC er et bedre nøkkeltall å bruke enn avkastning på egenkapitalen (ROE) og avkastning på total kapitalen (ROA). Tallet man får ved formelen for ROIC viser dermed avkastningen på kapital investert i selskapets driftsmidler i prosent. Formelen for ROIC etter skatt er følgende:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{NOA} \times 100$$

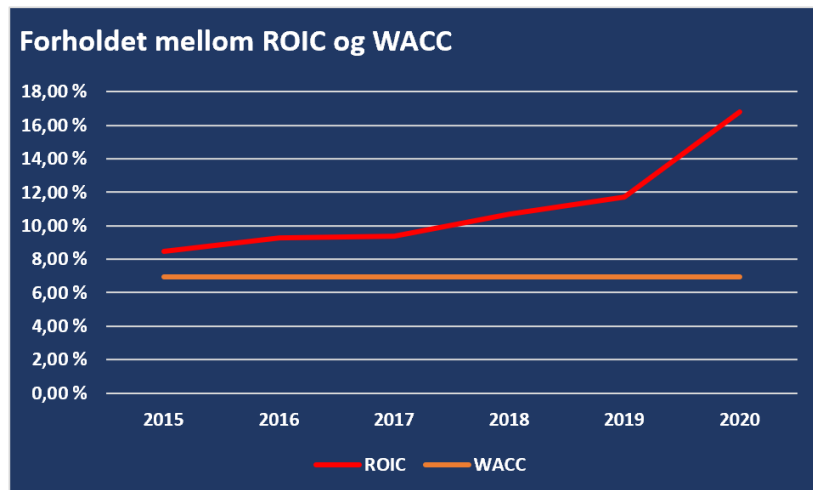
Hvor

ROIC = Avkastning på investert kapital

NOPAT = Driftsresultat etter skatt

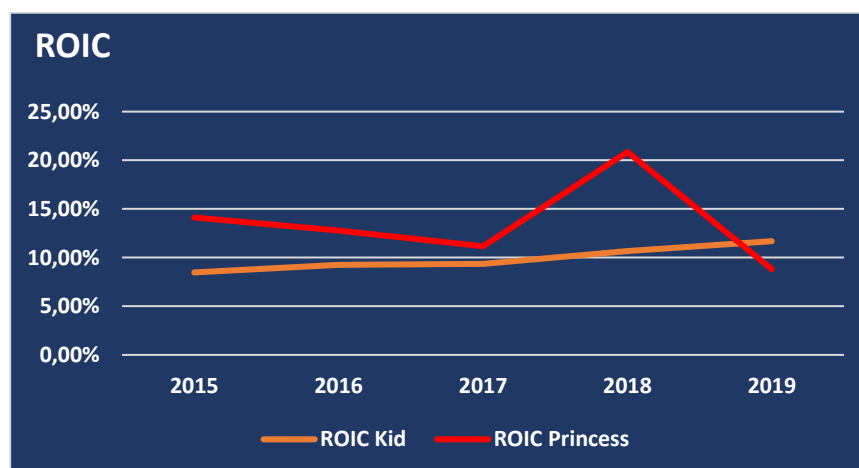
NOA = Netto operasjonelle eiendeler (Investert kapital)

Petersen et al., 2017 skiller mellom to ulike måter å tolke og evaluere ROIC på: *Nivået på avkastningen på investert kapital, og trendene på avkastning på investert kapital over tid*. En måte å evaluere nivået på avkastningen på er å sammenligne ROIC med kapital kostnaden til både eiere og kreditorer (WACC). Er ROIC høyere enn kapital kostnaden WACC, betyr det at virksomheten har levert en avkastning som er bedre enn forventet. Dermed har selskapet skapt større verdier for aksjonærene enn det aksjonærene krever for å ta risikoen med å investere i selskapet. Figuren under viser dette forholdet:



Figur 5: ROIC vs. WACC (egen tilvirkning)

Av figuren ser vi at Kid har en ROIC gjennom hele perioden som er over kapitalkostnaden (WACC) som kreves for å investere i selskapet. Det er dermed grunnlag for å hevde at selskapet har skapt avkastning for sine eiere som er tilfredsstillende. Ser man på trenden på ROIC er den stigende fra børsnotering, og i 2020 var ROIC på sitt høyeste med 16,78 prosent. Dette viser at investeringene som er gjort de siste årene har kastet avkastning av seg, og gir en positiv indikasjon på videre verdiskapning. I figuren under ser vi en sammenligning av ROIC mot deres største konkurrent Princess Group:



Figur 6: ROIC Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

6.5.2 Avkastning på egenkapital (ROE)

I forrige avsnitt så vi på lønnsomheten til den operasjonelle driften. Avkastning på egenkapitalen derimot har til hensikt å måle lønnsomheten når man tar hensyn til både den operasjonelle driften og det finansielle. Formelen for ROE blir da følgende:

$$ROE = \frac{RES}{BVE} \times 100$$

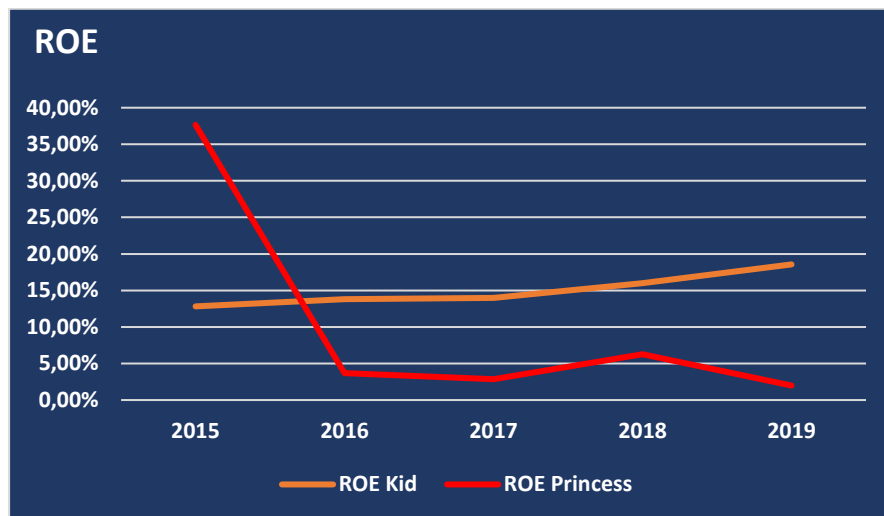
Hvor:

ROE = Avkastning på egenkapitalen

RES = Resultat etter skatt

BVE = Bokverdi av egenkapitalen

figuren nedenfor viser forholdet mellom Kid og Princess sin ROE i perioden 2015-2019:



Figur 7: ROE Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

Figuren viser at Kid sin ROE ligger over Princess sin de aller fleste år. Unntaket er i 2015 hvor Princess hadde en svært høy ROE grunnet engangstilfelle knyttet til store finansinntekter. Videre er Kid sin ROE stigende gjennom alle årene, og viser en fin positiv vekst helt siden børsnotering.

6.6 Likviditetsanalyse og risikoanalyse

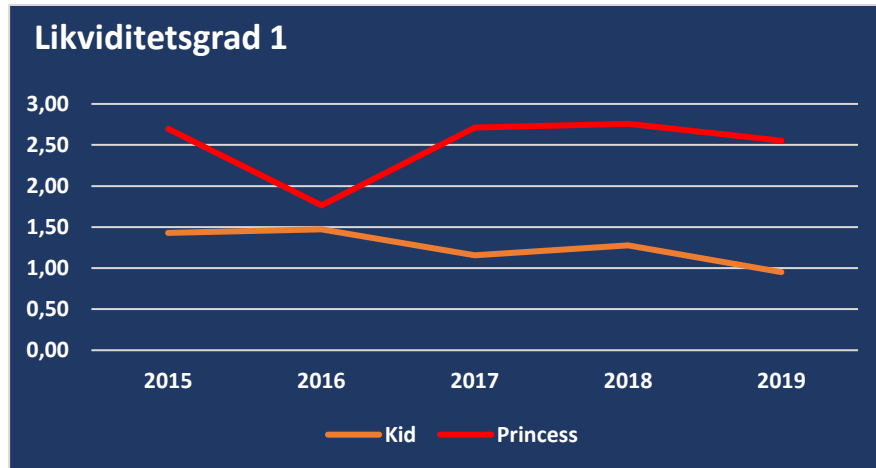
Likviditet er en avgjørende et hvert selskap. Uten likviditet kan ikke et selskap dekke sine betalingsforpliktelser eller gjennomføre profitable investeringer som trengs for videre vekst. Derfor er en likviditetsanalyse helt nødvendig når man gjennomfører en regnskapsanalyse (Petersen et al, 2017).

6.6.1 Likviditetsgrad 1 og 2

Disse to forhåndstallene regnes som alternative måter å måle den kortsiktige risikoen på. Likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, noe som tilsvarer følgende formel:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$

Figuren under viser følgende likviditetsgrad 1 for Kid og Princess:



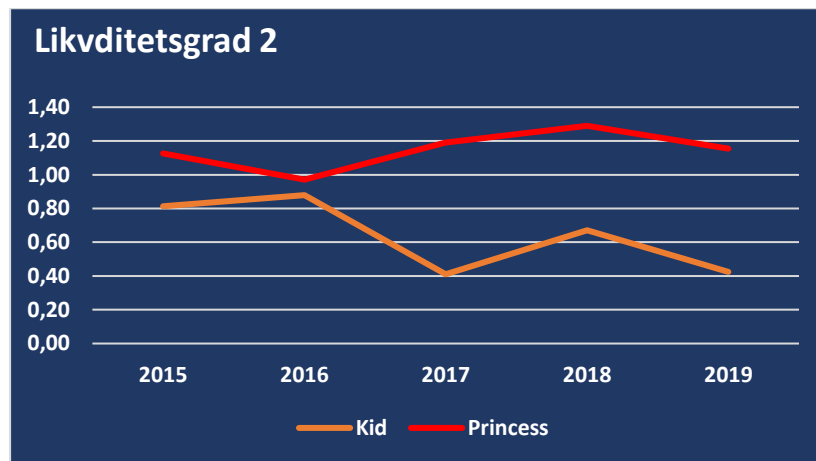
Figur 8: Likviditetsgrad 1 Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

Av tabellen kan man se Kid har lavere likviditetsgrad enn Princess i perioden 2015 til 2019. Likviditetsgrad 1 synker i en fallende trend gjennom perioden for Kid, noe som indikerer at det blir mer vanskelig for Kid og likvidere omløpsmidlene for å dekke alle kortsiktige forpliktelser. Dette kan man blant annet se fra det netto operasjonell arbeidskapital, hvor den ligger nærme null og i perioder også er negativ.

Man ønsker også å undersøke likviditetsgrad 2. Grunnen til dette denne skiller mellom omløpsmidler som raskt kan konverter til kontanter og de mer likvide omløpsmidlene. Formelen for likviditetsgrad 2 er:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figuren under viser trenden for likviditetsgrad 2 for Kid og Princess



Figur 9: Likviditetsgrad 2 Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

Man ser at også likviditetsgrad 2 er lavere enn Princess sin gjennom hele perioden.

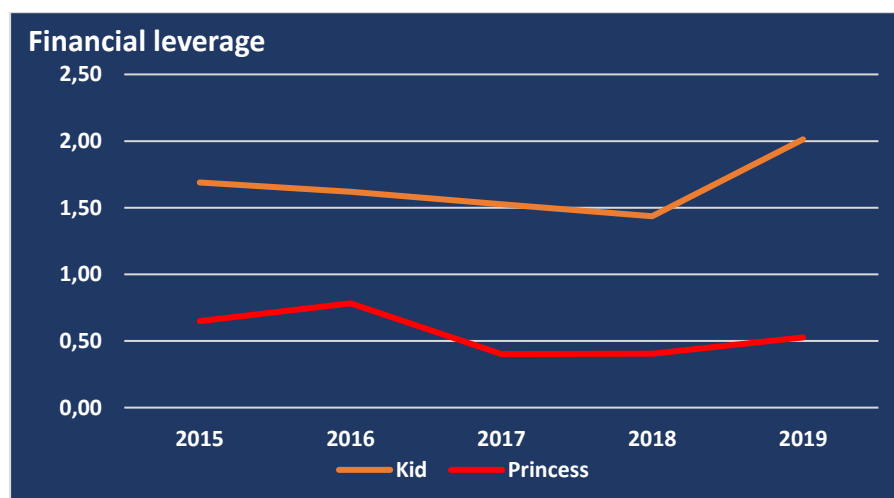
Dette betyr at det vil ta lenger tid for Kid å konvertere omløpsmidlene raskt til kontanter enn det er for Kid.

6.6.2 Financial leverage

I forrige avsnitt så vi på den kortsiktige likviditetsrisikoen til selskapet. Forholdstallet «*Financial Leverage*» ser derimot på virksomhetens langsiktige risiko (Petersen et al, 2017). Men også dette forholdstallet skal man være forsiktige med, da den består av de samme svakhetene som likviditetsgrad 1 og 2. Formelen for Financial leverage er følgende:

$$\text{Financial leverage} = \frac{\text{Total gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

I figuren under ser vi Kid sin «financial leverage» sammenlignet med Princess:

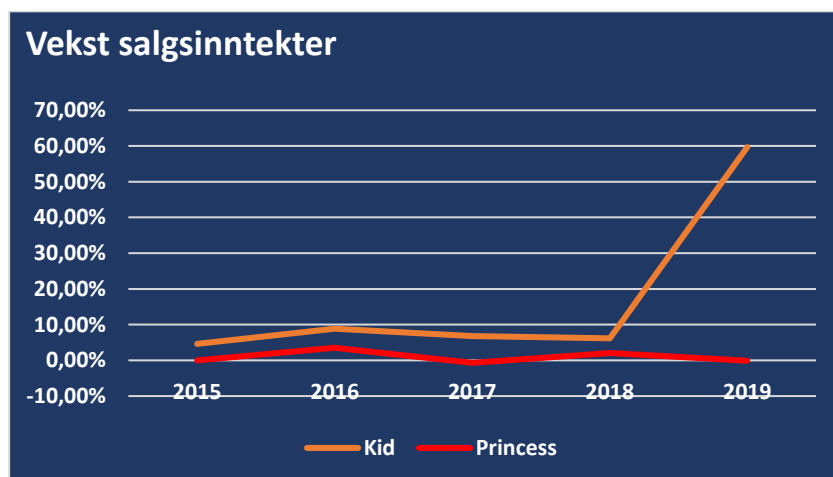


Figur 10: Financial leverage Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

Av figuren kan vi lese av at Kid sin langsiktige likviditetsrisiko er betraktelig større enn Princess sin. Dette skyldes blant store forskjeller i kapitalstruktur, hvor Kid har en mye større gjeldsandel enn det Princess har. Dette er en bevist strategi fra ledelsen og styret sin side. Istedenfor å skyte inn mer egenkapital, har de ønsket historisk at veksten skal bli finansiert med en større andel av gjeld. Ønsker de å redusere likviditetsrisikoen på lang sikt er en mulighet å betale ned på gjeld, eller eventuelt gjøre en emisjon hvor det hentes inn mer egenkapital.

