



Høgskulen
på Vestlandet

BACHELOROPPGAVE

Verdsettelse av Elkjøp Nordic AS

Valuation of Elkjøp Nordic AS

Arne Hebnes & Kenneth Merkesdal Hole

BO6-2011

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap

Veileder: George Philip Toney

Campus Sogndal

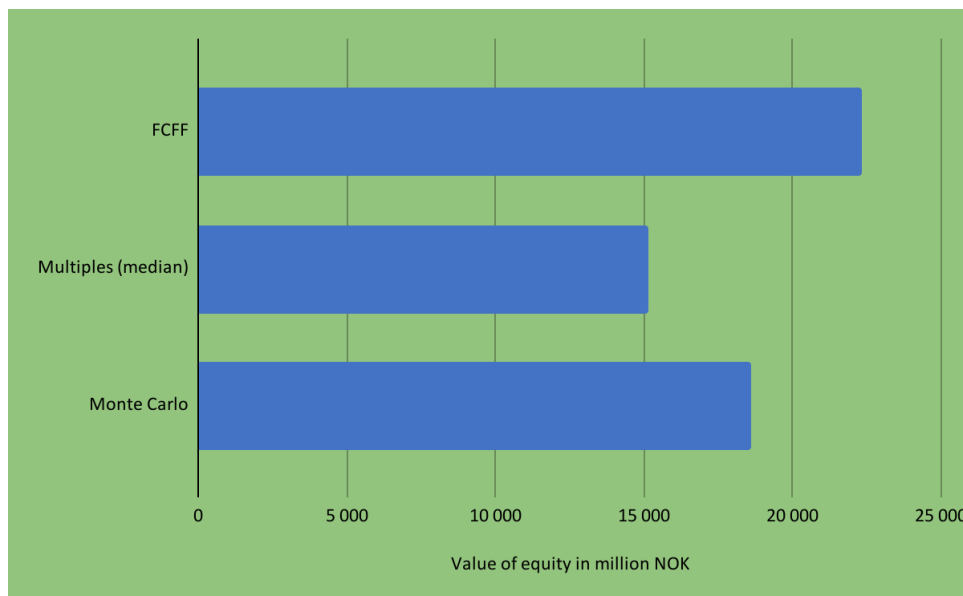
25.05.2022

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

ABSTRACT

This bachelor's thesis values the equity of Elkjøp Nordic AS. The purpose of the valuation is to find the company's market capitalization if it would have been going through an initial public offering. The company's equity is initially calculated by using a discounted cash-flow model. The result calculated from this model is then being compared to the results of two other valuation methods: valuation by using multiples, and valuation through a Monte Carlo simulation. The results calculated from the other valuation methods makes it easier to tell if the initial valuation is credible or not.

The valuation is based on a strategic- and a financial analysis. These analyses determine which estimates to use in the valuation. The data used in these analyses is data from annual reports, live market data, statistics and research reports. The estimates being used in this valuation is also affected by our own subjective thoughts.



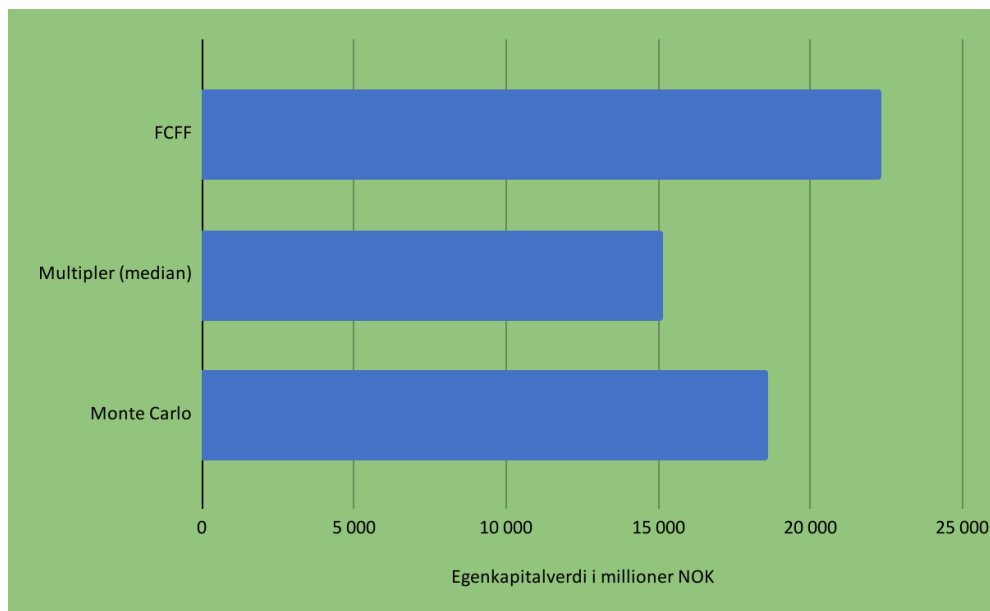
Elkjøp Nordic AS is valued at 22 309 million NOK by using a discounted cash-flow model. Valuation by using multiples shows a value of equity at 15 138 million NOK, whereas the Monte Carlo simulation shows a mean value of equity at 18 612 million NOK.

SAMMENDRAG

Denne bacheloroppgaven verdsetter egenkapitalverdien til Elkjøp Nordic AS. Hensikten med oppgaven er å finne verdien av selskapets egenkapital dersom det skal tas på børs.

Egenkapitalverdien beregnes hovedsakelig ved hjelp av en diskontert kontantstrøm modell. Resultatet som kommer fra denne modellen sammenlignes med resultatet fra to andre verdsettelsesmodeller; multiplerverdsettelse og Monte Carlo simulering. Resultatet fra de andre verdsettelsesmodellene gjør det lettere å se om den hovedsakelige verdsettelsen er fornuftig.

Verdsettelsen er basert på en strategisk- og en finansiell analyse. Analysene legger grunnlag for hvilke estimater som brukes verdsettelsen. Data som inngår i disse analysene er data fra årsregnskaper, live markedsdata, statistikker og forskningsrapporter. Estimater brukt i verdsettelsen har også innslag av våre egne subjektive meninger.



Elkjøp Nordic AS verdsettes til 22 309 millioner kroner ved hjelp av diskontert kontantstrøm modell. Multiplerverdsettelsen viser en egenkapitalverdi på 15 138 millioner kroner, mens Monte Carlo simuleringen viser en gjennomsnittlig egenkapitalverdi på 18 612 millioner kroner.

FORORD

Vi skriver denne bacheloroppgaven som en avsluttende oppgave etter tre år som studenter på studiet økonomi og administrasjon ved Høgskulen på Vestlandet, Campus Sogndal.

I forkant av oppgaveskrivingen ble bacheloroppgaven ansett som en gyllen mulighet for å tilegne oss dybdeforståelse rundt temaet verdsettelse. Vi har gjennom oppgaveskrivingen oppnådd et stort læringsutbytte som vil være til hjelp ved videre studier og i livet etter studiene.

Vi ønsker å rette en takk til George Philip Toney som har bistått som vår veileder gjennom skriveprosessen. Din oppfølging og dine råd har vært til stor hjelp!

Sogndal, 25. mai 2022.

Arne Hebnes

Kenneth Merkesdal Hole

Figurliste	1
Tabelliste	2
Formelliste	3
1 INNLEDNING	4
1.1 Problemstilling	4
1.2 Avgrensning	5
1.3 Selskapsinformasjon	6
1.3.1 Om selskapet	6
1.3.2 Businessmodell	6
1.3.3 Eierstruktur	7
1.4 Børsnotering	7
1.4.1 Fordeler og ulemper ved børsnoteringer	8
1.4.2 Tidspunkt for IPO	10
2 VERDSETTELSESTEORI	12
2.1 Verdsettelse	12
2.1.1 Hva innebærer verdsettelse?	12
2.1.2 Diskontert kontantstrøm modell - DCF	13
2.1.3 FCFE - Fri kontantstrøm til selskapet	14
2.2 Fremtidig fri kontantstrøm	15
2.2.1 Analyse av historiske regnskapstall	15
2.2.1.1 Avkastning på Investert Kapital - ROIC	16
2.2.1.2 Vekst i omsetning	17
2.2.2 Prosjektering av fremtidige prestasjoner	17
2.2.3 Investeringer	18
2.3 Diskonteringsrate	18
2.3.1 WACC	19
2.3.1.1 Kapitalstruktur	20
2.3.1.2 Kapitalkostnad	20
2.3.1.3 Beta	22
2.3.1.3.1 Investeringsbeta	22
2.3.1.3.2 Gjeldsbeta	24
2.3.1.3.3 Egenkapitalbeta	25
2.4 Terminalverdi (TV)	26
2.4.1 Vekstrate	27
2.4.2 Forventet avkastning på ny investert kapital	27
2.5 Verdsettelse ved hjelp av multipler	28

2.6 Monte Carlo simulering	29
3 STRATEGISK TEORI	29
3.1 Eksternanalyse	29
3.1.1 PESTEL	30
3.1.2 Porter's five forces	30
3.2 Internanalyse	30
3.2.1 VRIO	31
3.3 SWOT	31
4 METODE	31
4.1 Tilnærming av forskningsmetode	32
4.2 Undersøkellesdesign	32
4.3 Datainnsamling	33
4.3.1 Ulik type data til ulik type formål	33
4.4 Dataanalyse	33
5 STRATEGISK ANALYSE	34
5.1 Eksternanalyse	34
5.1.1 Makroanalyse	34
5.1.1.1 Politiske forhold	35
5.1.1.1.1 Potensielt økt smittevern	35
5.1.1.1.2 Endring i skattepolitikk	36
5.1.1.2 Økonomiske forhold	37
5.1.1.2.1 Potensielt lavere konsum av forbruksvarer	37
5.1.1.2.2 Økte renter	38
5.1.1.2.3 Inflasjon og flaskehals	38
5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold	40
5.1.1.3.1 Teknologiske barrierer	40
5.1.1.3.2 Netthandel	40
5.1.1.4 Teknologiske forhold	41
5.1.1.4.1 Omnikanal	41
5.1.1.4.2 Tingenes internett	41
5.1.1.5 Miljømessige forhold	42
5.1.1.5.1 Fokus på gjenbruk og gjenvinning	42
5.1.2 Bransjeanalyse	42
5.1.2.1 Eksisterende konkurranse	43
5.1.2.2 Trusler fra nyetableringer	44
5.1.2.3 Styrken til leverandører	44
5.1.2.4 Styrken til kundene	45
5.1.2.5 Trusler fra substitutter	45
5.1.2.6 Oppsummering av bransjeanalyse	46

5.1.3 Konkurrentanalyse	46
5.1.3.1 Power	47
5.1.3.2 Amazon	47
5.2 Internanalyse	48
5.2.1 Ressursanalyse	48
5.2.1.1 Økonomisk posisjon	49
5.2.1.2 Leverandørkanaler	49
5.2.1.3 Logistikk	49
5.2.1.4 Kompetanse	50
5.3 SWOT	50
6 REGNSKAPSANALYSE	51
6.1 Strukturering av resultatregnskap	51
6.2 Strukturering av balanse	52
6.3 Verdidrivere	54
6.3.1 ROIC	54
6.3.2 Vekst i omsetning	57
7 VERDSETTELSE	58
7.1 Avkastningskrav	58
7.1.1 Risikofri rente	58
7.1.2 Markedets risikopremie	59
7.1.3 Målsatt kapitalstruktur på kort og lang sikt	60
7.1.4 Investeringsbeta	60
7.1.5 Gjeldsbeta	62
7.1.6 Egenkapitalbeta	62
7.1.7 Kapitalkostnad	63
7.2 Prognoser	64
7.2.1 Vekst i salgsinntekter	64
7.2.2 Varekostnad	65
7.2.3 Øvrige resultatposter	65
7.2.4 Investeringer	66
7.2.4.1 Arbeidskapital	66
7.2.4.2 Anleggsmidler	66
7.2.4.3 Immaterielle Eiendeler	67
7.2.5 ROIC	67
7.2.6 FCFF	68
7.3 Terminalverdi	69
7.4 Egenkapital i base-case	70
7.5 Multipelverdsettelse	71
8 SENSITIVITETSANALYSE	72

8.1 Usikkerhet i estimater	72
8.1.1 Varekostnad	73
8.1.2 Vekst i driftsinntekter	74
8.1.3 Investeringsbeta	75
8.1.4 Risikofri rente	75
8.1.5 Markedets risikopremie	76
8.2 Monte Carlo simulering	76
8.3 Variasjoner i terminalverdi	78
9 AVSLUTNING	79
9.1 Markedsverdien til selskapet	79
9.2 Refleksjoner	81
10 LITTERATURLISTE	82

Figurliste

Figur 1.1: Krav til notering på Oslo Børs. Kilde: Maldan et al., 2016. s. 8

Figur 1.2: Antall børsnoteringer hvert år mellom 2000-2022. Kilde: stockanalysis.com., 2022. s. 11

Figur 2.1: Verdsettelse av et selskaps egenkapitalverdi ved hjelp av FCFF-modellen. Kilde: Koller et al., 2020. s. 14

Figur 5.1: Selskapsskatt i Norden og EU. s. 37

Figur 6.1: Avkastning på investert kapital, med og uten Goodwill. s. 55

Figur 6.2: Driftsmargin; EBIT i prosent av driftsinntekter. s. 56

Figur 6.3: Kapitaleffektivitet; driftsinntekter som en andel av investert kapital. s. 56