6.7 Vekstanalyse

Vekt i salgsinntekter blir av mange sett på som det den drivende kraften bak fremtidig fremgang. Man er derfor opptatt av vekst, og en vanlig måte å måle vekst på er ved sammenligne med konkurrenter (Petersen et al, 2017). Figuren under viser veksten i salgsinntekter for Kid sammenlignet med Princess:



Figur 11: Vekst Salgsinntekter Kid vs. Princess (egen tilvirkning)

Figuren viser at veksten i salgsinntekter er større for Kid hvert eneste år. 2019 er derimot ikke sammenlignbart, da de dette året veksten skyldes oppkjøpet av Hemtex som økte salgsinntektene betraktelig. I tabellen under ser man vekst i salgsinntekter total, og salgsinntekter per butikk:

| Vekst salgsinntekter | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|
| Vekst salgsinntekter | 4,62 % | 8,88 % | 6,78 % | 6,16 % | 59,69 % | 27,86 % |
| vekst salgsinntekt per butikk | 1,40 % | 5,63 % | 2,20 % | 3,93 % | -18,15 % | 28,32 % |

Tabell 14: Vekst salgsinntekter per butikk

Av tabellen kan vi se at Kid har jevn og vekst per butikk frem til 2019. Nedgangen i 2019 per butikk skyldes derimot ikke at Kid interiør har negativt nedgang i salgsinntekter per

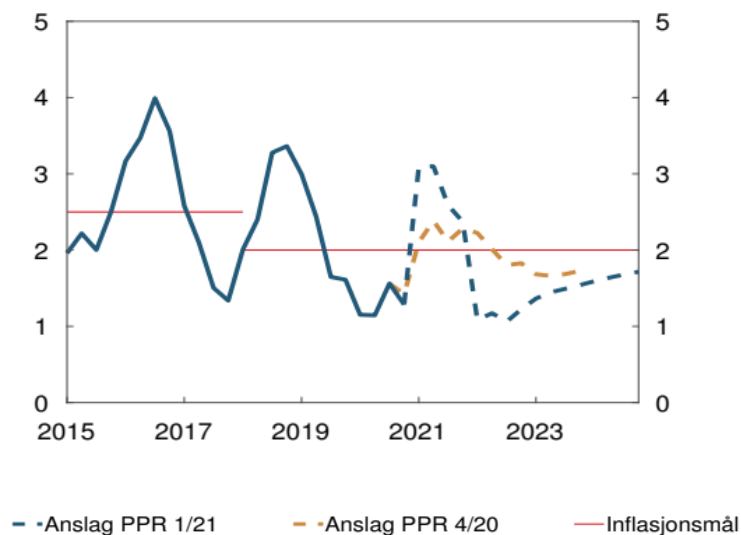
butikk. I 2019 ble det som tidligere nevnt gjort et oppkjøp av Hemtex, og lønnsomheten per butikk her var betraktelig mindre enn for Kid interiør. I 2020 ser vi veksten i salgsinntekter per butikk igjen har økt betraktelig. Dette skyldes blant annet betraktelig bedre lønnsomhet per butikk for Hemtex (Kid ASA, 2021). Måten selskapet har fått til dette på er som nevnt at de tilbyr produkter fra varesortimentet til Kid interiør også i butikkene til Hemtex, noe som har gjort salget har økt betraktelig.

7. Strategiske analyser

7.1 Makroanalyser

7.1.1 Inflasjon

Ett vanlig mål å bruke på inflasjon er endringen i konsumprisindeksen (KPI). Konsumprisindeksen (KPI) beskriver utviklingen i konsumpriser for varer og tjenester etterspurt av private husholdninger som er bosatt i Norge (SSB, 2021). På sikt er målet til med pengepolitikken til Norges bank å holde inflasjonen på 2.0 prosent, altså en årsvekst i konsumprisen (KPI) nær 2 prosent. Det viser seg at inflasjonen har en tendens til å variere over tid. Slike svingninger kan skape støy i den underliggende trenden i prisutviklingen. Figuren under viser følgende historiske inflasjon og anslag Norges Bank og statistisk sentralbyrå legger til grunn for fremtidig inflasjon. Den lille grafen viser historisk inflasjon, men den rosa linjen er inflasjonsmålet til Norges bank. De stiplede linjene er fremtidige prognoser Norges bank har gjort sammen med statistisk sentralbyrå:



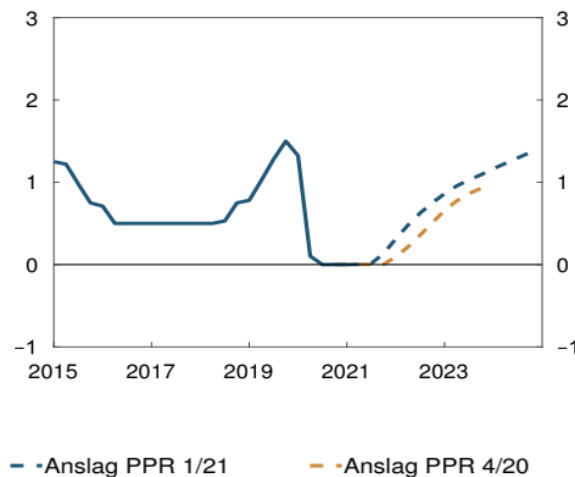
Figur 12: prognose for inflasjon (Norges Bank, 2021)

Som figuren nedenfor viser ser vi at inflasjonen svinger og skaper støy i den underliggende trenden. Fra en høy inflasjon i 2016 på over 3 prosent, falt inflasjon inn mot 2017, før den igjen hadde en oppadgående trend inn i 2019. Deretter ser vi at anslagene Norges Bank og statistisk sentralbyrå viser en nedadgående inflasjon inn mot 2022 godt under inflasjonsmålet. Deretter ser vi at de venter en slakt økende inflasjon som beveger seg mot inflasjonsmålet etter 2024. Det er flere faktorer de legger til grunn som har innvirkning på inflasjonsnivået i Norge, blant annet styringsrenten. Pandemiens utbrudd i starten av 2020 gjorde Norges bank senket styringsrenten først med 0,75 prosentpoeng ned til 0,25 prosent, før den i mai 2020 ble senket til 0 prosent, ned ytterligere 0,25 prosentpoeng. Videre pekes andre medvirkende faktorer til en brå nedgang i 2020 og gjennom 2021 som styrkingen av kronen og dermed lavere lønnsvekst. Enda ligger styringsrenten på 0 prosent, men denne er ventet å gradvis forsiktig økes, og dette er med på å styre fremtidsprognosene på inflasjonen oppover. (Norges Bank, 2021). Forholder vi oss til Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå sin inflasjonspolitik, er det grunn til at tro at inflasjonen vil øke noe de neste årene fra 2022.

7.1.2 Rentenivå

Styringsrenten fastsettes av Norges bank sin komite for pengepolitikk og finansiell stabilitet (Norges Bank, 2021). Som nevnt har vi en situasjon hvor styringsrenten som Norges Bank på det laveste noensinne, nemlig helt nede på 0 prosent. Styringsrenten blir av Norges Bank regnet som det viktigste virkemiddelet for å stabilisere prisveksten

(inflasjonen) og utviklingen i norsk økonomi (Norges Bank, 2021). Noe av grunnen til en så lav styringsrente er pandemiens utspring, hvor det fulgte med høy grad av usikkerhet for utviklingen i norsk økonomi og internasjonal økonomi. Dermed ble det ført en ekspansiv pengepolitikk. Komiteen til Norges Bank tror ikke styringsrenten vil bli satt lavere enn 0 prosent, da er det utsikter til at forholdene i økonomien vil normaliseres (Norges Bank, 2021). Det er ventet at man vil øke styringsrenten i andre halvår 2021. Nedenfor ser vi en prognose for styringsrenten utarbeidet av Norges Bank:



Figur 13: Anslag for styringsrenten (Norges Bank, 2021)

Den helblå linjen er hva styringsrenten faktisk har vært historisk. De stiplede linjene anslag for hvordan Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå tror styringsrenten vil utvikle seg i henholdsvis fjerde kvartal 2020 og første kvartal 2021. Rentesettingen til Norges Bank er derimot fleksibel og hvis den økonomiske utviklingen forandrer seg vil også rentesettingen kunne endres.

7.1.3 Kjøpekraft

Vi har sett en betraktelig nedgang i konsumet til husholdningene under pandemien. En lang periode hvor det har vært begrensede forbruksmuligheten har ført til at husholdningene har spart mye. Fra nasjonalregnskapet så man at det i 2020 var en høy gjennomsnittlig lønnsvekst på 3,1 prosent. Med en inflasjon på 1,3 prosent sørget det for at reallønnsveksten ble på 1,8 prosent i 2020. Derimot anslår Norges Bank at aktiviteten i norsk økonomi vil fortsette å ta seg opp de neste årene, som følge av husholdningenes konsum (Norges Bank, 2021). Grunnen til dette er at de ser for seg at det fortsatt vil være lavere renter kombinert med at husholdningene i større grad vil

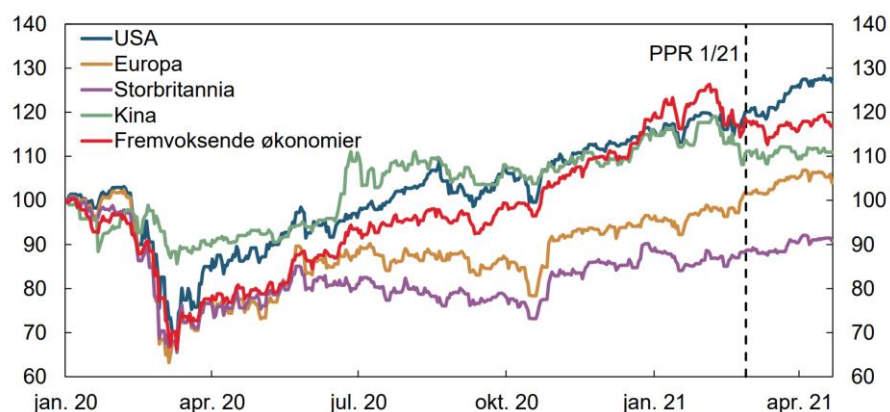
konsumere varer ved å bruke de oppsparte midlene. Dette sammen med ventet høyere reallønnsvekst, vil bidra til sterkere vekst i konsumet de neste årene.

7.1.4 Internasjonal økonomi

Den økonomiske aktiviteten har seg betydelig opp internasjonalt i starten av 2021, etter markert nedgang etter pandemiens utspring våren 2020. Pandemien førte til et sterkt fall i internasjonal handel (Nasjonalbudsjettet, 2021). Dette har gjort at handelspartnerne har innført svært omfattende penge- og finanspolitikk. De fleste handelspartnerne til Norge har i 2020 opplevd større nedgang i BNP enn Norge (Nasjonalbudsjettet, 2020). Samtidig ser man en opptakt i den internasjonale økonomiske aktiviteten som følge av at de strengeste smittevernstiltakene blir avviklet.

Norges handelspartnere har i gjennomsnitt opplevd en fall i BNP på 6,3 prosent i 2020 (revidert), men det er forventet en vekst i BNP hos disse på 4,8 prosent i 2021. Sverige som hadde mildere smittevernstiltak enn flere av handelspartnerne opplevde derimot et fall i BNP på 4,8 prosent. Det er ventet at BNP i Sverige vil øke med 3,1 prosent i 2021. Derimot er tallene for 2021 bare anslag, og smittevern og hvor fort befolkningen i de representative landene vil vaksineres vil ha mye å si for veksten i BNP for 2021.

Man har sett en nedgang i antall smittede og økt vaksinetilgang i inneværende år. Samtidig har styringsrenteforventningene hos Norges handelspartnere økt siden slutten av 2020 (Norges Bank, 2021). Et resultat av disse faktorene er en økt optimisme i verdensøkonomien og en videre oppgang i globale aksjemarkedene:

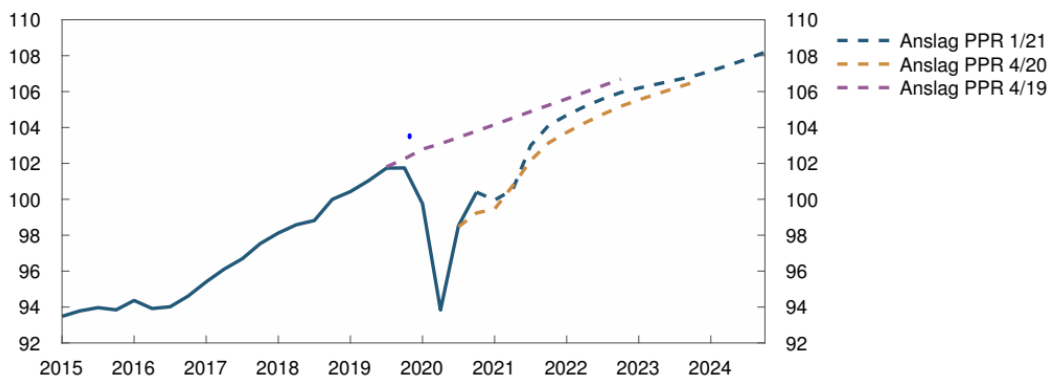


Figur 14 (Norges bank, 2021)

7.1.5 Nasjonal økonomi

Etter mange år med høy oljepris og lav krone opplevde Norge et stort fall i aktiviteten i fjor grunnet koronapandemien. Det har vist seg at de negative effektene av pandemien ikke har bli like store som prognosene først la til grunn (Norges Bank, 2020). Fortsatt er norsk økonomi sterkt preget av pandemien, men samtidig er gjeninnhenting i gang. Arbeidsledige er mer enn halvert siden toppen i slutten av mars 2020, og de inngripende tiltakene bedriftene har fått kjenne på begynner sakte, men sikkert og lettes på. Samtidig er smittesituasjonen fortsatt usikker, og økte smittetall kan enda påvirke økonomien langt inn i 2021. Tilbakeslaget i norsk økonomi ser derimot ut til å ha vært mindre enn i flere av Norges handelspartnere (Nasjonalbudsjettet, 2020). BNP veksten for Norge i 2020 endte med en nedgang på 2,5 prosent. Det at vi har hatt en gjeninnhenting av økonomien gjør BNP for fastland Norge gjør at den bare er 1,5 prosent lavere enn før pandemien brøt ut (Norges Bank, 2021).