Figur 6.4: Vekst i driftsinntekter for Elkjøp i perioden 2018-2021. s. 57

Figur 7.1: ROIC mellom 2020 og 2026. s. 68

Figur 8.1: Monte Carlo simulering av egenkapitalverdien til Elkjøp. s. 77

Tabelliste

Tabell 2.1: Ulike typer multipler brukt til verdsettelse. s. 28

Tabell 5.1: PESTEL-analyse for Elkjøp. s. 35

Tabell 5.2: Faktorer som har betydning for forbrukerelektronikk-bransjen. s. 46

Tabell 5.3: VRIO-analyse for Elkjøp. s. 48

Tabell 5.4: SWOT-analyse for Elkjøp. s. 50

Tabell 6.1: Operasjonelle regnskapsposter fra resultatregnskapet til Elkjøp. s. 52

Tabell 6.2: Investert kapital ekskludert Goodwill (GW). s. 53

Tabell 6.3: Investert kapital inkludert Goodwill (GW). s. 54

Tabell 7.1: Investeringsbeta for Elkjøp. s. 61

Tabell 7.2: Rentedekningsgrad for Elkjøp de to siste årene. s. 62

Tabell 7.3: Elkjøps egenkapitalbeta. s. 63

Tabell 7.4, 7.5 og 7.6: Beregning av ulike typer kapitalkostnad. s. 63

Tabell 7.7: Prognose for FCFF i perioden 2022-2026. s. 68

Tabell 7.8: Terminalverdi for Elkjøp. s. 69

Tabell 7.9: Sum DCF av operasjoner i base-scenario. s. 70

Tabell 7.10: Markedsverdi for egenkapitalen til Elkjøp i base scenario. s. 71

Tabell 7.11: Relativ verdsettelse av Elkjøps selskapsverdi. s. 72

Formelliste

Likning 2.1:

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \frac{FCFF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n} \text{ s. 15}$$

Likning 2.2: $ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Investert kapital}}$ s. 16

Likning 2.3: $ROIC = (1 - S) * \frac{EBIT}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Investert kapital}_{n-1}}$ s. 16

Likning 2.4: $\text{Vekst i omsetning i år } n = \frac{\text{Driftsinntekter}_n - \text{Driftsinntekter}_{n-1}}{\text{Driftsinntekter}_{n-1}}$ s. 17

Likning 2.5: $WACC = \frac{G}{G+E} * k_G * (1 - s) + \frac{E}{E+G} * k_E$ s. 19

Likning 2.6: $k_E = r_f + \beta_E * [E(r_m) - r_f]$ s. 21

Likning 2.7: $k_G = r_f + \beta_G * [E(r_m) - r_f]$ s. 21

Likning 2.8: $\beta_{I_s} = \frac{\beta_{E_s}}{(1+(1-t_s)*(G/E)_s)}$ s. 23

Likning 2.9: $r_j = a + b * r_m$ s. 24

Likning 2.10: $\beta_E = \beta_I + (\beta_I - \beta_G) * (1 - s) * \frac{G}{E}$ s. 25

Likning 2.11: $\text{Justert } \beta_E = \beta_E * (0,67) + 1,00 * (0,33)$ s. 25

1 INNLEDNING

Denne bacheloroppgaven skal verdsette egenkapitalen til Elkjøp Nordic AS med det formålet å kunne si noe om korrekt prising av aksjene til selskapet ved en eventuell børsnotering. Egenkapitalen til selskapet skal verdsettes ved hjelp av tre ulike metoder: Diskontert kontantstrøm model, multippelverdsettelse og Monte Carlo simulering. Fokuset er i denne oppgaven størst på verdsettelse ved hjelp av diskontert kontantstrøm model.

Oppgaven er strukturert med to teorikapitler som skal fungere som et fundament når den empiriske undersøkelsen gjennomføres. Metodekapittelet etterfølger teorikapitlene og sier noe om hvordan data er samlet inn og behandlet, rent teknisk. Resultatdelen består av en strategisk analyse, en regnskapsanalyse, en verdsettelsesanalyse og en sensitivitetsanalyse. Avslutningsvis oppsummeres de viktigste funnene fulgt opp av en refleksjonsdel hvor forfatterne selv kritiserer eget arbeid og sier noe om hvordan ting kunne blitt gjort annerledes.

1.1 Problemstilling

Bakgrunnen for valg av problemstilling var forfatternes genuine interesse for verdsettelse av selskaper. Vi ønsket å verdsette et selskap som hadde generert positiv inntjening i flere år etter hverandre, samt tilhørte en lite kompleks bransje. I lys av et stort antall børsnoteringer de to foregående årene (2020 og 2021), ønsket forfatterne samtidig å lære mer om børsintroduksjoner. Valget av selskap falt etterhvert på Elkjøp Nordic AS; et privateid selskap som "tikket alle de nødvendige boksene" til forfatterne.

Høsten 2020 publiserte Dixons Carphone plc., som per i dag eier 100% av aksjene i Elkjøp Nordic AS, en børsmelding på London Stock Exchange lik: ***"[...] We're also in the early stages of exploring the option of listing a minority stake of our Nordics business next year. This would shine a light on the value of the Nordics business whilst retaining it as part of the Group. [...]"*** (London Stock Exchange, 2020).

Børsmeldingen legger grunnlag for hovedproblemstillingen:

- “Hva bør Elkjøp Nordic verdsettes til i anledning børsnotering?”

1.2 Avgrensning

Elkjøp Nordic er et konsern med sete i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Færøyene og Grønland (Elkjøp Nordic, 2021). Det er hovedsakelig selskapets norske, svenske, danske og finske virksomheter som driver majoriteten av selskapets omsetning. Oppgaven vil dermed avgrense virksomhetsområdet til konsernet for å gjelde kun de nordiske delene. Gitt selskapets “norske historie” og det norske folks kjennskap til konsernet, er det fornuftig å avgrense en børsnotering til å foregå på Oslo Børs.

Oppgaven skal konsentreres rundt konsernet Elkjøp Nordic AS. Ved bruk av årsrapporter tas det hensyn til det konsoliderte regnskapet. Tidligere årsrapporter hentes fra Brønnøysundregisteret.no. Der hvor offentlig informasjon ikke strekker til, benyttes forutsetninger basert på vår sunne fornuft.

Konsernet rapporterer etter avvikende regnskapsår. Selskapet følger ikke en standard regnskapsrapportering hvor regnskapsårets slutt er 31. desember. I tilfellet for Elkjøp Nordic er regnskapsårets slutt den 30.april hvert år (Elkjøp Nordic, 2021).

Elkjøp Nordic vil videre i oppgaven benevnes som bare “Elkjøp”. Oppgaven vil bruke ordene “selskapet” og “konsernet” om en annen, men begge benevnelsene retter seg mot konsernet Elkjøp Nordic AS.

1.3 Selskapsinformasjon

1.3.1 Om selskapet

Elkjøp ble grunnlagt i Norge i 1962 av 33 forhandlere. Sammenslåingen ble gjort med den hensikt å kunne anskaffe større innkjøpsvolumer til rabatterte priser, og dermed selge varene for en lavere pris til sluttforbrukere (Elkjøp Nordic, 2021). Nøkkelproduktene den gangen var vaskemaskiner og kjøleskap. I dag er Elkjøp ledende på detaljhandel innen elektroniske forbruksvarer i alle de nordiske landene.

Elkjøp har siden oppstart opparbeidet seg en stab på over 11 000 ansatte. De ansatte holder til i nettbutikk, på lageret i Jönköping, men er også fordelt på utsalgssteder i Norge hos Elkjøp og Elkjøp Phonehouse, i Sverige hos Elgiganten og Elgiganten Phonehouse, i Danmark hos Elgiganten, og i Finland hos Gigantti (Elkjøp Nordic, 2021).

1.3.2 Businessmodell

Selskapet selger produktene sine gjennom nettbutikk, samt i over 420 fysiske butikker utplassert over hele Norden (Elkjøp Nordic, 2021). I korte trekk handler businessmodellen om å kjøpe inn varer fra leverandører og selge produktene videre for en høyere pris til sluttforbruker. Salget foregår hovedsakelig gjennom tre salgskanaler; "Business-to-Consumer" (B2C), "Business-to-Business" (B2B), og ved fysisk salg i butikk. B2C handler i hovedtrekk handler om at selskapet selger produkter direkte til privatpersoner. B2B handler om at selskapet selger produkter til andre selskaper. B2C og B2B går hovedsakelig gjennom netthandel. Majoriteten av salget skjer i de fysiske butikkene. Selskapet selger produkter innen elektroniske forbruksvarer, noe som innebærer pc, mobiltelefoner, hvitevarer, kjøkken (Epoq), samt tilleggstenester som tilhører produktene.

Lageret i Jönköping, kalt Elkjøp Nordic Distribution Center (NDC), ble bygget 1997 og er avgjørende for at selskapet kan drive en effektiv detaljvirksomhet (Elkjøp Nordic, 2021). NDC har gjort det mulig for selskapet å frakte produkter ut til 80% av hele den nordiske

befolkningen innen 24 timer. Selskapets høye omsetningstakt kan til dels forklares av NDCs kapasitet på 107.000m² og dets evne til å effektivisere lagervirksomheten. Det fraktes rundt 1.3 millioner kubikkmeter med elektronikk fra NDC årlig.

Selskapet har i nyere tid flyttet mye fokus til forbedring av sin omnikanal (Elkjøp Nordic, 2021). En omnikanal er mange integrerte kanaler hvor selskapet kan ha kontakt med sine kunder. Før internettets intreden var det bare én kanal som ble brukt innenfor detaljvirksomhet, nemlig den fysiske (fysiske utsalgssteder). I dag foregår detaljvirksomhet gjennom flere kanaler, hvorav dette innebærer fysiske butikker, sosiale medier, samt nettbutikk med brukergrensesnitt for mobil, nettbrett og pc, for å nevne noen (Bouvet, 2020). Gjennom tider med nedstenging i 2020/2021 har Elkjøps omnikanal vært viktig for å generere inntekter. Selskapets nettbutikk utgjorde i regnskapsåret 2020/2021 29% av virksomheten, hvorav tjenesten "Click & Collect" hadde en vekst på 85%. Korona-pandemien har samtidig åpnet opp muligheter for å drive nettbaserte rådgivningstjenester, noe selskapet selv gir inntrykk for å satse på i fremtiden.

1.3.3 Eierstruktur

Elkjøp er et privat selskap som er heleid av det britiske elektronikk-konsernet Dixon Carphone plc. som nevnt under delkapittel 1.1. Elkjøp ble kjøpt opp av Dixon Group i 1999, som på den tiden resulterte i at Elkjøp ble avvirket fra Oslo Børs. Før oppkjøpet hadde selskapet vært børsnotert siden 1993 (Elkjøp Nordic, 2021).

1.4 Børsnotering

Børsnotering, eller IPO (Initial Public Offering) som det heter på engelsk, er en prosess hvor målet er å gjøre aksjene i et selskap tilgjengelig for handel i offentligheten. Det følger fundamentale krav knyttet til en børsnotering, hvor kravene er unike for hver børs. Ved en notering på hovedlisten i Norge, Oslo Børs, stilles følgende fundamentale krav:

Krav til notering på Oslo Børs	
Markedsverdi	NOK 300 millioner
Aksjespredning	25 %
Minstepris per aksje	NOK 10
Antall aksjeeiere med en eierandel på minst NOK 10 000	500
Historikk og virksomhet	Minst tre års historikk og virksomhet. Kan dispenseres.
Regnskapsrapportering	IFRS
Foretakets økonomi	Krav til likviditet og egenkapital
Introduksjonsprospekt	Ja

Figur 1.1: Krav til notering på Oslo Børs. Kilde: Maldan et al., 2016, s.93.

Børsnoteringer legger opp til at både originale og nye investorer kan selge og kjøpe aksjer i selskapet på et likvid marked, hvor dette markedet samtidig viser selskapets verdsettelse relativt til andre selskaper (Rosenbaum & Pearl, 2020). Et selskap som vurderer børsnotering bør sette opp en kost-nytte analyse for å undersøke om det lønner seg å ha aksjene i selskapet ute for offentlig handel. Det finnes både fordeler og ulemper ved å børsnotere seg, hvorav noen av disse presenteres i det kommende delkapitlet.

1.4.1 Fordeler og ulemper ved børsnoteringer

Det er klare fordeler ved å børsnotere selskaper. Et selskap som gjennomgår en IPO oppnår bedre og mer flytende tilgang til kapital. Dette er kapital selskapet kan bruke til å ekspandere driften i form av å lage nye produkter, utvide geografisk, samt å investere i menneskelig kapital, egen forskning og utvikling, programvare og nye driftsmidler (Rosenbaum & Pearl, 2020).

Børsnoteringer handler i stor grad også om markedsføring. Et børsnotert selskap vil være mer transparent enn et privat selskap fordi det foreligger juridiske krav om rapportering av drift, hendelser, strategiske beslutninger og generelle nyheter (Nordnet, u.å). Kravene tilfører børsnoterte selskaper et kvalitetsstempel. Ved å være børsnotert vil et selskap få mye større mediedekning og derav tiltrekke seg større oppmerksomhet rundt hendelser. Mediedekning har en tendens til å skape gode økonomiske prisreaksjoner ved positive hendelser, men vice versa ha dårlig effekt på selskapets aksjekurs ved negative hendelser. Selskapet kan samtidig bruke sin offentlige rolle til å tiltrekke talenter og dermed styrke sin menneskelige kapital. Boka "Investment Banking" forteller at et børsnotert selskap i større grad klarer å tiltrekke talenter gjennom tilbud om selskapsopsjoner. Opsjoner utstedt av et børsnotert selskap er mer transparente og likvide, noe som gjør slike finansielle instrumenter til et lokkemiddel for talenter (Rosenbaum & Pearl, 2020).