Videre har man sett en styrkelse av den norske kronen på starten av 2021, og er nå på tilbake til nivåene før pandemien (Norges Bank, 2021). Dette skyldes blant annet at usikkerheten ikke er like stor på internasjonale børsmarkeder, samt at vi har sett en økning i oljeprisen det siste halvåret. I figuren under ser vi sesongjusterte indeks BNP i Norge historisk og prognoser for neste årene utarbeidet av Norges Bank og Statisk Sentralbyrå:



Figur 15: Utsikter til vekst i BNP (Norges Bank, 2021)

7.2 Eksternanalyse

7.2.1 PESTEL

I denne analysen skal jeg dekke de makroforholdene som kan påvirke lønnsomheten til KID A, og blir dermed et av grunnlagene for fremtidsprognosene. Det skal bli gjort ved hjelp av en såkalt PESTEL-analyse:

Politiske faktorer (P)

Politiske faktorer inkluderer hvordan politiske «institusjoner» opererer og sammensatt og hvordan de kan påvirke bedriftenes strategi (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 108).

politiske «institusjoner» som er stabile og gir økt forutsigbar er positivt for selskaper og reduserer usikkerhet for fremtiden.

Skattemessig i Norge ligger man på et lavt og stabilt nivå for bedrifter, og et eventuelt regjeringsskifte vil ikke skape stor usikkerhet tilknyttet en drastisk økning i skattenivået. Den stabile politiske situasjonen vi har i Norge gjør det attraktivt å investere kapital her, noe som er positivt for bedriften. I Sverige ligger bedriftskatten like under med et nivå på 20,6 prosent fra 2021. Også her har man et stabilt politisk klima hvor er regjeringsskifte ikke vil skape stor usikkerhet. En negativ faktor som påvirker handel av småprodukter for netthandel for Kid, er at den avgiftsfrie grensen på 350 kroner fra den 1. januar 2018 ble fjernet. Dette gjorde at kunder må betale moms og toll på varer fra første krone småproduktene de kjøper for på deres nettside. En slik plutselig fjerning av en slik grense, kan skape øyeblikkelig usikkerhet for bedriften. Videre er EØS-avtalen en viktig brikke for Kid sine konkurransevilkår ettersom det gjør at Kid kan konkurrere på like vilkår som andre land som er en del av EU.

Regjeringen driver en slik politikk at et mål er at så mange som mulig skal eie sin egen bolig, da dette skal gi en økonomisk trygghet (Regjeringen, 2020). Dette er positivt for Kid.

Alt i alt er de politiske faktorene positive for Kid. Dette gjør at de kan operere videre med relative stabile rammevilkår og høy forutsigbarhet for fremtiden.

Økonomiske faktorer (E)

Økonomiske faktorer inkluderer inflasjon, renter, økonomisk vekstrate, arbeidsledighet og kapitalmarkedet (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 109). Denne faktoren er dekket i del 7.1 *Makroanalyser* og vil ikke bli gjentatt i dette delen.

Sosiokulturelle Faktorer (S)

Sosiokulturelle faktorer er analyse av konsumentenes sitt behov, normer og sammensetning (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 108). Det er en interessant analyse å se på for en bedrift fordi man kan avdekke trekket blant befolkningen som kan gi en indikasjon på nye muligheter for bedriften, samt avdekke eksisterende aktiviteter som er mindre lønnsomme.

Høyere levestandard og en stadig høyere andel har råd til egen bolig bidrar til at økt etterspørsel etter boligtekstil-produkter. Som nevnt i del 2.2.1 viser tall fra Virke at selv i et vanskelig år som 2020, har butikkhandel med boligtekstil økt omsetningen med 9,1 prosent til 4 633 MNOK (Virke, 2021). Samtidig er verdensbefolkningen stadig økende. Offisielle tall fra YaleGlobal estimerer at verdens befolkning skal øke fra 7.8 milliarder mennesker i 2020 til 10 milliarder i 2056. (YaleGlobal, 2020). Dette er tall som tilsier ytterligere folk som skal ha et sted å bo, som vil økt behov for boligtekstil i årene som kommer.

På kort sikt har også bransjen fått et økt omsetningsbyks knyttet til de strenge smittevernstiltakene. Blant annet kan dette knyttes at man blir «tvunget» til å tilbringe mer tid hjemme. Det har gjort at flere husholdninger har pusset opp og pyntet hjemmet i større grad enn tidligere.

Teknologiske faktorer (T)

Teknologiske faktorer inkluderer vekst, utbredelse og endring av grunnleggende teknologi (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Teknologisk utvikling og innovasjon er essensielt også i en bransje som boligtekstil. Blant annet kommer det frem fra årsrapporten til KID at de skal fortsette med digitale investeringer (Kid ASA, 2021). Fra 2019 til 2020 opplevde de en imponerende 51,5 prosent vekst i inntekter fra handel på nett, og som nå representerer 8,9 prosent av hele omsetningen. Dette viser at Kid er proaktive og ledende innenfor netthandel i

boligtekstil. Tall fra NHH viser at det at netthandelen i varehandelen vokste med hele 37 prosent fra 2019 til 2020 (NHO, 2021). Det er videre ventet ytterligere vekst under netthandel, og dermed er det å holde seg konkurransedyktig på dette avgjørende.

Blant annet investerer Kid betydelige summer til å forbedre deres nettbutikk og støttesystemet for denne siden. Deres digitale strategi skal hjelpe dem i å forbli den ledende boligtekstilaktøren i Norden. Deres datanalyse vil bli prioritert de kommende årene for å se på kundeferd, og gjøre den digitale interaksjonen mellom enda mer relevant for den individuelle kunde. Spesielt peker de på deres fleksible mulighet til å gi kunden mulighet til å handle like enkelt om det er digitalt eller i en av deres butikker.

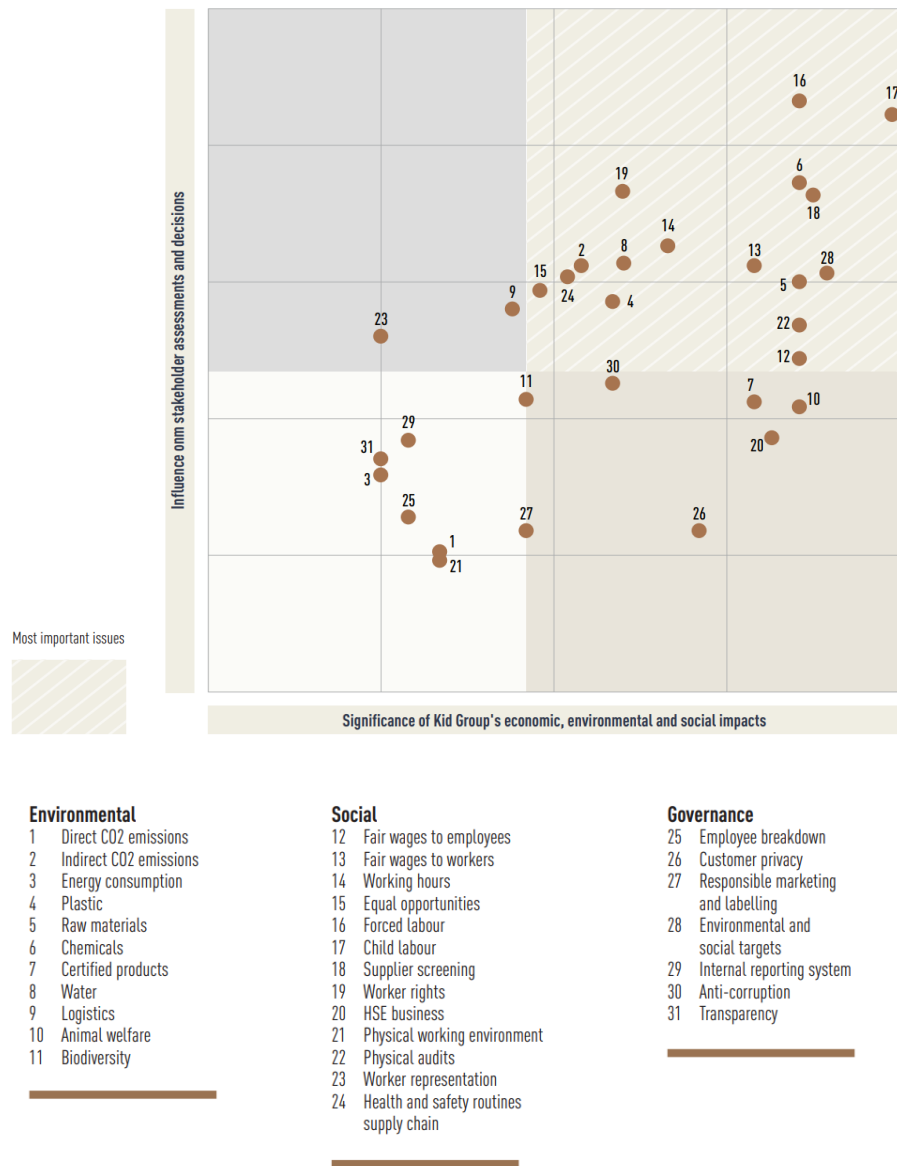
Det at Kid er den ledende aktøren også innen netthandel for boligtekstil, og de er svært bevisste på å opprettholde og forbedre disse de nest årene gjør at de teknologiske faktorene må ses på som positive for Kid. Blant annet vil et forbruksmønster hvor netthandel økes i enda større grad være med på å redusere kostnader på sikt.

Miljømessige Faktorer (E)

Miljømessige faktorer inkluderer effekten av etiske hensyn og miljø knyttet til selskapet sine aktiviteter (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Et stort fokus for selskaper de seneste årene har bærekraft og særlig på de såkalte ESG kriteriene. ESG står for *Environmental (Miljø), Social (Sosial) and Governance* (Eierstyring). Undersøkelse gjort på de 100 største selskapene på Oslo Børs viser at korrelasjonen mellom god ESG-karakter og avkastning er høy (Gov Group, 2020).

Årsrapportene Kid legger frem hvert år består av en egen del med bærekraft, der selskapet går igjennom sin innsats til å bidra til bærekraftig miljø og etisk drift. Nytt fra 2020 er de skilte ut denne delen til egen «sustainable report» I denne rapporten blir det gått igjennom hva selskapet og interessenter legger vekt på (Kid ASA, 2020). Figuren under viser et utdrag av dette knyttet til ESG- karakteren:



Figur 16: Påvirkning på interessenter og ESG rapportering fra Kid (Kid ASA, 2021)

Blant annet kan man lese ut ifra denne figuren at interessentene og selskapet legger stort søkelys på arbeidet mot tvangsarbeid og barnearbeid. Videre blir alle punktene som er innenfor de diagonale markerte feltet betraktet som de mest viktige aspektene å se på. Med arbeidet som gjøres mot å forbedre disse aspektene kan dette forbedre Kid sin omdømme. Samtidig kan det diskuteres om at det store fokus vi for tiden ser på bærekraft kan påvirke bedriften negativt, ved at konsumentene i større grad kjøper brukt utsyr. En mulighet er her at Kid også kan tilby en tjeneste hvor også brukt boligtekstil produkter kan kjøpes.

Legale faktorer (L)

Legale faktorer inkluderer de rettighetene som interessenter (eiere, kunder, ansatte m.m) har. Dette kan være lovgivning av arbeidslivet for helse og miljøet og konkurranse (Fjellstad & Lunnan, 2018, s. 109).

Generelt er det lite reguleringer og andre barrierer i boligtekstil bransjen. Kid er derimot pliktig til å følge lovgivninger og regler som arbeidsmiljøloven og tilsyn. Blant annet ved oppkjøpet av det svenske boligtekstil selskapet Hemtex som ble gjort i 2019, var Kid pliktig til å melde fra til konkurransetilsynet ved kontroll av selskapet. Videre må selskapet følge børsen og tilsynet sine regler.

Ettersom jeg tidligere har presisert at oppgaven ikke går dypere inn på driften til datterselskapet Hemtex, vil jeg ikke gå videre inn på hvilket lovverk og vilkår som stilles av de svenske myndighetene til dette selskapet.

7.2.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter skal ta for seg attraktiviteten til en bransje. Teorien bak denne er at man ser på den direkte relasjonen mellom bransjestruktur og bransjen prestasjoner (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 309). Analysen som blir gjort her sier noe om hvor eksponert Kid er basert på fem ulike bransjespesifikke krefter. Disse fem kreftene vil gi meg et grunnlag for å kunne vurdere om boligtekstilbransjen er et attraktivt marked eller ikke.

Trusselen fra mulige inntrengere:

Hvilke etableringshindre som eksisterer i bransjen, sier noe om trusselen fra mulige inntrengere. Jo høyere kostnadene for å etablere seg er, jo høyere er inngangsbarrierene for nyetableringen, og jo mindre utgjør trusselen for allerede etablerte bedrifter (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 309).

Ettersom selskaper i boligtekstilbransjen driver med varehandel er det relativt enkelt etablere seg, da man ikke trenger å inneha en unik teknologi for å kjøpe inn og selge varer. Aktørene innenfor bransjen ser på nye aktører som en trussel dersom det fører til for mye tilbud og man er nødt til å sette ned prisene. Derimot er stordriftsfordeler noe de store aktørene bruker til sin fordel. Siden det krever et stort kapitalbehov å

produsere varer, åpne opp butikker, logistikk og lager, samt markedsføre er dette etableringshindre som hindrer nyetableringer i å utfordre de de store aktørene (Kid og Princess).

Det kan dermed se ut til trusselen fra mulige inntrengere er ganske lav. Høyt kapitalbehov og stordriftsfordeler blant de etablerte er noe som hindrer nye aktører i å konkurrere med de etablerte aktørene.

Trussel fra substitutter:

Substitutter er produkter fra andre bransjer som tilfredsstillende samme eller lignende kundebehov. Tilstedeværelsen av substituttene påvirker lønnsomheten i bransjen negativt (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 309).

Som nevnt i *del 2.2* preges boligtekstil av stor bransjeglidning fra de rene møbelkjedene, da flere av disse også tilbyr interiør- og tekstilprodukter. Dermed kan man identifisere disse som substitutter ved at kunder. Grunnen til dette er at når folk drar og møbler, er det stor sannsynlighet for at disse også handler boligtekstil produkter her istedenfor å dra videre til eksempelvis Kid. Tilstedeværelsen av disse substituttene gjør utvilsomt at lønnsomheten svekkes for de rene boligtekstilselskapene

Derimot viser det seg at det ikke er like stor ekspertise og kvalitet på boligtekstil produkter blant møbelkjedene som det boligtekstilselskapene kan tilby. Her vil faghandelen (boligtekstilselskapene) kunne yte bedre tilbud og ekspertise enn møbelkjedene, da førstnevnte spesialiserer seg mot bare boligtekstil.