I selskaper hvor eier har sittet med store eierandeler en god stund kan børsnoteringer fungere som en "nedsalgsmulighet". Eier vil kunne selge aksjer og dermed frigjøre kontanter til annet bruk. I en IPO-prosess vil det være tilstedeværelse av asymmetrisk informasjon mellom eieren av selskapet og omverden. Eieren har større kjennskap til selskapet og hva det er verdt, enn hva som er tilfellet for tilretteleggere og eksterne potensielle investorer. En eier kan risikere negative konsekvenser ved å selge for store andeler ved en børsnotering (Landström, 2017). Hvis eieren av selskapet selger en betydelig andel og samtidig ikke klarer å overbevise potensielle investorer om oppsiden av å være investert i selskapet, kan de potensielle investorene i verste fall flykte.

I utgangspunktet ønsker eieren å oppnå en høyest mulig pris ved salg av sine aksjer. Tilretteleggere i noteringsprosessen må balansere det å fastsette en korrekt pris for aksjene som børsnoteres, for å samtidig gjøre det attraktivt for eksterne investorer å tegne seg for aksjer i selskapet. Tilretteleggeren ønsker å opprettholde sin egen troverdighet og integritet

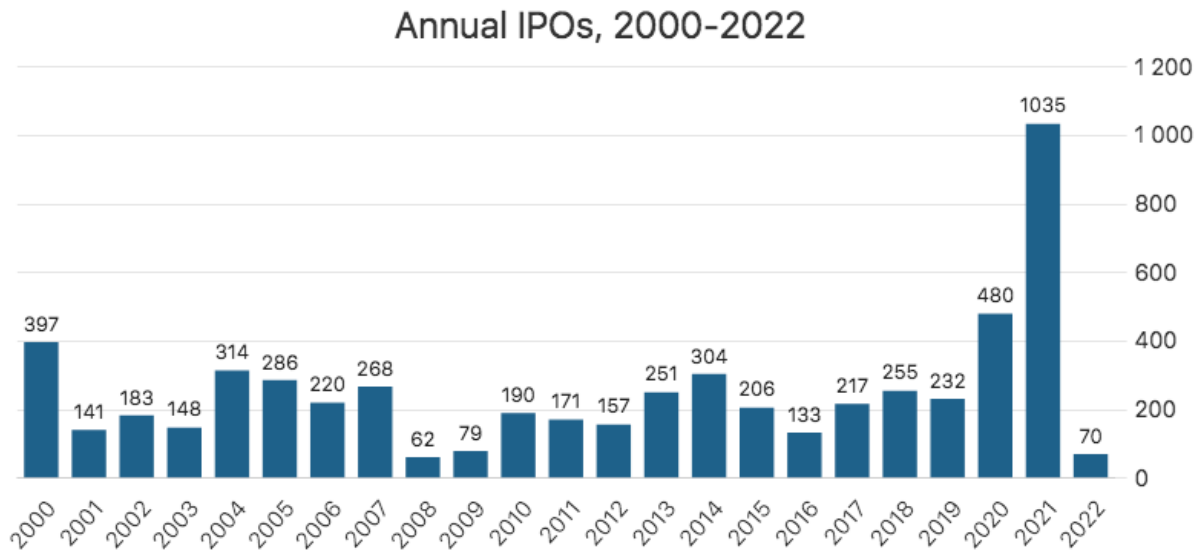
og kan ikke systematisk underprise aksjer for å tiltrekke investorer, da det vil gå på bekostning av den originale eieren. Det har historisk blitt gjennomført en rekke studier av underprising ved børsnoteringer. En undersøkelse fra Jay Ritter viser at selskaper som ble børsnotert på Nasdaq og NYSE i USA i perioden 1980-2021 viste en gjennomsnittlig avkastning på 18,9% etter én handelsdag (Ritter, 2022). Sett i fra selskapets perspektiv vil en underprising være positiv da selskapet tilegner seg store andeler frisk kapital med en gang. Den originale eieren ser det ikke som fordelaktig at sine solgte aksjer blir solgt til en markant lavere tegningskurs enn hva som er prisen per aksje etter én dag med offentlig handel.

Børsnotering er en omfattende, tid- og kostnadskrevende prosess som involverer flere parter. En typisk børsnotering inkluderer både investeringsbanker/meglerhus, advokater, revisorer og andre nøkkelrådgivere (Rosenbaum & Pearl, 2020). Et børsnotert selskap har rapporteringsplikt, noe som innebærer at selskapet må rapportere kvartalsmessige og årlige resultater. Medieomtale rundt regnskapspresentasjoner kan være forstyrrende for selskapets daglige drift. Børsnoterte selskaper må samtidig informere omverdenen når det foretas transaksjoner av ulike slag (oppkjøp, kapitalhenting, utbytte, tilbakekjøp av egne aksjer, osv.). Den originale majoritetseieren vil gi fra seg en andel kontroll over selskap når aksjene selges til det offentlige. Spredningen av aksjeeiere gjør at stemmeretter ved generalforsamling spres over flere hoder, og dermed gir tidligere majoritetseier mindre makt til å fatte vedtak.

1.4.2 Tidspunkt for IPO

I tider hvor aksjemarkedet er i en negativ trend kan selskaper som vurderer børsnotering, bestemme å utsette børsnoteringen til markedet snur til en positiv trend igjen. Asymmetrisk informasjon gjør at eieren av selskapet vet verdien av sitt eget selskap, og ikke ønsker å risikere en underprising av egne aksjer ved en børsnotering (Ritter & Welch, 2002). I tider hvor aksjemarkedet er i en positiv trend vil det være mulig å oppnå en mer optimistisk prising. Vi forsøkte å finne en figur som viste årlige antall børsnoteringer i Norge gjennom tidene, uten å lykkes. Resonnementene i denne seksjonen vil dog være almenne for alle

aksjemarkeder. Figuren under viser antall børsnoteringer i USA mellom år 2000 og 2022.



Figur 1.2: Antall børsnoteringer hvert år mellom 2000 og 2022 dagens dato (8.mars 2022).

Kilde: stockanalysis.com.

Figur 1.2 viser at markedstilstand har stor betydning for viljen til å børsnotere. Årene 2001-2003 var preget av en negativ markedstrend som følge av tidligere års eufori gjennom internett-boblen. 2008-2009 var preget av pessimisme som følge av finanskrisens inntreden. Til sammenligning har årene 2020-2022 (dagens dato) vært preget av usedvanlig store kvantitative lettelsler fra myndighetenes side i USA (for øvrig også i andre vestlige land, som Norge), noe som har insentivert investorer til å bidra med store mengder risikovillig kapital. Den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, har varslet stans av kvantitative lettelsler og samtidig en økt styringsrente i 2022. I tillegg har vinteren 2022 vist økt geopolitisk dramatikk, noe som har ført til økt risiko for lavere økonomisk aktivitet i tiden fremover. De store usikkerhetene som ligger til grunn ved inngangen til 2022 kan gjøre det dyrere å hente kapital. Dette kan, dersom usikkerheten ikke avtar, gjøre det mindre attraktivt å børsnotere selskaper i året 2022.

2 VERDSETTELSESTEORI

2.1 Verdsettelse

I dette kapitlet legger vi fram relevant teori som senere skal benyttes til å verdsette egenkapitalen til Elkjøp. I begynnelsen av kapitlet presenteres en diskontert kontantstrøm modell (DCF) som i praksis skal benyttes for å verdsette selskapet. I de etterfølgende delkapitlene presenterer vi et faglig grunnlag for DCF-modellens ulike variabler. Kapitlet avslutter ved å presentere teori tilknyttet verdsettelse ved hjelp av multipler, samt verdsettelse gjennom Monte Carlo simulering, som er metoder for verdsettelse vi benytter til sammenligning.

2.1.1 Hva innebærer verdsettelse?

Innenfor finansfaget handler verdsettelse av selskaper om å finne selskapets egenverdi, som på engelsk heter "intrinsic value". Et selskap med en viss egenverdi har samtidig flere eiendeler som også har sine egne egenverdier. Eiendeler som genererer kontantstrømmer har en egenverdi, hvorpå egenverdien også reflekterer den potensielle kontantstrømmen denne eiendelen *kan* generere i framtiden og den tilhørende risikoen (Damodaran, 2018). Et selskaps egenverdi er dermed bestemt ved summen av de potensielle kontantstrømmene hver enkel eiendel kan generere, justert for risiko.

Modeller brukt under verdsettelse er i seg selv kvantitative. Dataene som blir brukt i en verdsettelsesmodell er dog ikke objektive, men avlegger tvert imot rom for subjektive vurderinger (Damodaran, 2012). Estimer som blir lagt fram under en verdsettelse vil være preget av spekulasjon og er ikke tidløse. Størrelsen- og risikoen forbundet med potensielle kontantstrømmer vil ha et innslag av den enkelte analytikers egne forventninger. Damodaran stadfester at en analytiker må ha tilgang på all informasjon på det gitte tidspunktet, samt benytte en perfekt verdsettelsesmodell, for å kunne estimere en korrekt egenverdi (2018). I den virkelige verden er det dog usannsynlig at en analytiker tilfredsstillende slike forutsetninger, noe som er grunnen til at publiserte verdivurderinger varierer slik de gjør.

2.1.2 Diskontert kontantstrøm modell - DCF

For å finne summen av kontantstrømmene som eiendelene i et selskap genererer må det benyttes systematiske framgangsmåter. "Diskontert kontantstrøm modell" ("Discounted Cash Flow", DCF, på engelsk) er en fellesbetegnelse på modeller som beregner nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene et selskap generer. DCF-modeller har til felles å inkludere fire hovedkomponenter: fremtidige kontantstrømmer, diskonteringsrater, vekstrater og en terminalverdi. McKinsey presenterer i boken "Valuation" fem ulike tilnærminger som et rammeverk for DCF-modeller. Disse modellene er "selskapets diskonterte kontantstrøm", "diskontert økonomisk profitt", "justert nåverdi", "kontantstrøm til kapital" og "kontantstrøm til egenkapital" (Koller et al., 2020).

Valg av verdsettelsesmodell baserer seg på vår oppfatning av hvilken modell som passer Elkjøp best. Den mest brukte modellen for verdsettelse blant praktiserende er modellen som heter "Selskapets diskonterte kontantstrøm". Damodaran benevner det som måles i denne modellen som "Free Cash Flow to the Firm", forkortet til FCFF (2018). FCFF er den kontantstrømmen selskapet gjør tilgjengelig for alle sine investorer - både investorer på egenkapitalsiden og gjeldsiden (kreditorer), og er derfor uavhengig av hvordan selskapet er finansiert (Koller et al., 2020). Den frie kontantstrømmen til et selskap beregnes ved å subtrahere investeringsutgifter og samtidig addere avskrivninger, til selskapets netto driftsresultat etter skatt.

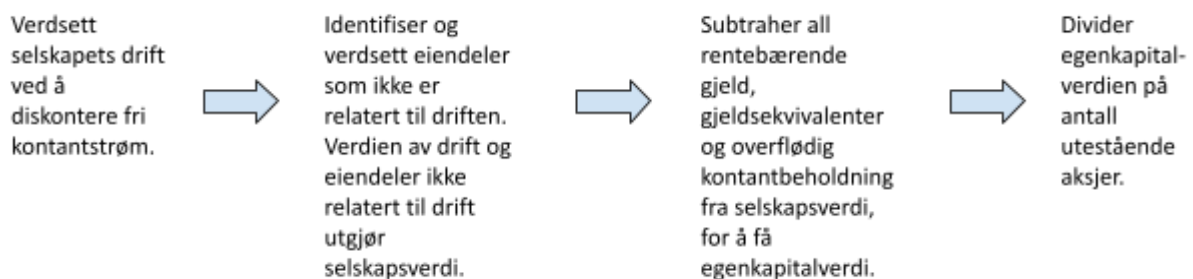
Modellen for "diskontert økonomisk profitt" gir innsikt i selskapets økonomiske posisjon og evne til å konkurrere, da modellen belyser hvorvidt synkende fri kontantstrøm er et resultat av dårlige prestasjoner eller investeringer for fremtiden (Koller et al., 2020). "Justert nåverdi"-modellen diskonterer fri kontantstrøm til selskapet som om det skulle vært helt finansiert med egenkapital, og legger til verdien av skattefordeler i etterkant. Damodaran stadfester at modellen også må inneholde kostnaden ved en potensiell konkurs, noe som i

praksis er vanskelig å verdsette (Damodaran, 2018). I modellen “kontantstrøm til kapital” er det vanskelig å følge selskapets prestasjoner gjennom drift, siden renteskattebesparelser er innarbeidet i fri kontantstrøm. “Kontantstrøm til egenkapital” er en modell som er mest brukt for å verdsette banker og andre finansielle selskaper.

Alle modellene har sine egnede bruksområder, og skal rent teoretisk ende opp med samme resultat ved riktig anvendelse. Den enkelte analytiker må dermed bestemme hvilken modell som best kan tilpasses det enkelte selskapet som verdsettes. Etter å ha veid fordeler og ulemper ved de forskjellige modellene har vi oppnådd enighet om at “selskapets diskonterte kontantstrøm” er modellen som skal benyttes videre oppgaven. Modellen er mer oversiktlig og enklere i bruk enn de andre modellene. Videre i oppgaven benyttes forkortelsen FCFE for modellen “selskapets diskonterte kontantstrøm”.

2.1.3 FCFE - Fri kontantstrøm til selskapet

Verdsettelse ved hjelp av FCFE-modellen er en prosess med flere steg. Stegene er presentert i en helt overordnet form under:



Figur 2.1: Verdsettelse av et selskaps egenkapitalverdi ved hjelp av FCFE-modellen. Kilde: Koller et al., 2020, s. 180.

Første steg i prosessen er mest tidkrevende ved en slik modell. Delen består av å estimere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. FCFE modellen vil utrede selskapsverdi (EV) slik:

Likning 2.1:

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \frac{FCFF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCFF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

I likningen er:

- Enterprise Value (EV) = selskapsverdi
- FCFF = fri kontantstrøm til selskapet i periode “n”
- r = diskonteringsrate
- TV = terminalverdi

Selskapsverdi er verdien av hele selskapet, det vil si egenkapital pluss gjeld. Resultatet for selskapsverdi vil representere selskapsverdien til Elkjøp i et “base-scenario”. I

sensitivitetsanalysen viser forfatterne at selskapsverdien vil endres dersom variabler fra base-scenariet endres. Likning 2.1 viser at selskapsverdi er spesielt avhengig av tre faktorer; fremtidig fri kontantstrøm, diskonteringsrate og terminalverdi. Videre i dette kapitlet skal vi slavisk gå gjennom disse faktorene.

2.2 Fremtidig fri kontantstrøm

Kontantstrømmene prognostiseres for en bestemt horisont, med bakgrunn i både historiske prestasjoner og forventninger for fremtiden.

2.2.1 Analyse av historiske regnskapstall

I historiske analyser er analytikere spesielt opptatt av å måle hva som driver verdien i et selskap. Verdidrivere er størrelser som bestemmer den økonomiske verdiskapingen til et selskap. I følge Bøhren et al. finnes det et overveldende antall drivere av selskapsverdi, men hvor alle kan knyttes til tre overordnede verdidrivere; avkastning på investert kapital (ROIC), vekst og kapitalkostnad (Bøhren et al., 2018, s. 386). Avkastning på investert kapital og vekst i omsetning presenteres i henholdsvis i kapittel 2.2.1.1 og 2.2.1.2. Antall historiske

regnskapsår som tas med i analysen skal replikere antall prognoseår som benyttes for fremtidige kontantstrømmer (Koller et al., 2020).

2.2.1.1 Avkastning på Investert Kapital - ROIC

Avkastning på investert kapital (ROIC som engelsk forkortelse) sier noe om hvor effektivt et selskap bruker sin investerte kapital. Endring av ROIC skjer hovedsakelig gjennom to kanaler; økt driftsmargin eller økt kapitaleffektivitet (Koller et al., 2020). ROIC presenteres gjennom følgende likninger:

$$\text{Likning 2.2: ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investert kapital}}$$

$$\text{Likning 2.3: ROIC} = (1 - S) * \frac{\text{EBIT}}{\text{Driftsinntekter}} * \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Investert kapital}_{n-1}}$$

I likningene er:

- NOPAT=netto driftsresultat etter skatt (Net Operating Profit After Taxes på engelsk)
- EBIT=inntjening før renter og skatt (Earnings Before Interest and Taxes på engelsk).
- S=skattesats

Likning 2.3 viser likning 2.2 i en mer detaljert utstrekning. De to første leddene til høyre for likhetstegnet i likning 2.3 representerer driftsmargin etter skatt. Ved å multiplisere driftsmargin etter skatt med driftsinntektene (telleren i det siste leddet) finner man NOPAT, og vil dermed få samme likning som i likning 2.2. I likning 2.3 benyttes investert kapital i periode n-1 for å vise hvor store driftsinntekter som er blitt generert på fjorårets investerte kapital. EBIT dividert med driftsinntekter er et mål på driftsmarginer, hvor driftsinntekter dividert med investert kapital i år n-1 er et mål på kapitaleffektivitet. Likningene viser hvor viktig det er å ha konkurransefortrinn overfor andre selskaper i bransjen. Et selskap som har et konkurransefortrinn i sin bransje vil kunne ta høyere priser, noe som gir høyere driftsmarginer, samt tjene driftsinntekter med et mye lavere behov for investert kapital.

2.2.1.2 Vekst i omsetning

Historisk omsetningsvekst blir tatt i betraktning når fremtidig vekst i omsetning prognostiseres. Vekst i omsetning er målt ved likningen nedenfor:

$$\text{Likning 2.4: Vekst i omsetning i år } n = \frac{\text{Driftsinntekter}_n - \text{Driftsinntekter}_{n-1}}{\text{Driftsinntekter}_{n-1}}$$

I likningen er:

- Driftsinntekter_n = driftsinntekter i år n
- $\text{Driftsinntekter}_{n-1}$ = driftsinntekter i året før n

Mange resultatposter estimeres direkte i prosent av driftsinntekter uavhengig av prognosehorisont. Et fornuftig anslag for vekst i driftsinntekter er derfor viktig for hele det fremtidige resultatregnskapet. Skjeve estimater for vekst kan overdrive selskapsverdi betraktelig, og dermed gi urealistiske anslag. Prognoser kan ikke basere seg fullstendig på historiske regnskapstall. Den strategiske analysen vil derfor være en viktig bidragsyter for å sette fornuftige estimater.

2.2.2 Prosjektering av fremtidige prestasjoner

McKinsey råder analytikere til å prognostisere hver linje i et selskaps resultatregnskap dersom prognosen bare gjelder for 5 år eller mindre fram i tid. Det er hovedsakelig fordi det over korte tidsperioder kan være enklere å oppdage trender i enkelte resultatposter. En lenger horisont (5-15 år) for prognosene krever at fokuset rettes mot de sentrale verdidriverne (Koller et al., 2020). Veldig lange prognoser (ingen allmenn fasit, men i dette tilfellet en horisont på mer enn 15 år) krever at analytikere benytter en terminalverdi, noe vi kommer tilbake til senere.

2.2.3 Investeringer

I kapittel 2.1.2 nevnes det at fri kontantstrøm beregnes ved å subtrahere investeringer, samt å addere avskrivninger, til netto driftsresultat etter skatt (NOPAT). Utgifter knyttet til investeringer baserer seg på årlige endringer i arbeidskapital og anleggsmidler. Arbeidskapital er det samme som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. Endringer i arbeidskapital har, lik endringer i beholdning av anleggsmidler, en kontanteffekt som spiller inn i beregning av FCFF (Bøhren et al., 2018). En økning i arbeidskapital betyr at enten omløpsmidlene har økt eller at kortsiktig gjeld har blitt redusert, alt annet likt. En nedgang i arbeidskapital blir forårsaket av motsatte effekter. Økning i arbeidskapital har en negativ kontanteffekt (kontanter strømmer ut av selskapet) mens en nedgang i arbeidskapital har en positiv kontanteffekt (kontanter strømmer til selskapet). Kontanteffekten ved økning og reduksjon i anleggsmidler oppfører seg på samme måte som for arbeidskapital.

2.3 Diskonteringsrate

Diskonteringsraten til et selskap, som også kalles avkastningskrav, viser investorers krav til avkastning på driften i selskapet (Bøhren et al., 2018). Avkastning på fremtidig drift inneholder både en driftsmessig risiko og en finansiell risiko (Rosenbaum & Pearl, 2020). Det er fordi et selskap som regel har investorer både på egenkapitalsiden og gjeldsiden som begge skal ha en bit av kaken når driftsoverskuddet deles ut. De nevnte investorgruppene bærer ulik mengde risiko ved å være investert i et selskap. Avkastningskravet på selskapets fremtidige fri kontantstrøm vil derfor være et veid gjennomsnitt av avkastningskravet til både kreditorer og investorer. Det veide avkastningskravet kalles "Weighted Average Cost of Capital" (WACC) og er den diskonteringsraten som benyttes for fri kontantstrøm i FCFF-modellen. Kapittel 2.3.1 presenterer først WACC i sin helhet ved kapitalverdimodellen. Senere i 2.3.1 brytes komponentene i WACC ned for å gi leseren en forståelse av hva som påvirker diskonteringsraten.

2.3.1 WACC

“Weighted Average Cost of Capital”, forkortet WACC, er et vektet snitt av et selskaps egenkapitalkostnad og gjeldskostnad multiplisert med henholdsvis egenkapitalandelen og gjeldsandelen til et selskap. Det er altså et vektet snitt av avkastningskravet for investorer og kreditorer. WACC kan samtidig ses på som en alternativkostnad, eller hva en investor kan forvente å tjene på en alternativ investering med samme risikoprofil (Rosenbaum & Pearl, 2020, s. 131). Likningen for WACC er presentert under:

$$\text{Likning 2.5: } WACC = \frac{G}{G+E} * k_G * (1 - s) + \frac{E}{E+G} * k_E$$

I likningen er:

- G = Gjeld
- E = Egenkapital
- k_G = gjeldskostnad
- s = marginal skatterate
- k_E = egenkapitalkostnad

Likningen viser at et selskaps' WACC blant annet er preget av kapitalstruktur (forhold mellom egenkapital og gjeld). I en verdsettelsesmodell hvor det estimeres fremtidige kontantstrømmer er det dog ikke gitt at selskapet vil ha den samme kapitalstrukturen som den har i nåtid. Det er verdt å merke seg at skatt i likning 2.5 bare blir inkludert i gjeldsledet, og ikke i egenkapitalledet. Det er fordi de norske skattereglene bare fradragberettiger skatt på gjeldssiden, og ikke på egenkapitalsiden (Bøhren et al., 2018). I kommende underkapitler fremlegges det teori om komponentene som inngår i WACC. Ved å kalkulere størrelsen på alle komponentene vil WACC kunne brukes som diskonteringsrente for den prognostiserte kontantstrømmen.

2.3.1.1 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur i WACC er presentert ved gjeldsandel ($G/E+G$) og egenkapitalandel ($E/E+G$). Bøhren et al. skiller mellom gjeldsandel og gjeldsgrad, hvor gjeldsgrad er gjeld dividert med egenkapital (G/E). For å gå fra gjeldsgrad til gjeldsandel deler man gjeldsgrad, på gjeldsgrad pluss én. Det finnes ulike metoder for å fastsette en passende målsatt kapitalstruktur for et selskap. Merton Miller og Franco Modigliani studerte i sin tid selskaper uten vekst og forutsatte en gjeldspolitikk hvor gjelden ble holdt konstant (i kronebeløp) (Bøhren et al., 2018). I den virkelige verden vil selskaper til tider ha ulik kapitalstruktur nettopp for å kunne vokse og dermed holde tritt med konkurransen i sin egen bransje.

Hovedsakelig bør en analytiker fastsette fremtidig kapitalstruktur i tråd med selskapets egen langsiktige strategi. I tilfeller hvor et selskap ikke går ut offentlig med slik informasjon blir det nødvendig å predikere målsatt kapitalstruktur ved å se på historiske- og nåværende gjeldsandel. Det kan også være hjelpelig å undersøke den gjennomsnittlige gjeldsandelen til aktører i samme bransje, noe som er typisk å gjøre for private selskaper (Rosenbaum & Pearl, 2020). Vanligvis holdes den målsatte kapitalstrukturen fast ut hele prognoseperioden når den først er satt, for enkelthetens skyld. I teorien vil varierende kapitalstruktur fra år til år føre til årlige endringer i WACC (Damodaran, 2017). I praksis er det dog krevende å anslå en varierende WACC fra år til år. I denne oppgaven benyttes den samme kapitalstrukturen for både kort og lang sikt.

2.3.1.2 Kapitalkostnad

Kapitalkostnad er et annet uttrykk for avkastningskrav (Bøhren et al., 2018). I likning 2.5 utgjør både egenkapitalkostnad og gjeldskostnad en stor del av WACC. Egenkapitalkostnad og gjeldskostnad er de kostnadene som foreligger ved opptak av henholdsvis egenkapital og gjeld. Sagt enklere er egenkapitalkostnaden den avkastningen selskapet lover å generere for investorer (for eksempel utbytte) og kreditorer (renter). Kapitalkostnadene kan ikke

nødvendigvis leses av eksplisitt fra noen plass. Verdiene regnes vanligvis ut ved hjelp av kapitalverdimodellen. Det finnes også andre måter å regne ut kapitalkostnad på, som for eksempel ved hjelp av Fama-French sin Tre-Faktor modell (Koller et al., 2020). Denne oppgaven vil dog fokusere på kapitalverdimodellen etter vår kjennskap til modellen. Nedenfor presenteres kapitalverdimodellen først for egenkapitalkostnad i likning 2.6, og deretter for gjeldskostnad i likning 2.7:

$$\text{Likning 2.6: } k_E = r_f + \beta_E * [E(r_m) - r_f]$$

og

$$\text{Likning 2.7: } k_G = r_f + \beta_G * [E(r_m) - r_f]$$

I likningene er:

- r_f = risikofri rente
- β_E = egenkapitalbeta
- β_G = gjeldsbeta
- $E(r_m)$ = forventet avkastning til markedet
- $[E(r_m) - r_f]$ = markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen er en sum av risikofri rente, og beta multiplisert med markedets risikopremie. Risikofri rente er den forventede avkastningen ved å investere i et risikofritt aktiva. Et risikofritt aktiva er et investeringsobjekt som ikke risikerer å ende opp verdiløs over dets levetid. Renter på statsobligasjoner i land som Norge eller USA er sett på som risikofrie, da Norge og USA er land som bærer svært lav risiko for å gå konkurs. Både Norge og USA har kredittrating på Aaa fra ratingselskapet Moody's, noe som er den beste kredittratingen et land kan ha (Damodaran, 2018). Markedets risikopremie er den forventede markedsavkastningen fratrukket det risikofrie investeringsalternativet. Den forventede markedsavkastningen er beregnet som et gjennomsnitt fra historisk avkastning for en

bestemt markedsportefølje (for eksempel Oslo Børs) (Bøhren et al., 2018). I neste delkapittel fremlegges det et teoretisk grunnlag for beta.

2.3.1.3 Beta

Beta er et mål på systematisk risiko; en risiko som ikke kan diversifiseres bort. I kapittel 2.3.1.2 ble det vist at beta benyttes for å kalkulere kapitalkostnad ved å være en viktig del av risikopåslaget. Beta vil variere for type kapital, nettopp fordi eiere og kreditorer bærer forskjellig systematisk risiko. Kontantstrømmen fra FCFF er tilgjengelig for alle investorer, men kreditorer står lenger fremme i køen for å motta denne kontantstrømmen. Et selskap med gjeld må prioritere å utbetale renter og avdrag til kreditorer før det eventuelt utbetales dividende eller kjøpes tilbake egne aksjer. Det betyr at det alltid vil være knyttet lavere systematisk risiko til gjeldskapital enn til egenkapital, og at beta for egenkapital alltid vil være større enn beta for gjeld. I denne oppgaven presenterer vi tre ulike betaer; investeringsbeta, gjeldsbeta og egenkapitalbeta.