Trusselen fra substitutter må ses på som relativ høy i denne bransjen. Hadde boligtekstilselskapene ikke vært der kunne møbelkjedene tilbudt produkter som tilfredsstillende lignende kundebehov.

Kundenes forhandlingsmakt:

Kunder utgjør en trussel dersom de kan utøve prispress, integrere bakover og forover og på denne måte øke sin kontroll i verdisystemet. De kan også utgjøre en trussel dersom de utøver press på annen måte som påvirker lønnsomheten negativt (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 310).

Varesortimentet er i liten grad differensierte og unike innen boligtekstil. Dette gjør at kundene har flere ulike selskaper og velge mellom når de skal handle boligtekstil. Man kan dermed si at byttekostnaden er høy i bransjen. Det eneste som skiller flere av de

selskapene er at de ofte tilbyr egenproduserte varer som ikke er å finne i konkurrentenes varesortiment. Videre kan kunder enkelt sammenligne priser gjennom netthandel, noe som gjør at stor makt ligger hos kunden. Tar man med møbelkjedene er det et stort antall selskaper og velge mellom når man skal handle boligtekstil. Dette gjør at bransjen er prissensitiv og varene i stor grad er homogene. De fleste kundene inne boligtekstil er privatpersoner, og derfor er omsetningen per kunde relativt lav. Det at kunden ikke kjøper store kvantum hver gang de handler gjør at man kan argumentere for at forhandlingsmakten i noen grad er mindre for kunden.

Derimot har man i bransjen sett en fremvekst av boligtekstil selskaper og møbelkjeder som spesialiser på kun netthandel uten fysiske butikker for kunden. Disse kan tilby lavere priser da kapitalbehovet er mindre, noe som er med på å presse prisene videre ned.

Alt i alt er det høy konkurranse innen boligtekstil noe som argumentere for at kundenes forhandlingsmakt er relativt stor. Men som så vidt nevnt tidligere kunder også opptatt av kvalitet og kundeekspertise. Dette gjenspeiler seg i de store bruttomarginene Kid år etter år klarer å oppnå. Tilbyr man ekspertise og høy kvalitet på sine varer, samtidig med at man har høy merkevareverdi, gjenspeiler dette seg i prisene man kan ta for varene. Dette gjør at kundenes forhandlingsmakt trekkes noe ned.

Leverandørenes forhandlingsmakt:

Leverandører utgjør en trussel dersom de kan utøve prispress, integrere bakover og forover og på denne måte øke sin kontroll i verdisystemet. De kan også utgjøre en trussel dersom de utøver press på annen måte som påvirker lønnsomheten negativt (Gjønnnes & Tangenes, 2018, s. 310).

Som nevnt i *del 2.1.3* er 99 prosent av selskapets varesortiment egenproduserte varer. Derimot eier ikke Kid produksjonsstedene selv og dermed har Kid har i dag en mangfoldig leverandørbase. Blant annet eier ikke selskapet noen fabrikker selv. I stedetfor samarbeider selskapet med leverandører, hovedsakelig i Asia, med å produsere produktene som blir solgt (Kid ASA, 2020). Gjennom et aktivt samarbeid med disse leverandørene i Asia forsikrer Kid om at leverandørene har rimelig lønninger og arbeidsvilkår. Videre må alle deres leverandører forplikte seg til å overholde selskapets krav til ansvarlig forretningsdrift Dette tilsier at forhandlingsmakten til Kid er stor mot leverandørene.

Per 2020 har Kid en leverandørbase på over 220 leverandører. Mangfoldet av disse relasjonene er noe som ytterligere kan indikere at leverandørene har lav forhandlingsmakt. Dette tilsier også at Kid kan velge mellom et stort antall ulike leverandører. Ettersom som de som nevnt selger nesten utelukkende egenproduserte varer, og ikke kjøper varer andre sterke merkenavn (unntatt 1 prosent av vareutvalget) har Kid stor forhandlingsmakt mot sine leverandører. Selskapets høye likviditet og høye kompetanse gjennom hele verdikjeden gjør også at de lett kan flytte til en ny fabrikk, og produsere sine egne varer der dersom en av leverandørene krever for mye i forhandlinger

Ser man på hvor stor del av hele verdikjeden Kid kontrollerer, samt hvor stort antall leverandørbase de har, anser man leverandørenes forhandlingsmakt som lav. Den største trusselen er leverandørene som selger premiummerker til Kid.

Rivalisering mellom konkurrenter:

I modellen til Porter ligger rivalisering mellom konkurrenter i modellens sentrum. Det vil si det viser intensiteten i bransjens konkurranseklima, som for eksempel antallet og størrelsen på konkurrentene, samt grad av produkt differensiering og kostnadsstuktur (Gjønnes & Tangenes, 2018, s. 310).

Boligtekstilbransjen preges som nevnt i del 2.2.1 av to dominerende aktører som til sammen dekker 61,8 prosent av alle de «rene» boligtekstilprodusentene. Videre tar møbelprodusentene som også er nevnt største delen av dette markedet igjen ved bransjeglidning. Det at møbelkjedene i stor grad tilbyr like eller lignende produkter tilsier en lav byttekostnad for kunden. Dette kan føre til høy konkurranse og lavere prisen man kan ta fra kunden. Likevel kan de boligtekstil selskapene differensiere seg i noen grad ved at de tilbyr egenproduserte produkter med høy kvalitet. Tall på omsetningsvekst i både boligtekstilbransjen viser at konkurransen mellom aktørene ikke er for høy. Derimot må man være forsiktig med å trekke konklusjoner ut fra dette. Tall fra Virke (Virke, 2021) viser at andelen av bedrifter som går konkurs i boligtekstilbransjen i 2020 enda er høy, selv om man har sett en nedgang i konkurranser fra 2019. Dette kan forklares som at kjedene som kan unytte stordriftsfordeler er de som gjør det best i bransjen.

Konklusjonen er at rivalisering mellom konkurrenter er. Høy andel tilbydere samt bransjegliding fra møbelbransjen gjør at antallet aktører er høyt. Størrelsen på konkurrentene er svært bestemmende på hvor godt man gjør det. Samtidig viser det seg at differensiering og spesialisering er viktig for at man skal kunne skille seg ut ifra de store møbelkjedene.

7.3 Internanalyse

7.3.1 VRIO

En VRIO-analyse har til hensikt å se på ressursene som kan gi Kid et konkurransefortrinn. Analysen er oppsummert i tabellen under:

| Ressurs | Verdifull (V) | Sjelden (R) | Vanskelig å kopiere (I) | Godt organisert (O) | Konkurranse- fortrinn |
|--------------------|------------------|----------------|-------------------------------|---------------------------|----------------------------|
| Fysiske | Ja | Nei | Nei | Ja | Gjennomsnitt |
| Finansielle | Ja | Ja | Nei | Ja | Over gjennomsnittet |
| Omdømme | Ja | Nei | Ja | Ja | Over gjennomsnittet |
| Teknologi | Ja | Nei | Nei | Ja | Gjennomsnitt |
| Kompetanse | Ja | Ja | Nei | Ja | Over gjennomsnittet |

Tabell 15: VRIO- analyse (egen tilvirkning)

Fysiske ressurser:

Selskapet er det største selskapet innen boligtekstilbransjen, og med det følger det store fysiske ressurser. Deres fysiske ressurser består i hovedsak av råvarer, varelager og fysiske lokaler som leies. Selskapet har ikke egne fabrikker, da de bruker leverandører til å produsere varene. Disse fysiske ressursene som bedriften besitter kan sies å være verdifulle for bedriften og er godt organisert gjennom verdikjeden. Det blir derimot ikke riktig å hevde at disse er sjeldne eller vanskelig å kopiere. De fysiske ressursene til Kid gir dermed ikke alene et konkurransefortrinn.

Finansielle Ressurser:

De finansielle ressursene er å finne på selskapets balanse. Dette inkluderer kapital fra eierne og fra kreditorer. Deres store størrelse, høye avkastning på investert kapital og lave gjeldsgrad tilsier at Kid er et attraktivt selskap og gi lån til. En vedvarende positiv kontantstrøm gjør også at selskapet er attraktivt å eie. Videre er Kid det eneste boligtekstil selskapet som notert på børs. Dette sørger for rask tilgang på kapital om nødvendig. Et eksempel er at selskapet lett kan hente penger om de ser behov i fremtiden for å gjøre store investeringer. Selskapet har en stor fri kontantstrøm og trenger derfor ikke tilgang på kapital i nærmeste fremtid. Man dermed hevde at finansielle ressursene er godt organisert. Børsnoteringen av Kid i 2015 har vært en viktig ressurs for selskapets vekst man har sett de seneste årene, da dette har gitt penger til investeringer. En ulempe med å være børsnotert er at selskapet må vie store ressurser til rapportering i henhold til børsens regler. Ettersom det er lett å børsnotere et selskap om man har attraktivitet og innehar en viss størrelse blir det ikke riktig å hevde at det er vanskelig å imitere.

Omdømme:

For en bedrift som Kid er det å bygge et sterkt forhold med kundene viktig, og omdømme kan sies å være en av selskapets største immaterielle eiendel. Dette kan både gi mer lojale kunder og en sterk kultur innad i bedriften. Det er ikke riktig å hevde at et selskap om har godt omdømme er sjeldent, da flere selskaper har dette. Mer riktig blir å hevde at det er vanskelig for konkurrenter og kopiere deres oppskrift for vellykket rennomebygging.

Forskningsprosjektet Norsk kundebarometer har gjort en undersøkelse over hvilke bedrifter som har landets mest tilfredse og lojale kunder. For boligtekstil (interiør) scorer her Kid høyest av alle selskapene på både kundetilfredshet og kundelojalitet (BI, 2021). Av 100 mulige utdelte poeng scorer dem 76,1 poeng på tilfredshet og hele 85,2 poeng på lojalitet. Dette tilsier fire stjerner av fem mulige. Dette bekrefter Kid sitt eget syn på bedriften er har et ledende omdømme i bransjen.

Teknologiske ressurser:

Som nevnt tidligere har Kid gjort store investeringer i å forbedre sin netthandel plattform, og store investeringer vil bli gjort i fremtiden for å forbedre denne. I 2020

opplevde i en 51,5 prosent vekst i inntekter gjennom handel på deres digitale plattform (Kid ASA, 2021). Videre vil det gjøres store investeringer i fremtiden knyttet til deres støttesystemer i 2021. Gravis vil de nye investeringer integreres inn i Kid interiør og Hemtex for å forbedre kundeopplevelsen på nett. Videre bruker de som nevnt dataanalyse til å gjenkjenne og utforske kundemønstre som de skal bruke i utformingen av den digitale plattformen i fremtiden. Deres særegne fokus i bransjen på netthandel gitt dem en unik posisjon i hele Norden innen netthandel i bransjen

Selskapet bruker Autostore sine teknologiske løsninger for lagersystem. Dette systemet gir selskapet en unik mulighet til å kapitalisere på et helt ny sentralisert og automatisert måte ved hjelp av roboter. På denne måten effektiviseres både tidsbruken og plassbruken på lageret, samt at kostnadene reduseres.

Kompetanse:

I årsrapporten til Kid legges det stor vekt på at kompetanse knyttet til kundeopplevelse er det som utkonkurrerer deres konkurrenter (Kid ASA, 2021). Dermed blir ansatte en svært viktig ressurs i en varehandel selskap. For at de skal klare det blir mye arbeid lagt ned i å forbedre kompetansen til de ansatte i butikkene. Selskapet vier mye av grunnen til at de har klart å bli den dominerende aktører til den spesialiserte kompetansen de kan tilby kunden. Videre driver Kid med aktiv kundeservice trening av de ansatte. Selskapet ser på deres nisjekompetanse som grunnen til at mange kunder velger dem istedenfor de store møbelkjedene (Kid ASA, 2021).

Derimot er det mulig å kopiere en slik type kompetanse for andre bedrifter. Man ikke trenger ikke en lang utdanning for å få kunnskap om interiørprodukter. Andre bedrifter kan blant sende ansatte på kurs og tilegne seg god kunnskap. Dermed kan ikke kompetansen betraktes som unik og ikke imiterbar. Allikevel kan man si at deres store fokus på spesialisert kompetanse er noe som er sjeldent i bransjen i like stor utstrekning.

7.3.2 Verdikjedeanalyse

I dette avsnittet skal jeg identifisere aktivitetene i verdikjeden til Kid som bidrar til verdiskapning. Deretter vil jeg gjøre en sammenligning med Princess AS som er Kid sin største konkurrent i bransjen. Kid kan best beskrives som en verdikjede, som vil si at de er en produksjonsbedrift som skaper verdi gjennom å transformere innsatsfaktorer til produkter og selger dette videre til kunder (Fjelstad & Lunnan, 2020, s. 32).

Inngående og utgående logistikk:

Inngående og inngående logistikk skjer ved Kid sitt sentralvarehus i Lier i Norge og Hemtex sine lagerfasiliteter i Borås i Sverige. Sentralvarelageret i til Gruppen i Lier drives som nevnt av topp moderne teknologi levert fra Autostore (Kid ASA, 2020). Dette er blant annet med på holde bruttomarginene høy da varekostnaden er den største kostnaden for selskapet. Denne løsningen sørger for at både tid og kostnader spares for selskapet. Dette vil bli bedre forklart under *teknologiske ressurser* i VRIO-analysen. Kid har en full kontrollert verdikjede, det vil si at de styrer hele verdikjeden fra man har ide til et nytt produkt og til dette produktet blir solgt til sluttkunden.

Produksjon:

Som allerede nevnt flere steder i oppgaven er 99 prosent av varesortimentet til Kid deres eget varemerke. Etersom de ikke eier fabrikkene selv, er de avhengig av en rekke partnerskap med leverandører for produksjonen. Dette skaper en stor og kompleks verdikjede (Kid ASA, 2021). Store ressurser blir dermed brukt på å følge opp disse leverandørene, gjennom hele forsyningskjeden, og sørge for at de følger bærekraftige og etiske retningslinjene bedriften ønsker å identifisere seg med. Blant annet blir tredjeparter brukt til å følge opp at produksjonen går for seg på en etisk riktig måte. Etersom nesten all produksjon blir gjort i lavkostland i Asia, sørger dette for lavere lønnskostnader knyttet til produksjon.