2.3.1.3.1 Investeringsbeta

Egenkapitalbeta er den estimerte kovariansen mellom avkastningen til det aktuelle selskapet og avkastningen til markedsporteføljen selskapet tilhører, dividert på variansen til samme markedsportefølje (Bøhren et al., 2018). Egenkapitalbeta betegnes ofte som aksjebeta eller selskapsbeta. Kovariansen til en aksje måler samvariasjon mellom avkastningen til en aksje og avkastningen til en annen aksje, eller i denne sammenhengen avkastningen til en markedsportefølje. Varians, er som standardavvik, et mål på spredning i avkastning for ulike perioder (Bøhren et al., 2018).

Når et selskap er børsnotert kan egenkapitalbeta beregnes ved å gjennomføre en lineær regresjon mellom selskapets avkastning og den relevante markedsporteføljens avkastning

over en bestemt tidsperiode. Et selskap som ikke er notert på børs har ikke en tilgjengelig kurshistorikk på samme måte, noe som gjør at beregning av aksjebeta blir mer krevende. I denne oppgaven må vi ta veien om den gjennomsnittlige investeringsbetaen til sammenlignbare selskaper for å finne egenkapitalbetaen til Elkjøp. Investeringsbeta er det samme som egenkapitalbeta justert for finansiell risiko. Ved å justere egenkapitalbeta for finansiell risiko vil det være mulig å måle operasjonell systematisk risiko for de sammenlignbare selskapene. Dette vil være relevant fordi hvert selskap har ulik gjeldsgrad som påvirker aksjebeta. I praksis betyr det at egenkapitalbetaene til de lignende selskapene må justeres for sin respektive gjeldsgrad. Damodaran presenterer den relevante likningen (2012):

$$\text{Likning 2.8: } \beta_{I_s} = \frac{\beta_{E_s}}{(1+(1-t_s)*(G/E)_s)}$$

I likningen er:

- β_{I_s} = gjennomsnittlig investeringsbeta for sammenlignbare selskaper
- β_{E_s} = gjennomsnittlig egenkapitalbeta for sammenlignbare selskaper
- t_s = gjennomsnittlig effektiv skatterate for sammenlignbare selskaper
- $(G/E)_s$ = gjennomsnittlig gjeldsgrad for sammenlignbare selskaper

For å finne fram til egenkapitalbetaen for de sammenlignbare selskapene gjennomfører vi en lineær regresjon for hvert selskaps gjennomsnittlige avkastning over 5 år, målt mot avkastningen til en relevant markedsindeks over samme tidsperiode. Valg av relevant markedsindeks kommer vi tilbake til i kapitlet om verdsettelse. Aksjebeta ved lineær regresjon finnes slik:

$$\text{Likning 2.9: } r_j = a + b * r_m$$

I likningen er:

- r_j = avkastning til et selskap "j"
- r_m = avkastning til en markedsportefølje "m"
- a = skjæringspunktet fra regresjonen
- b = beta til selskap "j", målt som stigningstallet i regresjonen

Slik det er vist i likning 2.9 vil selskap "j" få en avkastning lik stigningstallet i regresjonsmodellen multiplisert med avkastningen til markedet. Ved å ha et anslag for "b" kan man altså si noe om hvor mye avkastningen til selskapet øker eller synker når avkastningen til markedet endres. Konstantleddet "a" (også kalt alfa) viser selskapets meravkastning. Vi vil ikke gå nærmere inn på alfa i denne oppgaven da fokuset kun vil være på beta. Hver regresjon som utføres vil også inneholde en verdi for R^2 , som er en betegnelse for forklaringskraft. R^2 -verdien er mellom 0 og 1, og sier noe om hvor mye av en aksjes kursendring som kan forklares fra kursendringer i den relevante markedsporteføljen (Damodaran, 2012).

2.3.1.3.2 Gjeldsbeta

Gjeldsbeta er den systematiske risikoen som tilhører selskapets gjeld. Dette er en systematisk risiko som forteller noe om hvor mye risikopåslag utover den risikofrie renta kreditorer må pålegge et selskap ved å tilføre selskapet gjeldskapital. Risikopåslaget er en premie som långivere krever for å investere i selskaper som har en viss sannsynlighet for å gå konkurs. Hvis et selskap har markedsbasert gjeld (selskapsobligasjoner) vil gjeldskostnaden til selskapet reflekteres i markedet, og gjeldsbeta kan dermed finnes gjennom dette. I tilfeller hvor et selskap ikke har markedsbasert gjeld kan gjeldskostnad finnes ved å enten se på renter ved nylig lånehistorikk eller ved å estimere en syntetisk kredittvurdering (Damodaran, 2012). Det første alternativet gir en indikasjon på hvilket risikopåslag kreditorene har pålagt

selskapet i det siste. I tider hvor den risikofrie renta svinger mye er det dog knyttet usikkerhet rundt hvilken risikofri rente som ble lagt til grunn ved lånets opptak. Det kan dermed være en bedre løsning å lage en syntetisk kredittvurdering. Damodaran (2021) har laget en tabell hvor man direkte kan lese av hvilket risikopåslag som legges til grunn ved de forskjellige kredittratingene. Kredittratingene i tabellen er basert på hvilken rentedekningsgrad selskapet har. Rentedekningsgrad sier noe om hvor mange ganger driftsresultatet kan dekke rentekostnadene. Risikopåslaget hentet fra tabellen divideres med markedets risikopremie for å isolere gjeldsbeta. Gjeldsbeta skal brukes i både likning 2.7 og likning 2.10.

2.3.1.3.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta kan regnes ut for et privat selskap når både investeringsbetaen, gjeldsbetaen, den målsatte kapitalstrukturen og den effektive skatteraten er kjent. Dette gjøres ved hjelp av likningen under:

$$\text{Likning 2.10: } \beta_E = \beta_I + (\beta_I - \beta_G) * (1 - s) * \frac{G}{E}$$

I likningen er:

- β_E = egenkapitalbeta
- β_I = investeringsbeta
- β_G = gjeldsbeta
- s = selskapets skattesats
- $\frac{G}{E}$ = selskapets gjeldsgrad

Egenkapitalbeta for de fleste selskaper vil over tid justeres mot en verdi på 1, i følge empiriske observasjoner. Forklaringen til dette er at selskaper over tid tilegner seg en mer diversifisert produktmiks og en større kundebase (Damodaran, 2012). Egenkapitalbetaen som blir beregnet ved hjelp av likning 2.10 vil justeres i retning en beta lik 1 ved hjelp av likningen under.

$$\text{Likning 2.11: } \textit{Justert } \beta_E = \beta_E * (0,67) + 1,00 * (0,33)$$

2.4 Terminalverdi (TV)

Et selskaps' verdi kan hovedsakelig deles inn i to deler: nåverdi av kontantstrøm under prognoseperiode, og nåverdi av kontantstrøm etter prognoseperiode (Koller et al., 2020). Verdien som ligger i nåverdi etter prognoseperioden kalles for terminalverdi, og skal samle forventet kontantstrøm i evig tid etter prognoseperioden. I oppgaven benyttes likningen fra McKinsey, hvor terminalverdi er kalt "Continuing Value":

$$\text{Likning 2.12: Continuing Value}_n = \frac{NOPAT_{n+1} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

I likningen er:

- $NOPAT_{n+1}$ = netto driftsresultat etter skatt det første året etter den eksplisitte prognoseperioden (Net Operating Profits After Taxes)
- g = vekst i omsetning (growth)
- $RONIC$ = avkastning på ny investert kapital (Return On New Invested Capital)

Terminalverdimodeller er basert på parametere som ikke forandrer seg. Hovedsakelig betyr det at en analytiker bør legge opp til en tilstrekkelig lang prognosehorisont slik at vekst i omsetning rekker å komme seg ned på et stabilt nivå (Koller et al., 2020). Videre i oppgaven benyttes termen NOPAT i stedet for netto driftsresultat etter skatt. NOPAT er den rå profitten tilgjengelig for alle investorer, generert fra driftsoperasjoner, ekskludert inntekt fra eiendeler som ikke er relatert til driften, og finansielle kostnader (Koller et al., 2020). $NOPAT_{n+1}$ estimeres fra trenden i NOPAT i prognoseperioden. I praksis vil det si at $NOPAT_{n+1}$ er basert på samme vekstestimat som det siste året i prognosen.

Likning 2.12 er bygget opp på en slik måte at selskapets verdi øker dersom enten teller vokser eller nevner reduseres. Delen $\frac{g}{RONIC}$ kalles investeringsrate, hvor denne er størst når vekst i omsetning er størst eller når avkastning på ny investert kapital er minst. Hele telleren

vil dermed være fri kontantstrøm i år $n+1$ fordi $(1 - \frac{g}{RONIC})$ multiplisert med $NOPAT_{n+1}$ gir kontantstrøm justert for investeringer. En høy investeringsrate gir dermed en lavere verdsettelse i terminalleddet. Nevneren vil gjøre verdsettelsen høyere dersom WACC er lav eller g er høy. Det er urealistisk at g har en størrelse som nesten er lik WACC, da det vil gi en overdreven verdsettelse. I delkapitlene under introduseres viktige faktorer som inngår i likning 2.12.

2.4.1 Vekstrate

Likning 2.12 er en type “evighets-formel”, noe som innebærer at parametrene er fastsatt for å gjelde i all evighet etter prognoseperioden. Parametrene som brukes må beregnes med forsiktighet for at ikke verdien av selskapet skal bli overdrevet. Vekstraten er en parameter, som ved marginale kalkuleringsdifferanser, kan forvrengte terminalverdien av et selskap. Det er lite sannsynlig at et selskap har en vekstrate høyere enn den for verdensøkonomien på lang sikt. Et selskap med sterk vekst gjennom den eksplisitte prognoseperioden vil antas å stabilisere seg på det gjennomsnittlige nivået til bransjens omsetningsvekst i terminalverdiledet (Koller et al., 2020).

2.4.2 Forventet avkastning på ny investert kapital

På engelsk heter det “Return on New Invested Capital”, og forkortes RONIC. Forventet avkastning på ny investert kapital bør være konsistent med et selskaps forventede konkurransefortrinn på lang sikt. Et selskap i en bransje med sterk konkurranse vil sannsynligvis ikke klare å holde høye nivåer for RONIC. Selskaper som forventes å ha langsiktige konkurransefortrinn vil dog kunne ivareta en høyere RONIC enn sine konkurrenter. Økonomisk teori sier at selskaper i konkurransepregede bransjer vil ha en RONIC som er lik WACC (Koller et al., 2020).

2.5 Verdsettelse ved hjelp av multipler

Verdsettelse ved hjelp av multipler kalles gjerne for relativ verdsettelse. Innenfor relativ verdsettelse prises en eiendel basert på hvor mye en tilsvarende eiendel er priset i markedet (Damodaran, 2018). Metoden brukes ofte som en forenklet måte å verdsette selskaper på ved å se på verdsettelsen av lignende selskaper. For å gjøre lignende selskaper med ulik størrelse sammenlignbare brukes gjerne multipler hvor telleren viser hvor mye et selskap er verdt og nevneren viser hva investoren får tilbake fra investeringen. Under presenteres multiplene som skal benyttes i denne oppgaven.

Multipel	Forklaring
EV/EBIT	Selskapsverdi delt på inntjening før renter og skatt.
EV/EBITDA	Selskapsverdi delt på inntjening før renter, skatt, avskrivning på anleggsmidler og avskrivning på goodwill og immaterielle eiendeler.
EV/Sales	Selskapsverdi delt på driftsinntekter.

Tabell 2.1: Ulike typer multipler brukt til verdsettelse.

EV/EBIT og EV/EBITDA måler selskapsverdi relativ til inntjening, hvor EV/Sales måler driftsinntekter relativt til selskapsverdi. Multiplene er en enkel og lite tidkrevende metode for å regne seg fram til selskapsverdi. I kapittel 7 benyttes en DCF-analyse for å regne ut selskapsverdien til Elkjøp. I den sammenhengen vil gjennomsnitt og median av multiplene til lignende, men børsnoterte selskaper, gi en oversikt over hva investorer mener slike selskaper bør verdsettes til.

2.6 Monte Carlo simulering

Monte Carlo simulering er et statistisk hjelpemiddel som avdekker kontinuerlig risiko i en modell med mange variabler, og brukes i denne oppgaven som et verktøy i sensitivitetsanalysen. Simuleringer gjør det mulig å inkludere mange forskjellige scenarier i én og samme modell. Scenariene som forekommer av en Monte Carlo simulering varierer innenfor den spesifikke sannsynlighetsfordelingen som er tilknyttet den enkelte variabel. Disse sannsynlighetsfordelingene settes av undersøkerne selv, og vil derfor reflektere en subjektiv oppfatning av usikkerheten i de spesifikke variablene. I kapittel 8 benyttes det en Monte Carlo simulering for å vise at egenkapitalverdien beregnet i verdsettelsen vil variere dersom det knyttes usikkerhet til variablene som inngår i DCF-modellen. Usikkerhet knyttet til variablene blir beregnet ved å se på historisk data og tverrsnittdata (data fra selskaper med strukturelle likheter) etter anbefalingene fra Damodaran (2018).

3 STRATEGISK TEORI

I verdsettelsesteorien presenteres en rekke likninger som skal brukes for å beregne Elkjøps selskapsverdi ved hjelp av likning 2.1. Historiske regnskapstall vil bidra mest for å forme de ulike variablene som trengs for å regne ut selskapsverdien. En strategisk analyse vil dog kunne bidra med subjektive vurderinger for å bestemme de ulike estimatene som benyttes. I dette kapitlet presenteres teori knyttet til eksternanalyse og internanalyse, som skal brukes for å undersøke ytre- og indre faktorer som påvirker Elkjøps verdsettelse.

3.1 Eksternanalyse

I den eksterne analysen fokuseres det på makrofaktorer og bransjefaktorer som påvirker et selskap utenfra. Delkapitlet introduserer teori knyttet til "PESTEL" og "Porter's five forces", som er analysemodellene for henholdsvis makrofaktorer og bransjefaktorer. Begge analysemodellene benyttes i kapittel 5.

3.1.1 PESTEL

PESTEL er en forkortelse for de engelske henholdsvis ordene "Political", "Economic", "Sociocultural", "Technological", "Environmental", og "Legal". Analysen dreier seg om å undersøke politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske-faktorer som påvirker et selskaps posisjon som markedsaktør. Resultatet av PESTEL identifiserer nøkkelfaktorer fra omgivelsene som påvirker det aktuelle selskapet (Roos et al., 2021).

3.1.2 Porter's five forces

Porter's 5 forces er en bransjeanalyse som tar utgangspunkt i at bransjens avkastning bestemmes ut i fra fem krefter: konkurranse fra eksisterende selskaper, trusler fra nyetableringer, leverandørens forhandlingsmakt, kundens forhandlingsmakt og trusler fra substitutter. Substitutter er andre produkter som kan dekke samme behov og funksjon som produktet til den aktuelle bransjen. En bransje defineres som en gruppering av bedrifter som tilbyr produkter eller tjenester som tilfredsstiller de samme behovene hos kunden (Roos et al., 2021). Formålet med Porter's five forces er i denne oppgaven å kunne si noe om Elkjøps fremtidige utvikling, basert på hvordan bransjen oppfører seg.

3.2 Internanalyse

Det er vanlig å foreta en internanalyse som et supplement til den eksterne analysen. Internanalysen fungerer som et hjelpemiddel til å drøfte kostnads- og verdidrivere til selskapet (Roos et al., 2021). Det finnes flere interne områder ved et selskap som kan være verdifulle å analysere når det kommer til verdsettelse. Denne oppgaven retter kun fokuset mot ressursanalyse. Analysemodellen som benyttes for å analysere et selskaps ressurser kalles for "VRIO", og introduseres i avsnittet under.

3.2.1 VRIO

VRIO er en forkortelse for de engelske ordene “Valuable”, “Rare”, “Imitability” og “Organization”. VRIO er en type ressursanalyse som undersøker hvorvidt selskapets viktigste ressurser er verdifulle, sjeldne, imiterbare og organisert (for å få maksimalt utbytte av ressursen), sett i forhold til konkurrentene i bransjen (Roos et al., 2021). En ressursanalyse er i denne oppgaven nyttig for å kunne avdekke om Elkjøp har konkurransefortrinn ved sine ressurser, sett i forhold til konkurrentene. Ressurser som undersøkes vil variere fra case til case men er vanligvis selskapets økonomisk posisjon, merkevarer, omdømme, leverandørkanaler, logistikk og kompetanse.

3.3 SWOT

SWOT-analysen fungerer som en oppsummering av den strategiske analysen. SWOT er en forkortelse for den engelske ordene “Strengths”, “Weaknesses”, “Opportunities” og “Threats” (Roos et al., 2021). På norsk er det styrker, svakheter, muligheter og trusler. SWOT-presenteres punktvis i en tabell, og vil inneholde de viktigste strategiske faktorene som preger Elkjøp i en verdsettelse.

4 METODE

Metode er et hjelpemiddel for å beskrive virkeligheten. Det skilles hovedsakelig mellom to typer metode; kvalitativ og kvantitativ. En kvalitativ metode har som formål å velge få variabler, hvor disse variablene blir undersøkt i dybden for å fremskaffe nyanser. En kvantitativ metode vil på sin side undersøke mange variabler med fokus på å fremskaffe et bredt spekter av informasjon. Data som samles inn ved hjelp av en kvalitativ metode vil være i tekstformat (ofte detaljert og nyansert), mens data som samles inn ved hjelp av en kvantitativ metode vil være i tallformat (Jacobsen, 2021). Dette kapitlet skal presentere valg av type metode, undersøkelsesdesign, og hvordan data har blitt samlet inn og analysert.

4.1 Tilnærming av forskningsmetode

Valg av forskningsmetode må skje i sammenheng med problemstillingen. Problemstillingen “Hva bør Elkjøp Nordic verdsettes til i anledning børsnøtering?” er relativt konkret og direkte. Problemstillingen spør i utgangspunktet etter hva egenkapitalen til selskapet bør verdsettes til. Figur 2.2 viser at egenkapitalverdi beregnes fra selskapsverdi etter at selskapets rentebærende gjeld, gjeldsekvivalenter og overflødig kontantbeholdning er trukket fra. I beregningen av egenkapitalverdi er det dog kun selskapsverdi som kan varieres (etter hvilke estimater som brukes). Selskapsverdi, som er presentert i likning 2.1, varierer etter størrelsen på leddene som inngår i likningen. Leddene i likning 2.1 er derfor egenkapitalverdiens variabler. Leddene blir påvirket, direkte eller indirekte, av de andre likningen som er presentert i kapittel 2.

Egenkapitalverdien avhenger altså av hva størrelsen på leddene i likning 2.1 er. Informasjon som settes inn i likningen er primært beregnet med utgangspunkt i årsregnskaper, statistikk, forskningsrapporter og markedsdata. Data fra disse kildene er konsentrert i et tallformat. Etter definisjonene innledningsvis til dette kapitlet, er det innlysende at undersøkelsesmetoden til denne oppgaven følger et kvantitativ format.

4.2 Undersøkelsesdesign

Et undersøkelsesdesign er et opplegg for hvordan en undersøkelse skal utføres (Jacobsen, 2021). Designet på undersøkelsen skal stå i stil med problemstillingen. Når vi verdsetter egenkapitalen til Elkjøp er vi kun opptatt av å finne *Elkjøps* egenkapitalverdi. Fokuset er ikke på å generalisere resultatet for å gjøre det gjeldende for andre sammenlignbare selskaper. Verdien av egenkapitalen til Elkjøp fastsettes i løpet av en periode mellom januar og mai 2022. Verdsettelsen gjøres med andre ord innenfor et bestemt tidsrom hvor det fokuseres på den økonomiske utviklingen selskapet har hatt over tid. Beskrivelsen av hvordan vi går fram for å verdsette Elkjøp passer med Jacobsens (2021) definisjon av undersøkelsesdesignet “enkeltcase”. Undersøkelsen av Elkjøps egenkapitalverdi utføres dermed som et enkeltcase.

4.3 Datainnsamling

Data som er samlet inn til denne oppgaven er hovedsakelig hentet fra Elkjøps- og andre relevante selskapers årsregnskaper, samt statistikker, forskningsrapporter og markedsdatatjenester. Årsrapporter og regnskapstall hentes hovedsakelig fra Brønnøysundregistrene. Relevant statistikk og forskningsrapporter samles fra diverse kilder funnet gjennom databaser som blant annet Google Scholar. Markedsdata er hentet fra markedsdatatjenestene Yahoo Finance og Koyfin.com, samt fra kurslister hos Norges Bank.

4.3.1 Ulik type data til ulik type formål

Denne oppgaven er bygget opp med flere analysekapitler som trenger ulik type data. Den strategiske analysen betrakter både makroøkonomiske og mikroøkonomiske faktorer, og blir hovedsakelig føret med data fra statistikker og forskningsrapporter. Regnskapsanalysen vurderer faktorer som er spesifikke for regnskapstallene til Elkjøp, og får dermed data gjennom Elkjøps historiske årsregnskaper. Verdsettelseskapitlet benytter data fra de to nevnte analysene, i tillegg til markedsdata fra markedsdatatjenestene nevnt i kapittel 4.3.

4.4 Dataanalyse

Verdsettelse ved hjelp av en DCF-modell krever store mengder data. I denne oppgaven benytter vi modelleringsverktøyet Microsoft Excel for å strukturere dataen inn i relevante matematiske likninger, samt i oversiktlige tabeller og diagrammer. Dataen modellert i Excel skal brukes for å fremskaffe en verdi for egenkapitalen til Elkjøp. Vi har også bygget en egen Monte Carlo simulering i Excel og randomisert verdier for å fremskaffe scenarier innenfor sannsynlighetsfordelingen til de enkelte variablene som inngår i likning 2.1. Monte Carlo simuleringen skal også brukes for å verdsette egenkapitalen til Elkjøp.

5 STRATEGISK ANALYSE

I dette kapitlet presenterer vi relevante faktorer som vil påvirke verdsettelsen av Elkjøp. Analysen er ment til å støtte opp under enkelte kapitler i verdsettelsen og sensitivitetsanalysen. Resultatene fra den strategiske analysen brukes for å vurdere om regnskapsestimater for fremtiden skal justeres opp eller ned i forhold til historiske gjennomsnitts- og medianverdier. Forhold fra denne analysen er også med på å bestemme sannsynlighetsfordelingen til enkelte faktorer i Monte Carlo simuleringen. Dette kapitlet er strukturert på samme måte som den strategiske teorien i kapittel 3.

5.1 Eksternanalyse

Eksternanalysen undersøker hvordan Elkjøp er posisjonert i forhold til sin omgivelser. Analysen er delt opp i tre mindre analyser; makroanalyse, bransjeanalyse og en konkurrentanalyse. De viktigste elementene fra disse analysene blir tatt med videre og oppsummert gjennom SWOT-analysen i kapittel 5.3.

5.1.1 Makroanalyse

Elkjøp er et selskap som driver på tvers av landegrenser og vil derfor være preget av ulike makrofaktorer. Det vil i den anledning være relevant å benytte en PESTE-analyse for å undersøke hvilke eksterne faktorer som påvirker selskapet som bedriftsaktør i Norden. I analysen under har vi valgt å fjerne "L"-en fra PESTEL fordi de juridiske forholdene ikke forventes å ha en innvirkning på verdsettelse. Tabellen nedenfor presenterer selskapets mest relevante forhold ved hver bokstav i PESTE. Hver rad i tabellen forklares videre under delkapitlene 5.1.1.1 - 5.1.1.6.

Type	Forhold	Påvirkning på Elkjøp
Politisk	<ul style="list-style-type: none"> ● Potensielt økt smittevern ● Endring i skattepolitikk 	<ul style="list-style-type: none"> ● Økt salg av kontor-elektronikk ● Endret skattekostnad
Økonomisk	<ul style="list-style-type: none"> ● Potensielt lavere konsum av forbruksvarer ● Økte renter ● Inflasjon og flaskehals 	<ul style="list-style-type: none"> ● Lavere salgsinntekter ● Økt risikofri rente ● Høye kostnader knyttet til leverandører
Sosiokulturell	<ul style="list-style-type: none"> ● Teknologiske barrierer ● Netthandel 	<ul style="list-style-type: none"> ● Muligheter til å nå nye kundegrupper ● Fysiske butikker får mindre relevans
Teknologisk	<ul style="list-style-type: none"> ● Omnikanal ● Tingenes internett 	<ul style="list-style-type: none"> ● Økt markedsføringskostnad ● Økt salgsvolum
Miljømessig	<ul style="list-style-type: none"> ● Fokus på gjenbruk og gjenvinning. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Færre solgte enheter, mer inntekt fra reparasjon, utleie og innbytteavtaler.

Tabell 5.1: PESTE-analyse for Elkjøp.

5.1.1.1 Politiske forhold

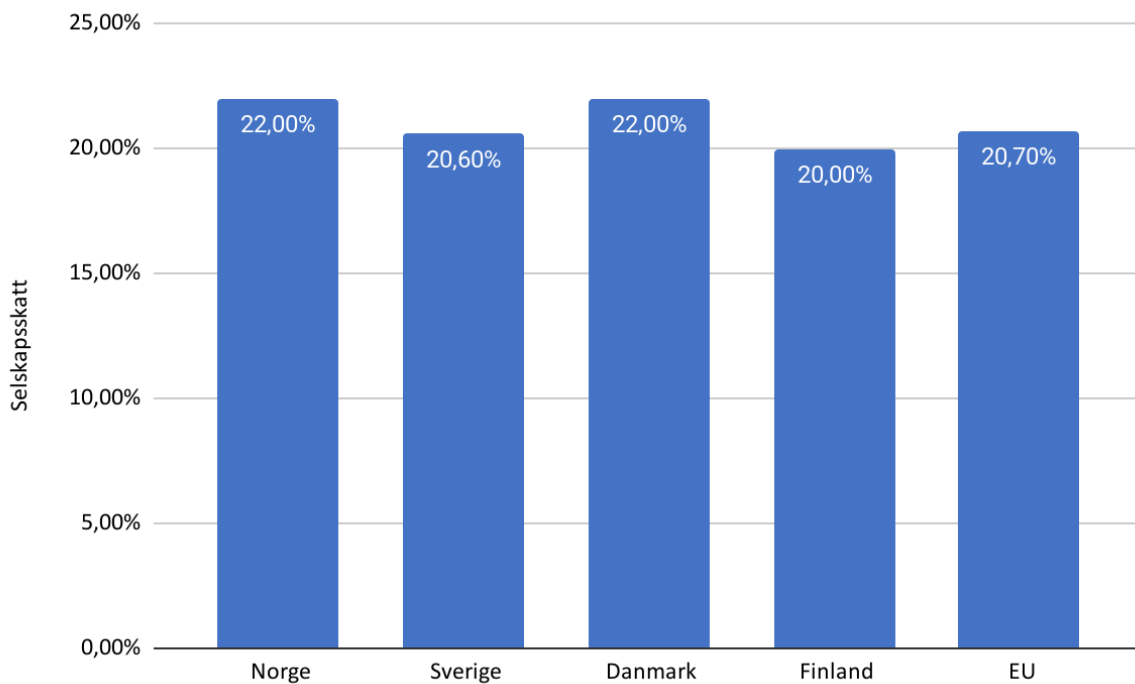
5.1.1.1.1 Potensielt økt smittevern

Flere samfunn verden over har i løpet av de to siste årene vært gjennom flere nedstengninger og skift i smittevernregler. Alt tyder på at den verste perioden av koronapandemien er forbi, men historien har vist at det ikke er lurt å ta jubelen på forskudd. Nye nedstengninger av samfunn i Norden vil legge grunnlag for mer arbeid hjemmefra, noe som igjen kan øke salget av kontor-elektronikk for Elkjøp. I Norge varte siste nedstengning til 12. februar 2022 (Meld. St. 24/22, 2022).