Markedsføring

Selskapet trekker i årsrapporten frem markedsføring som et nøkkelelement for introduksjon av nye produktlinjer og økt kundepreferanse (Kid ASA, 2020). Strategien har vært å føre attraktive kampanjer basert på tilbakemeldinger fra kundene over flere år. De ser også på markedsføringen som en svært viktig for årets sterke tall både når det

gjelder Kid interiør og Hemtex. Også deres kundeklubb som har over 1,1 millioner medlemmer blir brukt som et viktig verktøy for å optimalisere markedsføring.

Salg og kundeservice:

De fysiske butikkene står fortsatt for den klare majoriteten av salget til Kid. Fysiske butikker står enda for 91,1 prosent av den totale omsetningen, og hvor netthandel utgjør 8,9 prosent av totalomsetningen. Kundeservice er noe ledelsen ser på som ekstremt viktig for å få økt salg. Som tidligere nevnt er opplæring av de ansatte gjennom såkalt «kundeservice trening» er noe bedrift aktivt gjennomfører blant de ansatte i butikk. Ledelsen peker på deres ansatte sin unike evne til eksepsjonell kundeservice som en måte de differensierer seg fra konkurrenter og stadig vinner større markedsandeler.

Støtteaktiviteter:

Her vil jeg kort presentere de tre støtteaktivitetene jeg ser på som mest viktig for bedriften både i dagens situasjon og i fremtiden. *God organisering og ledelse* er en absolutt nødvendighet i en kompleks verdikjede som Kid har. Konsernet består av total 2045 ansatte og god organisering og ledelse er en nødvendighet for flyten av komponentene i verdikjeden skal optimaliseres. Selskapet har gode rutiner internt og en sterk administrasjon og ledelse med mye erfaring fra tidligere varehandelsbedrifter. *God organisering og ledelse* er noe som i bedriften er sterkt knyttet til *god personalforvaltning*. Blant annet er arbeidsmiljøet overvåket konstant og betraktes som svært godt med et lavt sykefravær. Selskapet opplevde ikke en alvorlig skade eller sykdom relatert til arbeid i 2020, noe som viser god oppfølging av HMS-kravene og god oppfølging av de ansatte. *Teknologiutvikling* er noe selskapet jobber aktivt med tanke på fremtiden. Gjennom samarbeid med leverandører som Autostore og eget arbeid knyttet til deres netthandelsløsninger, blir mye tid og penger lagt ned i fremtidens teknologiske verden.

Til slutt vil det her blir gjort en sammenligning av hvordan Kid skaper verdi i forhold til deres største konkurrent Princess. Man må derimot være forsiktig med å sammenligne disse tallene fullstendig, da Princess som nevnt ikke er børsnotert og rapporterer tall etter norske regnskapsregler. Kid som er børsnotert som er et børsnotert allmennaksjeselskap må rapportere i henhold til IFRS. 2019 tall vil bli brukt da ikke 2020 tall er tilgjengelig i proff forvalt:

| 2019 | Brutto- margin | Lønn/ Salgs.Innt | Markedsføring/ Salgs.Innt | Avskrivninger/ Salgs.Innt | EBIT Margin |
|-------------------|-------------------|---------------------|------------------------------|------------------------------|----------------|
| KID | 60,48 % | 21,50 % | 4,37 % | 11,31 % | 12,89 % |
| Princess | 61,07 % | 25,78 % | n.a | 2,23 % | 1,45 % |
| Differanse | -0,59 % | 4,28 % | n.a | -9,08 % | 11,44 % |

Tabell 16: Sammenligning verdikjede (egen tilvirkning)

Fra tabellen ser vi at begge bedriftene har høye bruttomarginer. Ved at begge har en effektiv verdikjede, samt god oversikt over logistikken noe som fører til en lav varekostnad som under halvparten av omsetningen for begge selskapene. På lønnsinntekter kommer det derimot frem at Princess har noe høyere lønnskostnader i prosent av den totale omsetningen enn det Kid har. Dette kan blant annet ha med at Kid er flinke til å legge produksjon til land hvor lønnsnivået er lavt. I proff forvalt blir ikke markedsføringskostnader rapportert på regnskapet til Princess. Kid bruker derimot 4,37 prosent av omsetningen på markedsføring, noe som tilsier en ikke ubetydelig del av driftskostnadene. Ser man på avskrivninger har Kid betydelig større prosent av omsetningen. Dette har blant annet med at det er blitt gjort store investeringer de seneste årene, gjennom blant annet teknologisk utvikling. Til slutt ser vi at Kid har en betydelig større EBIT margin (driftsmargin) enn det Princess har, noe som viser at Kid mye bedre lønnsomhet på det operasjonelle enn det Princess.

7.4 SWOT

Gjennom rammeverk som er lagt til grunn i den strategiske analysen har det her blitt laget en SWOT-analyse som blir en oppsummering av denne:

| Interne faktorer | |
|--|---|
| Styrker | Svakheter |
| Lang fremme på teknologi | Lite differensierte produkter |
| Stort fokus på bærekraft | Høye avskrivninger grunnet store investeringer de seneste årene |
| Kontrollerer hele verdikjeden | |
| Stordriftsfordeler | |
| God tilgang på kapital | |
| Eksterne faktorer | |
| Muligheter | Trusler |
| Folk vil investere mer i hjemmet | Trusler fra substiutter |
| Større fokus på bærekraftige løsninger | Relativt lave etableringskostnader |
| Teknologisk utvikling | Mange som vil utfordre i bransjen |
| Stor makt over leverandører | Kundene har forhandlingmakt |

Tabell 17- SWOT analyse (egen tilvirkning)

8. Fremtidsprognose

I denne delen skal det gjøres en analyse som baserer seg på den historiske regnskapsanalysen og den strategiske analysen, samt de utsikter selskapet gir for fremtiden. Det er blitt benyttet en prognoseperiode på 10 år som jeg ser på som en passende lengde for en detaljert fremtidsprognose. Videre fører en lengre prognoseperiode til at nåverdmodellene som har blitt bruk er mindre avhengige av terminalverdien. Dette er med på å styrke reliabiliteten til analysen. Oppgaven bruker hovedsakelig en «top-down» tilnærming og «bottom-up» tilnærming. «Top-down» modeller prognostiserer de ulike linjene i resultatet og balanse på et mer overordnet nivå (Kaldestad & Møller, 2016, s. 49). Ulempen med denne er at den ikke alltid betrakter forholdet mellom Capex (reinvesteringer) og vekst på en god nok måte. Ved Bottom-up modeller går prognosemakeren dypere ned i materien og gjør detaljerte analyser av ulike produktlinjer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 49). Ulempen med denne er at den kan lett kan bli manipulert av prognosemakeren på bakgrunn av subjektive forenklete antagelser.

I denne oppgaven vil det brukt en kombinasjon av disse. Den tilnærmingen som blir mest brukt er derimot top-down tilnærming. I tabellen under ser vi den prognoserte kontantstrømmen til Kid som har blitt utarbeidet basert fremtidsprognosen:

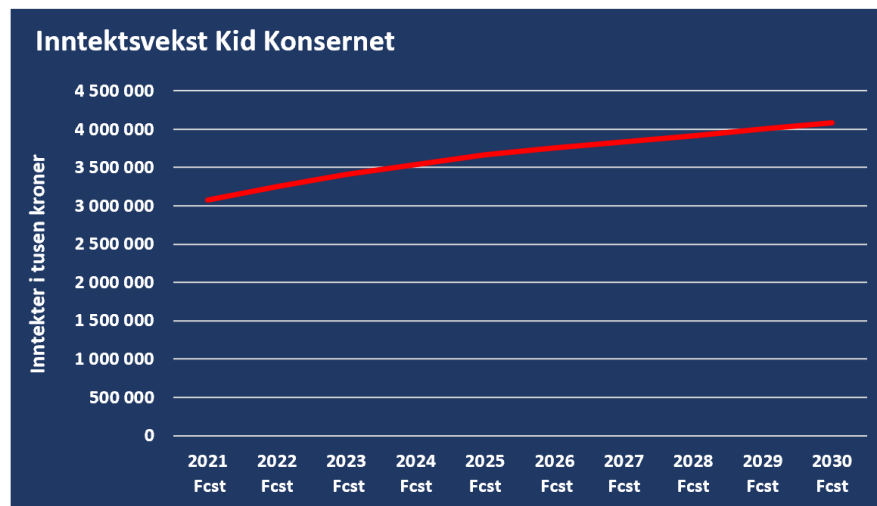
| | Forecast period | | | | | | | | | |
|----------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst |
| NOPAT | 368 485 | 388 972 | 408 025 | 423 429 | 438 149 | 448 859 | 458 580 | 468 451 | 478 473 | 488 649 |
| Add-back Depreciation | 345 884 | 365 192 | 383 148 | 397 665 | 411 538 | 421 631 | 430 793 | 440 095 | 449 541 | 459 131 |
| Gross Cash Flow | 714 369 | 754 163 | 791 173 | 821 094 | 849 686 | 870 490 | 889 373 | 908 546 | 928 013 | 947 780 |
| Change in NOWC | -50 321 | -42 038 | -1 815 | -3 236 | -1 101 | -3 296 | -1 109 | -306 | -311 | -316 |
| Change in NONCA | -392 617 | -430 354 | -479 935 | -454 771 | -467 608 | -507 319 | -516 454 | -488 960 | -539 158 | -510 342 |
| FCFF | 271 431 | 281 771 | 309 423 | 363 086 | 380 977 | 359 876 | 371 809 | 419 280 | 388 544 | 437 122 |
| Increase in NIBD excl cash | 10 436 | 10 644 | 10 857 | 11 074 | 11 296 | 11 522 | 11 752 | 11 987 | 12 227 | 12 471 |
| NFE after tax | -22 289 | -24 382 | -25 581 | -26 550 | -27 476 | -28 150 | -28 762 | -29 383 | -30 014 | -30 654 |
| Increase in lease debt | 11 963 | 46 398 | 43 152 | 34 886 | 33 338 | 24 257 | 22 016 | 22 355 | 22 698 | 23 047 |
| FCFE | 271 541 | 314 431 | 337 851 | 382 497 | 398 134 | 367 505 | 376 816 | 424 239 | 393 456 | 441 986 |
| Gross Dividends | -310 853 | -328 131 | -344 200 | -357 191 | -369 605 | -378 638 | -386 836 | -395 161 | -403 613 | -412 196 |
| Cash surplus | -39 312 | -13 699 | -6 348 | 25 306 | 28 529 | -11 133 | -10 021 | 29 078 | -10 157 | 29 790 |

Tabell 18: Prognostisert kontantstrøm (egen tilvirkning)

8.1 Prognose av resultatregnskapet

8.1.1 Inntekter

De fremtidige inntektene blir beregnet ut fra en «bottom-down» analyse. Dermed har jeg lagd en egen prognose for inntektene. Retail-selskaper som Kid guider ofte på at de skal åpne nye butikker. Det vil si at man kan lage en fremtidsprognose for inntektene basert på hvor mange netto nye butikker konsernet Kid åpner for hvert år. Dette er ikke en perfekt metode for å estimere de fremtidige inntektene på, men gir et bedre bilde enn å kun se på historisk vekst. Dette kunne man gjort enda mer avansert ved å se på kvadratmeter per butikk, og sett på hvilke butikker som er mest lønnsomme og hvilke butikker man tror ville blitt mest lønnsomme. I denne oppgaven har jeg derimot valgt å forenkle prognosen for inntekter, grunnet begrensninger på tid og kompleksiteten av casestudien. Fremtidsprognosen legger også til grunn at selskapet vil klare noe høyere inntekter per butikk de nærmeste årene. Dette er i tråd med selskapets guiding, hvor de minst lønnsomme butikkene skal legges ned og man skal åpne nye mer lønnsomme butikker. Ser man historisk har veksten til Kid de to siste årene vært høy, mye grunnet store investeringer og oppkjøp som har blitt en suksess. Selskapet guider også fremover at selskapet ikke skal vokse like mye som de historisk har gjort siden børsnotering. Det blir derfor feil å lage inntektsprognose ut ifra historisk vekst med et gjennomsnitt. I 2021 er det ventet at selskapet vil forsette å kjenne virkningene av coronapandemien, før inntektsveksten vil ta seg opp mot sensommeren. I 2022 og 2023 ser jeg for meg en større øking i nye butikker spesielt for Hemtex. Dette blir gjort på bakgrunn av at selskapet har guidet at de ønsker å ekspandere i Finland og Baltikum. På sikt vil inntektsveksten normalisere seg mot terminalveksten på 2 prosent, som i oppgaven basert på de strategiske analysene blir antatt å være den fremtidige veksten i økonomien på sikt. Prognosen for inntekter brukt til fremtidsprognosen kan finnes i vedlegg 8. I figuren under kan man se vi veksten i inntekter i hele prognoseperioden:



Figur 17: Inntektsprognose (egen tilvirkning)

8.2.2 Varekostnader

Siden de fleste av linjene i resultatregnskapet er drevet fra inntektene, bør prognostisering av varekostnad (COGS) også bli drevet ut fra inntektene. Dette forutsetter at prognostisering av inntekten har vært god (Koller et al, 2020). Måten jeg har prognostisert på i denne oppgaven er å bruke den historiske bruttomarginen Kid har siden børsnotering. Ettersom bruttomarginen har vært relativt stabil alle årene tillater jeg meg å bruke et gjennomsnitt av denne. Gjennomsnittlig bruttomargin gjennom hele prognoseperioden blir da 60,47 %. Varekostnaden blir dermed forskjellen mellom inntekter og bruttfortjeneste. På denne måten bli varekostnaden en funksjon av inntektene.

8.1.3 OPEX

Jeg har valgt å samle lønnskostnader og andre driftskostnader til *OPEX* (driftsutgifter) i denne fremtidsprognosen. Disse blir også beregnet ut fra inntekter ut ifra historisk gjennomsnitt da OPEX hele veien har vært relativt lik i prosent av inntekter, selv etter endring av kapitalstrukturen. Ved å gjøre det på denne måten øker OPEX når inntektene øker.

8.1.4 Avskrivninger

Når man skal prognostisere avskrivninger har man to muligheter hvis man ikke jobber i selskapet. Man kan utlede dem ut ifra inntekter eller ut ifra materielle eiendeler. De beste prognosene blir lagd om man linker avskrivninger fra materielle eiendeler (Koller et al, 2020). I denne oppgaven blir dermed avskrivninger linket opp mot UB PP&E og Right-of use asset (Leasing). Dette tilsvarer selskapets materielle eiendeler. Når man

velge hvor stor andel avskrivninger utgjør av de materielle eiendelene nytter det ikke å bruke et historisk gjennomsnitt siden børsnotert. Grunnen til dette er at kapitalstrukturen har endret seg gjennom investeringer og oppkjøpet. I 2020 utgjorde avskrivninger derimot 33,38 prosent av materielle eiendeler. Dermed vil 33,38 prosent bli brukt som hvor stor del avskrivninger utgjør av materielle eiendeler. Avskrivningene blir større når konsernet åpner nye butikker og andre investeringer blir gjort i materielle eiendeler.