5.1.1.1.2 Endring i skattepolitikk

Det ventes at Elkjøps relevante skatterate vil endres i løpet av de kommende årene. Dette kommer av at Europakommisjonen i 2023 vil legge frem et fremtidig rammeverk for en felles selskapsskatt i EU. Arbeidet pågår med hensyn på G20/OECD-landene sine forhandlinger om en global skattereform. Formålet med det nye rammeverket er å skape mer transparens for hva store selskaper i Europa faktisk betaler i skatt, samt korrigere den gjeldsfremmende virkningen av dagens selskapsbeskatning (Stortinget, 2021). Det siste punktet taler for en felles selskapsskatt som er lavere enn den gjennomsnittlige selskapsskatten på tvers av land i Europa. Kommisjonen ønsker at selskaper skal fokusere sin kapitalhøyning gjennom egenkapitalfinansiering, noe som henger sammen med forventninger om fremtidig renteoppgang.

Rammeverket for felles selskapsskatt kalles for BEFIT (“Business in Europe: Framework for Income Taxation”) og skal erstatte gamle lovforslag fra 2011 og 2016 om felles selskapsskattegrunnlag kalt CCCTB (“Common Consolidated Corporate Tax Base”). Foreløpig er land som blant annet Danmark og Sverige motstandere av det nye forslaget (Stortinget, 2020). Danmark og Sverige er to land som Elkjøp trekker stor omsetning fra. En oversikt fra NHO viser dog at Norge, Sverige, Danmark, Finland og resten av OECD landene har selskapsskatter som ikke skiller seg mye fra hverandre. Norge og Danmark har en selskapsskatt på 22%, Sverige har 20,6% og Finland har 20% (NHO, u.å). Den gjennomsnittlige skatteraten i EU er på 20,7% (Armelius, 2021). Selskapsskatt for de ulike nordiske landene og EU er presentert i figur 4.1:



Figur 5.1: Selskapskatt i Norden og EU.

Det vil si at en felles selskapskatt som også blir redusert fra EU-nivået vist over, vil gi selskaper som opererer i europeiske land en redusert skattekostnad og potensielt økt investeringsvilje. Elkjøp vil kunne dra nytte av dette dersom Europakommisjonen får gjennomslag for sitt rammeverk. I verdsettelsen blir det naturlig å sette skatteraten til et gjennomsnitt av historisk effektiv skatterate for 2022 og 2023, men å redusere skatteraten for årene 2024-2026.

5.1.1.2 Økonomiske forhold

5.1.1.2.1 Potensielt lavere konsum av forbruksvarer

En statistikk fra Statistisk Sentralbyrå viser at forbruksutgifter på utenlandsreiser har hatt en nedgang på rundt 80% i forhold til 2019-nivåer (Henriksen, 2022). Nedgangen skyldes konsekvensene COVID-19 har påført samfunnet. Det er en risiko for at forbruksutgifter på utenlandsreiser øker til nivåene før pandemien, noe som kan påvirke utgifts-allokeringen som folk har mellom varer og tjenester. Elkjøp risikerer med andre ord å oppleve lavere

salgsvolumer dersom reiseutgiftene til folk øker i tiden som kommer.

Elkjøp fører årlig en undersøkelse kalt “Elektrotrøbbel” i sine respektive land Norge, Sverige, Danmark og Finland. Undersøkelsen, som er en computer-assistert web-undersøkelse foretatt på personer over 18 år, fant i 2021 ut at folk på tvers av de nevnte landene i snitt har jobbet mellom 33-40% mer hjemmefra. I samme undersøkelse mente i snitt mellom 17-26% at koronasituasjonen har medført positive endringer i deres jobbsituasjon (Elkjøp Nordic, 2021). Resultatene presentert over avgir en logikk om at koronapandemien har ført til at flere mennesker kommer til å arbeide mer hjemmefra også på lang sikt. Salg av forbrukerelektronikk til hjemmekontor antas ikke å vokse etter pandemiens slutt, men derimot synke til et stabilt nivå som fortsatt er høyere enn hva det var før pandemiens inntreden. Antagelsen kan dog være feil; selskapet avslørte nylig at første del av regnskapsåret 2021/2022 viste en vekst i salg av PC-skjermer og datamaskiner (Elkjøp Nordic, 2021). Her er det verdt å merke seg at Norge opplevde en ny nedstengning høsten 2021.

5.1.1.2.2 Økte renter

En konsekvens av en høyere styringsrente er høyere risikofri rente, og derav økt kapitalkostnad for Elkjøp. Norges Bank hevet sin styringsrente til 0,25 prosentpoeng i september 2021, deretter til 0,5 prosentpoeng i desember 2021, og til 0,75 prosentpoeng i mars 2022 (Norges Bank, 2022). Det er forventet at den norske styringsrenta skal videre opp. I verdsettelsen brukes risikofri rente for å beregne kapitalkostnad. Fremtidige renteendringer vil dermed ha en indirekte påvirkning på diskonteringsraten.

5.1.1.2.3 Inflasjon og flaskehals

Høy inflasjon og økte råvarepriser ventes å være en relevant risiko som må bakes inn i Elkjøps fremtidige kostnader. Den globale inflasjonen har steget etter utbruddet av COVID-19 i mars 2020. Inflasjonen har vært en følge av kraftig prisstigning på de fleste råvarer. Konflikt og uroligheter i Europa har i løpet av vinteren 2022 ført til tilspissing av flaskehals i

råvaremarkedet globalt. Høye råvarepriser, og spesielt energipriser, akkumuleres inn i innkjøpsprisene som Elkjøp mottar fra sine leverandører. McKinsey har gjort studier på selskapers evne til å videreføre økte kostnader som følge av inflasjon, over på kundene. Resultatet var at inflasjon kan virke verdiødeleggende fordi selskaper ikke klarer å øke prisene nok til å dekke både økte operasjonelle kostnader (lønn og innkjøp), samt den økte kostnaden av fremtidige kapitalkostnader (Koller et al., 2020). Elkjøps businessmodell handler om å importere ferdig produsert elektronikk fra utlandet, og spesielt fra USA. Amerikansk inflasjon vil derfor hensyntas i prognosene for varekostnad. Finansforetaket Goldman Sachs rapporterte 10.februar 2022 at selskapet forventer syv rentehevinger på 0,25 prosentpoeng hver fra den amerikanske sentralbanken i år, for å kunne bekjempe høy inflasjon (Goldman Sachs, 2022, s.1). I sensitivitetsanalysen legges det dermed opp til at varekostnadene kan komme ned på et lavere nivå.

Halvledere, som er essensielle komponenter i ulike typer elektronisk hardware, har gjennomgått et etterspørselssjokk som følge av pandemien. Semiconductor Industry Association (SIA) forteller i en rapport at etterspørselssjokket har oppstått som en følge av økt behov for mikro-chipper innenfor helse, hjemmekontor og virtuell læring. Rapporten viser at etterspørselen sannsynligvis vil øke i tiden fremover som et resultat av økt behov innenfor utvikling av kunstig intelligens og den fremvoksende el-bil industrien. SIA predikerer at det skjeve markedsf forholdet mellom tilbud og etterspørsel vil fortsette i 2022 (Semiconductor Industry Association, 2021). En følge av halvleder-mangel er langsommere leveringstid fra leverandører. Elkjøp risikerer å ha forsinket leveringstid på sine produkter, noe som reduserer salgspotensialet. Samtidig kan det forventes at Elkjøps leverandører tar en høyere pris enn før ved levering av sine produkter. Dette er en økt innkjøpskostnad som selskapet må videreføre til sluttkonsumenten for å ikke tape driftsmarginer.

5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

5.1.1.3.1 Teknologiske barrierer

Resultater fra “Teknotrøbbel” som nevnt i kapittel 4.2.1.2 fant ut at mellom 26-35% av utvalget i undersøkelsen (respondenter fra både Norge, Sverige, Danmark og Finland) mente at teknologien har blitt så utfordrende at det er vanskelig å henge med i utviklingen. I samme undersøkelse ble det vist at mellom 40-58% av eldre over 60 år ønsket opplæring i butikk ved kjøp av ny elektronikk (Elkjøp Nordic, 2021). Resultatene presentert her er bare to av flere viktige resultater som tilsier at andeler av utvalget er bekymret for den teknologiske fremtiden. Undersøkelsen viser at fremtiden kan gi økt fare for at retail-virksomheter som Elkjøp kan miste flere kundegrupper, og derav få redusert omsetning. Resultatene indikerer samtidig at det finnes et mulighetsrom for å forbedre ressurser brukt til kundebehandling, noe som direkte kan føre til at frafallet i den utsatte kundegruppen reduseres. Forbedret kundebehandling kan dermed gi økt omsetning indirekte.

5.1.1.3.2 Netthandel

Det ventes at vekst innenfor netthandel vil øke Elkjøps driftsinntekter i årene som kommer. Samtidig forventes det at selskapet vil oppdage at de fysiske butikkene får mindre relevans. De fysiske butikkene har historisk trukket mest salgsinntekter. Statistikk fra Statista i desember 2021 viser at Norge var rangert som nummer 2 (rett bak Storbritannia) innen “user penetration” for netthandel med en prosentandel på 79,2%. Statistikken viser hvor stor andel av befolkningen som handler på nettet, og inkluderer handel fra alle sektorer. Sverige, Finland og Danmark hadde henholdsvis andeler på 74,8%, 71,9% og 70,9% (Statista, 2021). En annen statistikk produsert av Statista viste samtidig at forbrukerelektronikk var bransjen med flest brukere innen e-handel i 2021, hvorav det også forelå et estimat for videre vekst i årene som kommer. Trenden innen netthandel tilsier at et fokus på kundebehandling over nettet kommer til å være viktig for å ivareta eller forbedre egen markedsposisjon.

5.1.1.4 Teknologiske forhold

5.1.1.4.1 Omnikanal

En artikkel fra Wiley Online Library definerer omnikanal som optimering av kundeopplevelse gjennom synergisk ledelse av flere ulike kanaler som er kontaktområder for kunder. Den samme artikkelen uttrykker at det å utvikle og beholde en sterk posisjon innen omnikanal, er viktig for å kunne lykkes strategisk innen retail-virksomhet (Mishra et al., 2020). I utgangspunktet handler utviklingen av omnikanal om å gjøre handel tilgjengelig og enkel for alle kunder. En sterk omnikanal vil være basert på at selskapet kan komme i kontakt med kunder på de spesifikke plattformene kundene befinner seg på. Gitt framveksten av sosiale medier, vil selskapets tilstedeværelse på de ulike medieplattformene være viktig for å kunne nå ut til alle kunder. Tilstedeværelse på mange ulike medieplattformer krever dog økt bruk av ressurser innen markedsføring, og vil dermed øke kostnader for Elkjøp i tiden fremover.

5.1.1.4.2 Tingenes internett

Tingenes internett (IoT - "Internet of Things") er en frase som refererer til enhver enhet som benytter internett til å sende og motta data, og som i noen tilfeller har blitt teknologisk forbedret gjennom trådløs tilkobling. Institute of Electrical and Electronics Engineers sier i en artikkel at det i slutten av 2018 var 22 milliarder elektroniske enheter tilknyttet IoT-sfæren, men at dette antallet vil vokse til 50 milliarder innen 2030, gitt den nåværende trenden (Bansal & Garg, 2021). IoT-enheter brukes innen alt fra helse til kommunikasjon og læring. Den eksponensielle veksten blant IoT-enheter vil påvirke produkter innen forbrukerelektronikk. Det forventes at produktkategorier som "Smarte hjem" og andre elektroniske produkter til hjemmet vil få enda større relevans i framtiden etterhvert som flere produkter kan tilkobles samme WiFi. "Teknotrøbbel" viste i 2021 at 30% av respondentene kunne tenkt seg et "smarthjem" i større grad enn i dag (Elkjøp Nordic, 2021). Elkjøp har et potensial til å øke salgsvolum innen "Smarte hjem" betraktelig de neste årene gitt den raske utviklingen innen tingenes internett.

5.1.1.5 Miljømessige forhold

5.1.1.5.1 Fokus på gjenbruk og gjenvinning

Den Europeiske Unions “Green Deal” handler om at eurosonen skal være klimanøytral innen 2050 (European Commission, 2019). Sommeren 2021 ble det lagt fram et realistisk mål om å at eurosonen skal redusere utslippet av drivhusgasser med 55% innen 2030 (European Commission, 2021). Produktene som kategoriseres som konsumvarer har tidvis hatt kort levetid og insentivert bruk-og-kast holdninger hos forbrukere. I takt med “Green Deal” må selskaper nå fokusere i større grad på gjenbruk og resirkulering for å kunne bli klimanøytrale innen 2050. Selskaper er avhengig av å delta på det grønne skiftet, spesielt for å ivareta eget rykte og derav kundemasse. Elkjøp operer i en bransje preget av høy grad av innovasjon og masseproduksjon. Selskapet har allerede, og vil fortsette med å endre sin businessmodell til å basere seg mer på tilleggstjenester som reparasjoner, innbytteavtaler og leieavtaler for å kompensere for det som trolig vil tilsvare et fall i salgsvolum.