8.1.5 Finansielle inntekter/kostnader

I prognoseperioden har jeg valgt å legge finansielle inntekter og kostnader til en linje, nemlig netto i finansielle inntekter. Selskapets har historisk hatt en oppgang i forholdet mellom finansielle inntekter og kostnader. Dermed setter jeg netto finansielle inntekter til samme prosentandel av inntekter som i 2020, nemlig minus 0,95 prosent.

8.1.6 Skatt

Skattesatsen per 2021 i Norge er på 22 prosent (regjeringen, 2020). Man kunne også argumentere med at denne burde justeres noe ettersom den er 21,4 prosent i Sverige. Ettersom konsernet (Kid ASA) er norsk velger jeg for enkelthets skyld å sette skattesatsen for prognoseperioden til 22 %. Det kan argumenteres for at man burde sette denne lavere ettersom selskapet har hatt et lavere historisk gjennomsnittlig skattenivå, og at dermed skattenivået som prognostiseres er for høyt. I del 5.2.2 i utarbeidelsen av WACC valgte jeg også å benytte meg av en skattesats på 22 prosent. Ved å bruke denne videre sørges det for det ikke brytes med konsistensbetingelsene.

8.2 Prognose av Balansen

8.2.1 Investeringer

Som argumentert for tidligere er det ikke sannsynlig at selskapet vil gjøre like store investeringer som tidligere. Den største økningen i eiendeler vil derimot komme på leasing knyttet til nye butikker ved ekspansjon til Finland og Baltikum. Videre vil immaterielle eiendeler vokse noe, i henhold til historisk vekst. Videre er PP&E regnet ut fra en prosentandel av inntektene basert på et historisk forhold mellom ettersom

selskapet vil fortsette å investere i teknologiske som man kan se i kapittel 7. Prognosen for materielle eiendeler og avskrivninger knyttet til disse kan ses i vedlegg 11.

8.2.2 Arbeidskapital

Netto operasjonell arbeidskapital (NOWC) kan defineres som varebeholdning og kundefordringer minus driftsforpliktelser. Også kontanter blir utelatt fra denne. Arbeidskapitalen er tett knyttet opp mot driften til selskapet. Historisk har netto arbeidskapital svingt mye fra år til år for Kid, og i senest 2020 var den negativ med minus 91 millioner. I fremtidsprognosen er varelager bygd ut ifra historisk tid varer er på lager før de blir solgt (DIO), mens kundefordringer og leverandørgjeld beregnet ut ifra historiske kredittider (DSO og DPO). Disse driverne finner man i vedlegg 11. De andre postene i NOWC er vanskeligere å estimere. Derimot er det satt slik at i årene fra 2022 til 2030 er NOWC marginalt positive. I 2021 prognostiserer jeg at arbeidskapitalen fortsatt vil være negativ, men mindre enn året før, mye grunnet coronapandemien fortsatt ikke over.

8.2.3 Netto rentebærende gjeld og leasing gjeld

Netto rentebærende gjeld (inkl. leasing gjeld) har en jevn vekst under prognoseperioden. Da selskapets planlegger at 80-100 prosent av overskuddet skal bli betalt ut i utbytte er dette nødvendig for å sikre nok finansiering. Jeg legger til grunn at gjeldsgraden vil ligge på relativt likt nivå som i 2020. En økning i NIBD er dette nødvendig ettersom egenkapitalen også øker noe. Dette sikrer også at man ikke bryter med konsistensbetingelsene ved å bruke en fast totalkapitalkostnad (WACC) i verdsettelsen. Som beskrevet to avsnitt over vil deres ekspansjon og Finland og Baltikum også kreve mer leasing av butikklokaler, noe som også vil øke leasing gjeld.

9. Verdivurdering

Denne verdivurderingen er utarbeidet av analyser gjort tidligere i oppgaven basert på et godt metodologisk og konsistent grunnlag. Ettersom oppgaven bruker informasjon til og med årsrapporten for 2020 som kom den 30. April 2020 blir estimering av aksjekursen satt til denne datoen. I verdivurderingen vil jeg presentere tre av resultatene fra

nåverdimetoden pluss den relative verdsettelsen. Til slutt vil disse metodene bli presentert i en felles tabell.

9.1 Nåverdimetodene

9.1.1 Diskontert kontantstrøm til totalkapitalen (DCF)

For å unngå repetisjon velger jeg å bruke diskontert kontantstrøm til totalkapitalen i istedenfor diskontert kontantstrøm til egenkapitalen. I vedlegg 12 kan man derimot se at de gir omtrent helt identisk resultat. Tabellen nederst illustrerer fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen diskontert til nåverdi. Det er blitt lagt til grunn en terminalvekst på 2 prosent som er det som jeg forventer at økonomien vil vokse med som helhet. Ved bruk av WACC som vi fant var 6,92 prosent kommer man frem til en selskapsverdi (EV) på 7 010 184 TNOK. Etter at man trekker fra netto rentebærende gjeld og leasing gjeld kommer man frem til en egenkapitalverdi på 5 970 439 TNOK. Selskapet har 40 645 tusen aksjer utestående noe som tilsvarer en aksjekurs 146,89 NOK. DCF-modellen indikerer dermed at aksjen er underpriset med et oppsidepotensial på 26,63 %:

| | | 2 % | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | | 0,0 | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 | 7,0 | 8,0 | 9,0 | 10,0 |
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| | | Act | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst |
| FCFF | | | 271 431 | 281 771 | 309 423 | 363 086 | 380 977 | 359 876 | 371 809 | 419 280 | 388 544 | 437 122 |
| Terminal Value | | | | | | | | | | | | 8 884 661 |
| WACC (discount rate for firm) | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % |
| Discount factor | | 0,94 | 0,87 | 0,82 | 0,77 | 0,72 | 0,67 | 0,63 | 0,59 | 0,55 | 0,51 | 0,51 |
| Present value of FCFF | | | 253 864 | 246 478 | 253 149 | 277 827 | 272 650 | 240 880 | 232 760 | 245 490 | 212 771 | 223 880 |
| Present value of TV | | | | | | | | | | | | 8 884 661 |

| Output | Enterprise Discounted Cash Flow Model |
|------------------------------|---------------------------------------|
| Total PV of FCFF | 2 459 748 |
| Terminal Value | 8 884 661 |
| PV of Terminal Value | 4 550 436 |
| =Enterprise Value | 7 010 184 |
| +Cash | 301 276 |
| -Financial and leasing debt | -1 341 021 |
| =Equity Value | 5 970 439 |
| Number of shares outstanding | 40 645 |
| Price per share (NOK) | 146,89 |
| Current price | 116,00 |
| upside potential % | 26,63 % |

Tabell 19: DCF-modellen (egen tilvirkning)

9.1.2 Residual income Model (RI)

Som presisert i kapittel 5 kan Residual income modellen være med på å gi eierne enda bedre innsikt i hvordan Kid skaper verdi for sine eiere utover avkastningskravet.

Forskjellen på denne og en DCF-modell er at de bygger på ulike informasjonsgrunnlag. Mens DCF-modellen bygger ut ifra fri kontantstrøm til selskapet, diskonterer RI-modellen merverdien, og summen man får legges eller trekkes fra selskapets UB egenkapital for år 0. Gjør man dette riktig skal man derimot komme frem til identisk resultat som DCF-modellen. Gjennomføringen fører til en verdi på egenkapital på 5 907 702 TNOK som er nærmest identisk lik verdien man fant på egenkapitalen ved bruk av DCF-modellen. Deler man dette igjen på 40 645 tusen aksjer kommer vi frem til en verdi per aksje på 145,35 NOK, og med et oppsidepotensial på 25,30 %:

| g (Perpetuity growth) | | 2 % | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|--|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | | 0,0 | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 | 7,0 | 8,0 | 9,0 | 10,0 |
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| | | Act | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst |
| Book value equity (BVE) | | 1 184 601 | 1 219 140 | 1 255 599 | 1 293 844 | 1 333 531 | 1 374 599 | 1 416 670 | 1 459 651 | 1 503 558 | 1 548 404 | 1 594 204 |
| Net income | | 356 098 | 345 392 | 364 590 | 382 444 | 396 879 | 410 672 | 420 709 | 429 818 | 439 068 | 448 459 | 457 995 |
| cost of equity (Re) | | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % |
| Re * BVE-1 | | | 93 898 | 96 672 | 99 590 | 102 634 | 105 789 | 109 036 | 112 359 | 115 753 | 119 220 | 122 761 |
| RI = net income - (Re*BVE-1) | | | 251 494 | 267 918 | 282 854 | 294 244 | 304 884 | 311 673 | 317 459 | 323 315 | 329 240 | 335 234 |
| Discount factor | | | 0,93 | 0,86 | 0,80 | 0,74 | 0,69 | 0,64 | 0,59 | 0,55 | 0,51 | 0,47 |
| Present value of RI | | | 233 269 | 230 495 | 225 711 | 217 786 | 209 308 | 198 463 | 187 499 | 177 120 | 167 295 | 157 998 |
| Terminal value RI | | | | | | | | | | | | 5 767 302 |
| Present Value Terminal RI | | | | | | | | | | | | 2 718 157 |

| Output | Residual Income |
|----------------------------------|------------------|
| Total PV of RI | 2 004 944 |
| PV of Terminal RI | 2 718 157 |
| Book value equity per 31.12.2020 | 1 184 601 |
| Market value Equity | 5 907 702 |
| Number of shares outstanding | 40 645 |
| Price per share (NOK) | 145,35 |

| | |
|---------------------------|----------------|
| Current price | 116,00 |
| upside potential % | 25,30 % |

Tabell 20: RI-modellen (egen tilvirkning)

9.1.3 Dividendmodellen (DDM)

Denne siste nåverdimetoden som vil brukes er Dividendmodellen (DDM). Jeg ser på denne som relevant å bruke ettersom Kid har gitt guiding på at utbytte i fremtiden skal ligge mellom 80-100 % av netto resultat, noe som gjør modellen til en relevant modell å bruke for verdsettelse. I prognosen for frie kontantstrømmer er det lagt til grunn et fremtidig utbytte i prognoseperiode på 90 % av netto resultat. Som vi så i kapittel 5 sier modellen at det er nåverdien av alle fremtidige utbytter som er det som bestemmer selskapsverdien. Bruker man modellen kommer man frem til en verdi på egenkapitalen på 5 972 877 TNOK. Dette gir med 40 645 aksjer en pris på 146,95 NOK per aksje. Dette tilsier en oppside på 25,30 %.

g (Perpetuity growth)

2 %

| | 1,0 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | 5,0 | 6,0 | 7,0 | 8,0 | 9,0 | 10,0 |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
| | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst | Fcst |
| Dividend | 310 853 | 328 131 | 344 200 | 357 191 | 369 605 | 378 638 | 386 836 | 395 161 | 403 613 | 412 196 |
| cost of equity (Re) | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % | 7,81 % |
| Discount factor | 0,93 | 0,86 | 0,80 | 0,74 | 0,69 | 0,64 | 0,59 | 0,55 | 0,51 | 0,47 |
| Present value dividend | 288 327 | 282 298 | 274 664 | 264 375 | 253 740 | 241 105 | 228 475 | 216 479 | 205 087 | 194 270 |
| Terminal value | | | | | | | | | | 7 477 239 |
| Present Value Terminal value | | | | | | | | | | 3 524 059 |

| Output | Dividend Discount Model |
|------------------------------|-------------------------|
| Total PV of Dividend | 2 448 818 |
| PV of Terminal Value | 3 524 059 |
| Market value Equity | 5 972 877 |
| Number of shares outstanding | 40 645 |
| Price per share (NOK) | 146,95 |
| Current price | 116,00 |
| upside potential % | 26,68 % |

90 % payout ratio

Tabell 21: DDM-modellen (egen tilvirkning)

9.2 Relativ verdsettelse

Dessverre er det ingen andre boligtekstil selskaper som er børsnotert på Oslo Børs.

Derfor vil andre selskaper på Oslo Børs som driver i retailsektoren blir brukt som sammenligningsgrunnlag. De to andre retailsekskapene på Oslo Børs er XXL og Europris.

Videre anbefaler Damodaran at man bruker median verdiene man finner istedenfor et gjennomsnitt (Damodaran, 2002, s. 241). Etersom jeg kun sammenligner med kun to andre selskaper velger jeg å bruke gjennomsnitt av disse. Denne vil analysen vil bli brukt som en stresstest til å utfordre verdsettelsen man finner ved bruk av nåverdimodellene. Multiplene som vil bli brukt er P/E, P/B, P/S og EV/EBITDA. Jeg vil bruke alle multiplene i min verdsettelse. Multiplene fra XXL og Europris er hentet ut som rådata direkte fra Bloomberg Terminal.

9.2.1 Pris/inntjening (P/E)

En av de mest brukte multiplene i relativ verdsettelse er pris/inntjening (P/E). Grunnen til dette er at verdien av en aksje gjenspeiler hva selskaper klarer å generere av overskudd.

P/E blir kalkulert ved bruk av følgende formel:

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Inntjening per aksje (EPS)}}$$

Bruk av formelen gir følgende verdi per aksje:

| P/E Retail benchmark average OSL | Kid ASA | Europris | XXL |
|----------------------------------|---------------|----------|-------|
| multiple | 18,26 | 10,29 | 33,88 |
| Net profit | 356 098,00 | | |
| Value of equity | 6 503 536,47 | | |
| shares outstanding | 40 645 | | |
| Value per share KID ASA | 160,01 | | |

Tabell 22: P/E relativ verdsettelse (egen tilvirkning)

Dette vil si at bruk av multiplene indikerer at Kid er underpriset. Selv om denne multiplene er populær må man være forsiktig med å anvende den i praksis. Grunnen til dette er store forskjeller i kapitalstruktur mellom ulike selskaper.

9.2.2 Pris/Bok (P/B)

Pris/Bok er også en mye brukt multiplene i relativ verdsettelse. Et vanlig mål å bruke på denne multiplene er at aksjer som er omsatt i markedet for under bokførte verdier av egenkapitalen regnes som underpriset, mens aksjer som selger for over bokført verdi på egenkapitalen regnes som overpriset. Formelen for å kalkulere P/B er:

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

Bruk av formelen gir:

| P/B Retail benchmark average OSL | Kid ASA | Europris | XXL |
|----------------------------------|--------------|----------|------|
| multiple | 2,71 | 3,27 | 1,02 |
| Book value of equity | 1 184 601,00 | | |
| Value of equity | 3 215 513,29 | | |
| Shares outstanding | 40 645 | | |
| Value per share KID ASA | 79,11 | | |

Tabell 23: P/B Relativ verdsettelse (egen tilvirkning)

Bruk av multiplene indikerer at Kid ASA er overpriset.

9.2.3 Pris/Salg (P/S)

Pris/Salg er en multiplene som blir mindre brukt enn de to foregående. Denne er mest relevant med sammenligning av selskaper i samme sektor. Målet til multiplene er å finne ut hva en investor er villig til å betale for et selskaps aksje relativt til selskapets inntjening.

Formelen for denne er:

$$P/S = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Salg per aksje}}$$

Bruk av formelen gir:

| P/S Retail benchmark OSL | Kid ASA | Europris | XXL |
|--------------------------------|---------------|----------|------|
| multiple | 2,23 | 1,29 | 0,41 |
| Book value of equity | 2 994 658,00 | | |
| Value of equity | 6 692 877,59 | | |
| Shares outstanding | 40 645 | | |
| Value per share KID ASA | 164,67 | | |

Tabell 24: P/S Relativ verdsettelse (egen tilvirkning)

Bruk av multipelen indikerer at Kid er underpriset.

9.2.4 Selskapsverdi/EBITDA (EV/EBITDA)

Denne multipelen er også veldig mye brukt blant praktikere. Den er populær da den tar hensyn til inntjening før avskrivninger blir gjort rede for. Dette gjør at den tar høyde for store forskjeller mellom hva selskapene har i avskrivninger. Den blir heller ikke påvirket av kapitalstruktur på samme måte som P/E multipelen blir. Formelen for EV/EBITDA er:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Selskapsverdi}}{EBITDA}$$

Ved bruk av formelen kommer man frem til følgende verdi for selskapet:

| EV/EBITDA Retail Benchmark average OSL | Kid ASA | Europris | XXL |
|--|---------------|----------|------|
| multiple | 6,32 | 5,97 | 6,35 |
| EBITDA | 823 569 | | |
| Financial and leasing debt | 1 341 021 | | |
| Cash | -301 276 | | |
| shares outstanding | 40 645 | | |
| Value per share KID ASA | 153,58 | | |

Tabell 25: EV/EBITDA Relativ verdsettelse (egen tilvirkning)

Bruk av multipelen indikerer at aksjen er underpriset.

10. Usikkerhetsbetraktninger

Nå som de klassiske verdsettelsesmodellene er gjennomført er det på tide å teste deres validitet. Det er flere måter man kan gjøre dette på. I denne casestudien vil jeg benytte

meg av en sensitivitetsanalyse, en scenarioanalyse og Monte Carlo simulering. Disse skal også vise hvordan man vil komme frem til annen verdi ved bruk av annen inputs.

10.1 Sensitivitetsanalyse

Ettersom inputene som man bruker i fremtidsprognosen lett kan endre seg, kan man bygge en sensitivitetsanalyse for å teste flere endringer på en gang (Koller et al., 2020). I min analyse skal jeg teste hvordan aksjekursen påvirkes av endringer i terminalvekst, WACC, beta og risikofri rente. Sensitivitetsanalysen er regnet ut fra aksjeprisen jeg fikk med DCF-modellen:

Tabellen nedenfor illustrerer hvordan endringer i WACC og terminalvekst (g) påvirker den estimerte aksjekursen til Kid:

| | | WACC | | | | | | |
|---|--------|---------|--------|--------|---------------|--------|--------|---------|
| | | 4,00 % | 5,00 % | 6,00 % | 6,92 % | 8,00 % | 9,00 % | 10,00 % |
| g | 0,50 % | 252,41 | 187,91 | 147,01 | 120,73 | 98,21 | 82,53 | 70,21 |
| | 1,00 % | 287,01 | 206,25 | 157,93 | 127,98 | 102,95 | 85,87 | 72,64 |
| | 1,50 % | 335,44 | 229,83 | 171,27 | 136,56 | 108,43 | 89,66 | 75,35 |
| | 2,00 % | 408,10 | 261,27 | 187,96 | 146,89 | 114,81 | 93,98 | 78,39 |
| | 2,50 % | 529,19 | 305,29 | 209,40 | 159,56 | 122,36 | 98,97 | 81,85 |
| | 3,00 % | 771,37 | 371,31 | 238,00 | 175,45 | 131,42 | 104,80 | 85,80 |
| | 3,50 % | 1497,91 | 481,35 | 278,04 | 195,99 | 142,49 | 111,68 | 90,36 |

Tabell 26: sensitivitetsanalyse WACC vs. Terminalvekst (egen tilvirkning)

Ved å lese av tabellen påvirkes aksjekursen i vesentlig grad av de to faktorene.

Ekstremtilfellene gir en så høy kurs som 1497,91 NOK og en så lav kurs som 70,21 NOK.

En forklaring av disse store utslagene er at terminalverdien utgjør så mye som 64,91 % av den totale selskapsverdien (EV). Dermed har terminalveksten man legger til grunn

veldig mye å si for aksjekursen som blir estimert. Videre bestemmes den estimerte

aksjekursen av hvilket avkastningskrav (WACC) man legger til grunn. Jo høyere

avkastningskrav man diskonterer med, jo mer blir de prognostiserte kontantstrømmene og terminalverdien diskontert med.

Tabellen nedenfor viser hvordan endringer i risikofri rente og beta endrer aksjekursen:

| | | Beta | | | | | | |
|----|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| | | 0,70 | 0,80 | 0,90 | 0,971 | 1,10 | 1,20 | 1,30 |
| Rf | 0,75 % | 235,13 | 206,57 | 183,54 | 169,81 | 148,70 | 135,21 | 123,61 |
| | 1,00 % | 220,04 | 194,47 | 173,62 | 161,10 | 141,69 | 129,20 | 118,40 |
| | 1,25 % | 206,57 | 183,54 | 164,58 | 153,11 | 135,21 | 123,61 | 113,53 |
| | 1,46 % | 196,32 | 175,15 | 157,58 | 146,89 | 130,13 | 119,21 | 109,67 |
| | 1,75 % | 183,54 | 164,58 | 148,70 | 138,97 | 123,61 | 113,53 | 104,68 |
| | 2,00 % | 173,62 | 156,31 | 141,69 | 132,69 | 118,40 | 108,96 | 100,66 |
| | 2,25 % | 164,58 | 148,70 | 135,21 | 126,86 | 113,53 | 104,68 | 96,87 |

Tabell 27: Sensitivitetsanalyse beta vs. risikofri rente (egen tilvirkning)

Dette er to faktorer som brukes i kapitalverdimodellen (CAPM), og dermed også i egenkapitalens avkastningskrav. Videre påvirker dette total kapitalens avkastningskrav (WACC) som igjen påvirker aksjekursen DCF-modellen. Fra kapittelet 5 hvor det ble utredet om beta så vi at ulike metoder ved å regne på beta kom frem til ulike output. Derfor ser jeg på det som viktig å vise ved sensitivitetsanalysen hvordan en annen beta vil påvirke aksjekursen. Videre ble det i kapittel 5 utredet om risikofri rente, der jeg resonerte meg frem til hvorfor 10-årig statsobligasjon ble brukt. Tabellen skal dermed også prøve å vise hva kursen hadde vært om 10-årig statsobligasjon hadde vært høyere eller lavere på tidspunktet som ble valgt, eller hvis vi hadde utregnet en syntetisk normalisert risikofri rente som enten er lavere eller høyere enn den vi brukte. Som vi ser svinger aksjekursen fra 96,87 NOK til 252,15 NOK avhengig av hvilken betaverdi og risikofri rente vi bruker.

10.2 Scenarioanalyse

Scenarioanalysen er den andre analysen som vil bli gjort for å teste validiteten til modellen. I analysen blir det dermed presentert scenarioer hvor fremtiden for selskapet er annerledes enn i det den base case verdivurderingen som ble gjort i kapittel ni. Fordelen med en scenarioanalyse er at man kan se hvordan outputs endrer seg ved å endre flere variabler på en gang. Analysen vil bygge på en bull case scenario og en bear case scenario. I tabellen under ser vi inputs og outputs for hvert av de to scenarioene.

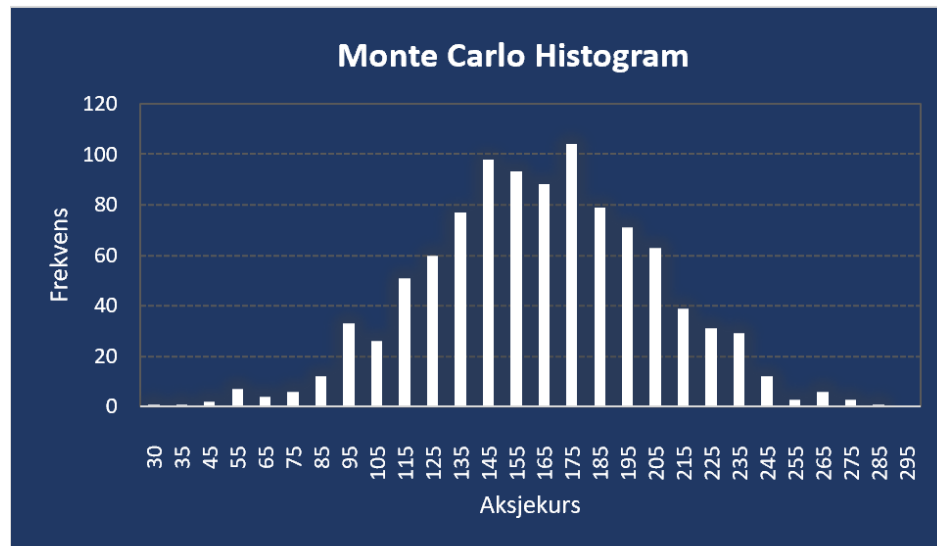
| Variabler | Bull Case | Base Case | Bear Case |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Hemtex lykkes med ekspansjon | Ja, i stor grad | Ja, men moderat | Nei |
| Bransjeglidning fra møbelprodusenter | Mindre | Samme nivå | Mer |
| Reinvesteringer | Samme tempo | Samme tempo | Samme tempo |
| Inntektsvekst | 5 % | 3,16 % | 2,00 % |
| Bruttomargin | 63 % | 60,47 % | 57 % |
| NOPAT margin | 14 % | 11,96 % | 9 % |
| Stabil WACC | 6,92 % | 6,92 % | 6,92 % |
| Terminalvekst | 2 % | 2 % | 2 % |
| Egenkapitalverdi (NOK) | 8 762 395 | 5 970 439 | 4 665 898 |
| Antall aksjer (tusen) | 40 645 | 40 645 | 40 645 |
| Pris per aksje (NOK) | 215,58 | 146,89 | 114,80 |

Tabell 28: Scenarioanalyse (egen tilvirkning)

Ut fra tabellen kan se vi variabler som har blitt brukt for å komme frem til en estimert verdi i hvert av de to scenarioene. Det er verdt å merke seg at i bear case scenarioet ligger kursen kun 1 prosent under dagens sluttkurs (30.04.2021). I henhold til mine analyser vil selskapet med vekst som er like stor som det man kan forvente av økonomien som helhet fremover, få en estimert kurs på det markedet i dag verdsetter Kid til. Dette kan være indikasjoner på at Kid prises svært forsiktig i markedet i dag. I bull case scenarioet ligger kursen langt over dagens sluttkurs. Scenarioet gjenspeiler en fremtidsutsikt hvor Hemtex lykkes med videre ekspansjonen i Finland og Estland, og hvor man vil se mindre bransjeglidning fra de store møbelprodusentene. Dette vil føre til at inntektene til konsernet vil vokse betydelig mer enn økonomien som helhet.

10.3 Monte Carlo simulering

Monte Carlo-simulering tar for seg beregningen av uforutsigbare forklaringsvariabler, gjennom at det blir gjort en sannsynlighetsberegning. Ved simuleringen vises en distribusjon av å simulere fremtiden mange ganger. I denne simuleringen ønsker jeg å teste usikkerheten knyttet til aksjekursen. Simuleringen er gjort i Excel ved bruk av *rand()* formelen. Det flere ulike måter man i finans vil kunne tenke seg å bruke Monte Carlo-simuleringer til. Blant annet ønsker analytikere som jobber med data å nøyaktig estimere sannsynligheter av usikre hendelser (Winston, 2019, s, 693). Det er også dette vi skal teste i denne Monte Carlo-simuleringen. Det ble gjennomført 1000 simuleringer, hvor jeg ga variablene en verdi som er likt det som har vært utgangspunkt i min base case (output finnes i vedlegg 13). Videre ble det brukt et standardavvik mellom de ulike scenarioene i scenarioanalysen for å teste aksjekursen. I figuren nedenfor illustreres resultatet fra simuleringene:



Figur 18- Monte Carlo histogram (egen tilvirkning)

Gjennomsnittsverdien fra simuleringene impliserer en aksje kurs 157,99 NOK med et standardavvik på 40,94. Det vi kan lese av figuren er det er større sannsynlighet for at aksjekursen er høyere enn verdien per aksje prisen i markedet i dag, noe som ytterligere impliserer at aksjekursen er underpriset i dag. Videre kan resultatet tolkes som at base case er noe konservativt prognostisert. Derimot ser vi også at noen simuleringer viser at det er en mulighet for at aksjekursen kan være lavere enn det markedet prisen den til i dag. Fordelen med å ha kjørt en slik analyse er at den styres av logaritmer som ikke lar seg påvirke av finansielle teorier. Til slutt er det verdt å nevne at man må være kritisk til resultatet. Dette kan blant annet tolkes ut fra det høye standardavviket til simuleringen.

11. Drøfting av analyseresultatene

Man kommer frem til nesten helt lik verdi ved bruk av de tre ulike nåverdimetodene som er brukt. Dette er fordi jeg har brukt riktig teknikk og vært konsistent gjennom hele oppgaven. Tar man gjennomsnittet av de tre nåverdimetodene som er presentert resulterer dette i en egenkapitalverdi på 5950 428 TNOK, og en kurs per aksje for Kid på 146,40 NOK. Dette er 30,40 NOK høyere enn det aksjen prisen til i dag, som vil si at det en oppside på 26,7 %. Dette tilsier at Kid ser ut til å være underpriset i markedet.

Fra den relative verdsettelsen er det større avvik på hvilken kurs man kommer til ved bruk av de ulike multiplene. Resultat viser at Kid er underpriset i tre av fire tilfeller, når man sammenligner med retail sektoren på Oslo Børs ved bruk av gjennomsnitt. En fordel med denne analysen er at den gir mer objektive resultater enn ved nåverdimetoder.

Derimot er det stor uenighet blant praktikere om hvor stor reliabilitet til en slik analyse har. Derfor vil jeg være forsiktig med disse resultatene.

Selv om nåverdimodeller i stor grad er bygd på subjektive antagelser, legges det klart størst vekt på nåverdimodellene. Hovedgrunnen til dette er at disse bygger på mye mer grunnleggende og dypere analyser. Dette gjør at den endelige anbefalingen vil bli fra resultatet som ble funnet i nåverdiberegningene, mens den relative verdsettelsen vil bli brukt som en pekepinn på hvordan andre retailselskaper blir verdsatt på Oslo Børs.

I regnskapsanalysen så har vi sett at selskapet har klart å levere avkastning på investert kapital (ROIC) som bedre enn selskapets avkastningskrav (WACC) i alle årene før børsnoteringen. Dette viser at Kid har lyktes med både sin vekststrategi fra børsnotering, og på de investeringer som har blitt gjort. Man så også at ROIC var stigende gjennom alle årene. I prognosperioden har det derimot blitt lagt til grunn at ROIC vil stabilisere seg på rundt 16 %. Ut fra dette kan det diskuteres om jeg har vært for forsiktig i min prognostisering med tanke at Hemtex skal vokse videre inn i Finland og Estland. Om de vil lykkes her er svært usikkert, og jeg har dermed valgt en konservativ tilnærming til min prognostisering med tanke den endelige verdsettelsen.

Sensitivitetsanalysen var med på å belyse også effekten på aksjekursen hvis man endret flere av modellens parametere. Vi undersøkte først hvordan om en endring i terminalvekst og WACC påvirket aksjekursen verdi. De store ekstremverdiene i kurs i henhold til hvilke parametere som ble brukt viser hvor mye disse har å si for verdsettelsen. Det andre vi undersøkte er hvordan en endring i beta og risikofri rente påvirker aksjekursen. Også dette var viktige parametere å teste, ettersom det er svært viktig å estimere en riktig egenkapitalkostnad. Grunnen til dette er egenkapitalkostnaden påvirker WACC som igjen bestemmer hvor mye den frie kontantstrømmen skal diskonteres med. Hvor mye de frie kontantstrømmene blir diskontert med er igjen med på å bestemme aksjekursen man får estimert. Derfor er dette to svært viktige parametere å teste sensitiviteten til.

Den strategiske analysen viste også at stordriftsfordeler er svært viktig for å lykkes i bransjen, og er avgjørende for å ha et konkurransefortrinn. Det kom videre frem at bransjegliedning gjør at kunder uteblir. Dette påvirker utvilsomt vekstmulighetene til selskapet fremover og er dermed «innbakt» i analysen. Dette sørger for at estimatene for fremtiden blir mye lavere enn om konkurransesituasjonen var slik at selskapet kun konkurrerte mot rene boligtekstilselskaper.

Det ble det gjort en scenarioanalyse hvor man testet noen av funnene fra blant annet den strategiske analysen. Først testet jeg fra et perspektiv hvor selskapet lykkes med ekspansjonen videre i Finland og Estland, og hvor man ser mindre bransjegliding fra møbelprodusentene. I dette bull case scenarioet får selskapet enda høyere avkastning på investert kapital enn det man har sett historisk. Dette sørget for at ROIC i prognosperioden ble betraktelig høyere enn det selskapet har klart historisk. Det ble også testet fra et perspektiv hvor man ikke lykkes med ekspansjonen og man ser enda større bransjegliding. I dette bear case scenariet vokser fortsatt selskapet, men ikke mer enn det økonomien gjør som helhet. Her så man en negativ utvikling i ROIC i forhold til historiske år.

Til slutt ble det gjennomført en Monte Carlo- simulering for å illustrere effekten av risikoen og usikkerheten som prognosemodellen gir. Den kan også brukes som indikasjon på om aksjen i dag er overvurdert eller undervurdert i markedet. Denne gir en aksjepris på 159,40 NOK. Dette utgjør en økning på 43,40 NOK fra dagens kurs.

12. Kritikk av analysen

Det foreligger en rekke svakheter ved analysen, som allerede har blitt nevnt løpende i casestudien. Dermed blir denne i stor grad en oppsummering av disse.

Når man verdsetter et selskap er det viktig å holde et åpent, men kritisk sinn. Grunnen til dette er som tidligere nevnt at analysen bygger på en rekke subjektive antagelser og vurderinger og «bias». Derfor er ikke verdsettelsen som har blitt presentert i kapittel 9 noen fasit på hva som er den «riktige verdien» til selskapet. Av de fem norske meglerhusene som dekker aksjen kommer alle frem til forskjellige verdsettelse. Disse er profesjonelle og bruker mye mer avanserte metoder enn det som presenteres i denne casestudien. Grunnen til at både mine og deres estimater avviker er at man ikke besitter innsideinformasjon og man ikke kan spå fremtiden. Dette illustrer hvor mye subjektive antagelser og usikkerhet som foreligger i en verdsettelse. Verdsettelse av børsnoterte selskaper blir dermed utarbeidet fra et eksternt perspektiv, basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Hadde man hadde tilgang på intern informasjon ville analyser og prognoser verdt mye mer i dybden og mer presist estimert.

Kapitalverdimodellen (CAPM) har blitt brukt som grunnlag for nåverdiberegningene. I kapittel 5 så vi at det er en rekke svakheter knyttet til denne modellen. Blant annet blir

avkastningskravene beregnet ut ifra denne modellen. Vi så også risikofri rente den 30.04.2021 var lav sett historisk. Grunnen til dette er at vi benyttet oss av 10-årig statsobligasjon. Ettersom avkastningskravet også brukes i terminalverdien kan det diskuteres her om man heller burde benyttes av en mer normalisert syntetisk risikofri rente for å overkomme inkonsistenser mellom denne lave renten og markedsverdien til egenkapitalen. For å regne ut beta-verdien brukte vi et industrigjennomsnitt. Her kan det diskuteres om vi heller burde benyttes oss av regresjons beta, da dette gir et bedre bilde av den systematiske risikoen til selskapet. Det er derimot ikke noen fasit på hvilken beta man benytter seg av.

Et annet element som svekker casestudien, er at Kid er det eneste boligtekstilselskapet på Oslo Børs. Dette har gjort at det ikke har vært noen børsnoterte konkurrenter å sammenligne med. Når jeg sammenligner Kid mot konkurrenter, har jeg kun valgt å bruke Princess. Dette er fordi dette er den eneste konkurrenten i boligtekstilbransjen av en viss størrelse. Ved å bruke Princess har jeg benyttet regnskapstall fra Proff forvalt. Her foreligger det en svakhet ettersom Kid rapporterer regnskapet etter IFRS, mens Princess rapporterer etter norske regnskapsprinsipper. Dette gjør at sammenligningen av disse selskapene ikke blir helt presis.

Casestudien er også preget av at det ikke er gjort analyser direkte mot datterselskapet Hemtex. En konsekvens av dette kan være at verdifull input fra analysene har blitt utelatt fra fremtidsprognosen. Dette gjør at det ikke har blitt gjennomført makroanalyser, bransjeanalyser, konkurrentanalyser på det svenske markedet. Dette er bevisst med tanke på casestudiens lengde og omfang, samt at morselskapet Kid ASA er børsnotert i Norge. Analysene hadde dermed blitt betydelig styrket om man delte opp det børsnoterte selskapet morselskapet og gjorde separate analyser på både Kid interiør og Hemtex.

13. Konklusjon

Hensikten med analysen har vært å besvare følgende to problemstillinger:

«Hva er egenkapitalverdien og aksjekursen for Kid ASA den 30.04.2021»

Med følgende delproblemstilling:

«Bør en fiktiv investor kjøpe, holde eller selge denne aksjen»

Verdien ved et gjennomsnitt av nåverdmodellene tilsier en egenkapitalverdi på 5 950 428 TNOK den 30.04.2021, med tilhørende aksjekurs på 146,40 NOK. Dette tilsier at aksjen er underpriset med en oppside på 26,70 %. Dette underbygges av den relative verdsettelsen og Monte Carlo-simuleringen. Bare ved bruk av multiplisen P/B fremkommer det en pris per aksje som er lavere enn hva aksjene prises til i dag. På bakgrunn av dette anbefaler jeg den fiktive investoren å kjøpe aksjen. I tabellen under finner man en oversikt over brukte metoder:

| | DCF | RI | DDM | P/E | P/B | P/S | EV/EBITDA | MC-Sim |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|-----------|---------|
| Verdi per aksje | 146,89 | 145,35 | 146,95 | 160,01 | 79,11 | 164,67 | 153,58 | 157,99 |
| Markedpris (30.04.21) | 116,00 | 116,00 | 116,00 | 116,00 | 116,00 | 116,00 | 116,00 | 116,00 |
| %-vis endring | 26,63 % | 25,30 % | 26,68 % | 37,94 % | -31,80 % | 41,95 % | 32,39 % | 36,20 % |
| Anbefaling | Kjøp | Kjøp | Kjøp | Kjøp | Selg | Kjøp | Kjøp | Kjøp |

Tabell 29: anbefaling til den fiktive investor (egen tilvirkning)

Referanseliste

BI. (2021). Norsk kundebarometer. Hentet fra:

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/bransjeresultater-2021/>

Bøhren, Ø., Michaelsen, D. & Norli, Ø. (2017). *Finans: Teori og praksis* (2.oppl.). Fagbokforlaget.

Damodaran, A (2006). *Damodaran on Valuation* (2. utg.). Hoboken, N.J: John Wiley & Sons

Dyrnes, S. (2011). *Innløsning av aksjer etter aksjeloven og allmennaksjeloven - en taksonomi for verdibegreper*. I T. Bråthen (Red.), *Moderne Forretningsjus II*. Bergen: Fabiform

E24. (2019). Kid kjøper svensk interiørkjede av ICA Gruppen. Hentet fra:

<https://e24.no/naeringsliv/i/y3x9E2/kid-kjoeper-svensk-interioerkjede-av-ica-gruppen>

Fjeldstad, Ø. & Lunnan, R. (2018). *Strategi* (2. utg.). Fagbokforlaget

Gjønnnes, S. H & Tangenes, T. (2018) *Økonomisk styring 2.0* (3.utg.). Fagbokforlaget.

Grønmo, S. (2016) *Samfunnsvitenskapelige metoder* (2.utg.). Fagbokforlaget

HBS. (1996). *Michael Porter: What is Strategy?* Hentet fra:

<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=10698>

Kid ASA. (2020). *Årsrapport 2019*. Hentet fra:

https://investor.kid.no/media/32511/kid-asa-annual-report-2019_web_medium.pdf

Kid ASA. (2021). *Årsrapport 2020*. Hentet fra:

<https://investor.kid.no/media/32537/kid-asa-annual-report-2020-spread-low.pdf>

Kid ASA. (2021b). *CSR rapport 2020*. Hentet fra:

<https://investor.kid.no/media/32538/kid-asa-csr-report-2020-spread-low.pdf>

Kid ASA. (2021). *Shareholders*. Hentet fra:

<https://investor.kid.no/about-the-share/shareholders/>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (2 utg.). Oslo: Interface Media AS.

Koller, T., Goedhart, M. & Wessel, D. (2020). *Valuation* (7.utg.). John Wiley & Sons Inc.

Lovdata. (2007). *Lov om verdipapirhandel*. Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75>

Lovdata. (2020). *Lov om revisjon og revisorer*. Hentet fra:

https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2020-11-20-128/KAPITTEL_1#%C2%A71-2

Magma. (2000). *Realopsjoner – verdien av fleksibilitet*. Hentet fra:

<https://www.magma.no/realopsjoner-verdien-av-fleksibilitet>

Magma. (2017). *Verdsettelse: ulike metoder gir samme verdi*. Hentet fra:

<https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi1>

Malkiel, B. G. (2016) *A random walk down Wallstreet* (13.utg.). New York: W.W Norton & Co

Winston, W.L. (2019) *Microsoft Excel Data Analysis and Business Modeling* (6.utg.). Pearson Education, inc

NHO. (2021). *Varehandelsrekord i 2020*. Hentet fra:

<https://www.nhosh.no/bransjer/handel2/statistikk/statistikk-nyheter/varehandelsrekord-i-2020/>

Norges bank. (2021). *Pengepolitisk rapport med vurdering av finansiell stabilitet*. Hentet fra:

<https://www.norgesbank.no/contentassets/6f148f296f154705a0d845839e638351/pengepolitisk-rapport-1-21.pdf?v=03/18/2021154937&ft=.pdf>

Norges Bank. (2021) *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2021). *Styringsrenten*. Hentet fra:

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Petersen, C., Plenborg, M. & Kinserdal, F. (2017). *Financial statement analysis*. Fagbokforlaget.

PWC. (2020) *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra:

<https://www.finansanalytiker.no/wp-content/uploads/2020/12/Markedsrisikopremieundersokelsen-2020.pdf>

Regjeringen. (2020). *Nasjonalbudsjettet 2021*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-1-20202021/id2768215/?ch=1>

Regjeringen. (2020). *Flere skal eie sin egen bolig*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/plan-bygg-og-eiendom/boligmarkedet/boligsosial-strategi/flere-skal-kunne-eie-egen-bolig/id2786901/>

Regjeringen. (2020). *Skattesatser*. Hentet fra:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Statistikk sentralbyrå. (2021). *Befolkning*. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/befolkning>

Statistisk Sentralbyrå (SSB). (2021) *Konsumprisindeksen*. Hentet fra:

<https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>

Stern. (2021). *Betas by Sector*. Hentet fra:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Strategic Positioning. (2021) Hentet fra:

<https://www.isc.hbs.edu/strategy/business-strategy/Pages/strategic-positioning.aspx>

TGG (2020). Tall som teller. En analyse av bærekraftrapporteringen til de 100 største selskapene

på Oslo børs. Hentet fra: [https://www.thegovgroup.org/wp-](https://www.thegovgroup.org/wp-content/uploads/2021/01/TheGovGroup-Baerekraft-pa%CC%8A-bors-2020-ORIG1.pdf)

[content/uploads/2021/01/TheGovGroup-Baerekraft-pa%CC%8A-bors-2020-ORIG1.pdf](https://www.thegovgroup.org/wp-content/uploads/2021/01/TheGovGroup-Baerekraft-pa%CC%8A-bors-2020-ORIG1.pdf)

Yale. (2021). *Yale and the word*. Hentet fra:

<https://yaleglobal.yale.edu/content/world-population-2020-overview>