5.1.2 Bransjeanalyse

Delkapitlet baserer seg på analyse av bransjen for forbrukerelektronikk og følger strukturen for Porter’s five forces (se kapittel 3.1.2). Aktørene i bransjen kalles for detaljister. Felles for denne bransjen er at detaljistene selger produkter som mobiltelefoner, nettbrett, PC-er og diverse produkter innen husholdningselektronikk (vaskemaskin, oppvaskmaskin, og lignende). Forbrukerelektronikk-markedet har vært i sterk vekst siden oppstart. 60 år tilbake i tid fokuserte bransjen mest på salg av TV-er og radioer. I dag tilbyr detaljistene en langt mer diversifisert produktportefølje, hvor produktene også er basert på mer sofistikert teknologi. I de kommende delkapitlene presenteres bransjeforhold i forbrukerelektronikk-bransjen, hvor disse oppsummeres i tabell 5.2.

5.1.2.1 Eksisterende konkurranse

Elkjøps sterkeste markedskonkurrenter i Norden er Power, Amazon, Komplett (som nå har fusjonert med NetonNet) og Elon (Lorvik & Ripegut, 2020). Bransjen kjennetegnes for følgende faktorer:

- *Lav bransjevekst:* Bransjen er i seg selv saktevoksende og inneholder høy konkurranseintensitet. Det er vanskelig å identifisere nye markedsandeler, og konkurrentene vil i størst grad være opptatt av å ta markedsandeler fra hverandre. Det finnes dog nye markedsandeler å ta. Et eksempel er å inkludere eldre mennesker til å få en bedre forståelse av dagens teknologi og hvilken nytte den kan ha for å forbedre livskvalitet. Ved å oppnå lojalitet hos kundegruppen "eldre mennesker" er det et potensial til å ta nye markedsandeler. Dette kan gjøres ved å intensivere kundeoppfølging av denne kundegruppen.
- *Homogene produkter:* Ingen av de nevnte aktørene i bransjen produserer egne produkter innenfor forbrukerelektronikk. Ferdigproduserte produkter importeres fra store internasjonale leverandører, og selges hos detaljisten som fungerer som en tredjepart. Kundene etterspør varer fra et visst spekter av kjente leverandører, noe som etterlater lite rom for de ulike detaljistene å skille seg ut på produkttyper. Det er dermed vanskelig å skaffe konkurransefortrinn basert på produktkvalitet eller pris. Amazon er den eneste av de nevnte markedsaktørene som har et bredere spekter av produkttyper innen elektronikk og dermed evner å tiltrekke seg kunder fra flere hold. Amazon er dog relativt nyetablerte i Norden, og det forventes at det tar litt tid før fordelen ved selskapets brede produktmiks materialiserer seg. Komplett anses å ha sin nisje innen gaming, men møter tøff konkurranse fra de andre detaljistene.
- *Små marginer:* Homogene produkter gjør at detaljistene må redusere priser for å være konkurransedyktige. Denne måten å drive konkurranse på fører til kutt i profittmarginer. I nyere tid har samtidig samtlige av bransjeaktørene innført "prismatch", noe som innebærer at hver aktører lover forbrukere den laveste dokumenterte markedsprisen på det aktuelle produktet. Prismatch bidrar til å kutte profittmarginer enda mer.

Det eksisterende markedet Elkjøp befinner seg i kan oppsummeres ved å si at konkurransen mellom aktørene i størst grad er basert på markedsføring og tilleggstjenester. Det forventes at den enkelte aktørs evne til å skvise ut inntekter fra tjenester knyttet til kundeoppfølging, montering, forsikring, reparasjoner og lignende, vil være avgjørende for profittmarginer.

5.1.2.2 Trusler fra nyetableringer

Det vil være få insentiver til å etablere seg i bransjen gitt modenheten til bransjen og at det er få muligheter til å ta nye markedsandeler. Forbrukerelektronikk er dog en bransje preget av høy grad av disrupsjon. Det er ikke usannsynlig at det kan vokse fram et nytt nisjeområde innen elektronikk som en gruppe mennesker vet å utnytte. Komplette utviklet tidlig i sin selskapsyklus ekspertise innen gaming, noe som gjorde selskapets produkter attraktive for den rettede kundegruppen. Komplette har siden den gang brukt momentumet til å bygge seg opp innenfor andre produktkategorier også. Det anses lite sannsynlig å lykkes i bransjen uten en ekspertise innen en framvoksende produktkategori.

5.1.2.3 Styrken til leverandører

Leverandørene i forbrukerelektronikk-bransjen er store internasjonale selskaper som blant annet Apple, Microsoft, Samsung, Google, LG og Siemens. I utgangspunktet selger leverandørene produktene sine gjennom sine egne hjemmesider, men velger også å selge gjennom tredjeparter i bransjen for forbrukerelektronikk. Detaljistene i bransjen kjøper inn produkter fra leverandørene i større kvantum, og får dermed bedre priser enn hva leverandørene selger sine produkter for på egne hjemmesider. Sluttforbrukeren i bransjen er opptatt av merkevarer, noe som gjør at enkelte leverandører har mer makt enn andre. Detaljistene er nødt til å ha produkter fra de mest kjente leverandørene som Apple, Microsoft og Samsung, for å ikke miste markedsandeler. Det fører til at disse leverandørene har makt til å sette priser etter eget ønske. I praksis betyr det at detaljistene må leve på små profittmarginer. Detaljistene kan dog oppnå en viss kontroll over priser ved å foreta vertikal integrering. Hovedsakelig handler det om å kjøpe opp leverandører og dermed ta kontroll over verdikjeden til den aktuelle leverandøren (Roos et al., 2021). Elkjøp er en av få

detaljister som har gjort nettopp dette. Selskapet eier kjøkkenprodusenten Epoq og evner å levere skreddersydde kjøkkenløsninger med full kontroll over pris.

5.1.2.4 Styrken til kundene

Kundene i forbrukerelektronikk-bransjen er både bedrifter og privatpersoner. Bedrifter er kunder gjennom B2B segmentet mens privatpersoner er kunder gjennom både fysisk handel og B2C segmentet. Kundene i bransjen er prissensitive og har full informasjon om priser og kvalitet ved hjelp av internett. Det er svært enkelt for kundene å kunne sammenligne de ulike detaljistenes tilbud til enhver tid, noe som etterlater lite makt til den enkelte detaljisten. Gjennom sosiale medier og nettaviser vil kundene også kunne uttrykke sin mening om de enkelte detaljistene og deres produkter og tjenester. Prisene i bransjen presses nedover som følge av den store makten hos kundene. I produktkategorier som ikke er felles blant detaljistene i bransjen vil det være lavere konkurranseintensitet, og derav muligheter til å oppnå høyere profittmarginer. Kundene vil ikke ha like stor makt innenfor disse produktkategoriene.

5.1.2.5 Trusler fra substitutter

Forbrukerelektronikk-bransjen inneholder som kjent mange diversifiserte produkter, og ikke bare ett enkelt, noe som gjør den robust til å tåle inntredener fra nye produkter. Den høye innovasjonshastigheten på forbrukerelektronikk gjør at stadig nye produkttyper blir inkludert i produktmiksen, og ikke direkte bytter ut andre produkter. Leverandørene i bransjen kan dog skape nye produkter som kan gjøre de andre leverandørenes produkter irrelevante på markedet, for eksempel dersom Apple hadde produsert bedre og mer brukervennlige kameraer enn Canon. Detaljistene i bransjen vil importere de mest etterspurte varene uansett, og berøres ikke av den samme risikoen for substitutter som leverandørene gjør.

5.1.2.6 Oppsummering av bransjeanalyse

Tabell 5.2 er en oppsummering av de viktigste faktorene i forbrukerelektronikk-bransjen.

Form	Forhold	Påvirkning på Elkjøp
Eksisterende konkurranse	Tøff konkurranse. Aktørene kjemper om eksisterende markedsandeler	På lang sikt vil Elkjøp oppleve lave vekstrater.
Trusler fra nyetableringer	Få trusler	Nyetableringer vil i liten grad redusere Elkjøps markedsandel.
Styrken til leverandører	Stor makt hos enkelte leverandører	Små profittmarginer for enkelte produktkategorier. Elkjøp har kontroll på enkelte leverandørkanaler og evner å oppnå høyere profittmarginer.
Styrken til kundene	Stor makt hos kundene	Små profittmarginer der hvor konkurranseintensiteten er høyest.
Trusler fra substitutter	Få trusler	Liten/ingen påvirkning

Tabell 5.2: De viktigste faktorene i forbrukerelektronikk-bransjen.

5.1.3 Konkurrentanalyse

I kapittel 5.1.2.1 ble markedsaktørene Power, Amazon, Komplett og Elon presentert som eksisterende konkurrenter i bransjen. I dette delkapitlet analyseres de mest sentrale konkurrentene til Elkjøp litt nærmere, som i dette tilfellet er Power og Amazon. Formålet er å kartlegge selskapsspesifikk informasjon og dermed gjøre konkurrentene sammenlignbare mot Elkjøp.

5.1.3.1 Power

Power er en betydelig mindre aktør i bransjen for forbrukerelektronikk enn hva Elkjøp er. Selskapet beskriver seg selv som Nordens nye elektrogigant med 200 butikker og 4400 ansatte (Power, 2022). I regnskapsåret 2020 hadde selskapet et driftsresultat på 14,6 milliarder NOK, sammenlignet mot Elkjøps 49,8 milliarder NOK i regnskapsperioden 2020/21. Power hadde et negativt driftsresultat i 2019, men oppnådde i 2020 en driftsmargin på 2,1% (Brønnøysundregistrene, 2022) Til sammenligning hadde Elkjøp driftsmarginer på henholdsvis 3,4% og 3,7% i 2019/20 og 2020/21. Power anses som en direkte konkurrent mot Elkjøp i den forstand at selskapet innehar mye av den samme produktmiksen, og samtidig både har nettbasert- og fysiske utsalgssteder. Selskapet driver i likhet med Elkjøp sin virksomhet i Norge, Sverige, Danmark og Finland. Power har investeringselskapene AWILHELMOSEN AS og Dolphin Invest AS som største eiere. AWILHELMOSEN AS er en ressurssterk eier, med andre eierandeler innenfor blant annet cruise hvor selskapet eier 9,1% av det NYSE-noterte (New York Stock Exchange) selskapet Royal Caribbean Group (Awilhelmsen, 2022). Det kan diskuteres hvorvidt Elkjøp har en mer fordelaktig eier, da Dixon Carphone Plc. kun er investert i selskaper som driver innenfor forbrukerelektronikk. AWILHELMOSEN AS har en mer diversifisert portefølje og det er nødvendigvis ikke sikkert at de besitter den samme kompetansen som Dixon Carphone Plc.

5.1.3.2 Amazon

Amazon er ikke en konkurrent av tradisjonell art. Selskapet er verdensomspennende og driver virksomhet som detaljist med utvalg innen de fleste typer forbruksvarer (fysisk og nettbasert), web-tjenester, logistikk og transport, samt underholdning. I følge Forbes er Amazon på topp 5 over selskaper i verden med størst markedsverdi (Murphy et al., 2021). Statistikk fra Statista viser at selskapet hadde det desidert høyeste salget av forbrukerelektronikk i Nord Amerika med 68,94 milliarder dollar i 2020 (Statista, 2022). Amazon har hatt et rykte på seg for å ta markedsandeler fra hvilken som helst bransje selskapet velger å etablere seg i. Selskapet etablerte seg i Norden for første gang den 28. oktober 2020 ved åpning av Amazon.se. Hensikten ved å opprette et svensk domenenavn og lagervirksomhet var å redusere fraktkostnader til kunder i Norden (tidligere ble produkter

fraktet fra lagre i Storbritannia og Tyskland) (Nikel, 2020). Amazon har et bredere produktutvalg innen forbrukerelektronikk enn alle sine konkurrenter, og vil ha fordel av å kunne tiltrekke seg kunder fra et bredt spekter. Den nye lokasjonen gjør selskapet mer eksponert mot prissensitive kunder i Norden. Gitt Amazons størrelse og omdømme globalt, anses selskapet å være den konkurrenten som er mest kapabel til å utkonkurrere Elkjøp på lang sikt.

5.2 Internanalyse

I delkapitlene under presenteres ressursene til Elkjøp i en VRIO analyse.

5.2.1 Ressursanalyse

Ressursene i tabellen nedenfor anses som Elkjøps viktigste ressurser. Ressursene vurderes til å enten ha ingen-, midlertidige- eller vedvarende konkurransefortrinn. Et konkurransefortrinn som er vedvarende må score "JA" på alle variablene i tabellen nedenfor. Påfølgende delkapitler utdyper konkurransefortrinnene som både vedvarende og midlertidige.

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke-immiterbart	Godt organisert	Vedvarende/midlertidig/ingen
Økonomisk posisjon	JA	JA	JA	JA	VEDVARENDE
Merkevarer	JA	NEI	NEI	JA	INGEN
Leverandørkanaler	JA	JA	JA	JA	VEDVARENDE
Logistikk	JA	JA	NEI	JA	MIDLERTIDIG
Kompetanse	JA	JA	NEI	JA	MIDLERTIDIG

Tabell 5.3: VRIO-analyse for Elkjøp.

5.2.1.1 Økonomisk posisjon

Målt i omsetning siste fem år er Elkjøp den klart største aktøren i bransjen for forbrukerelektronikk i Norden. I følge hjemmesiden til Dixon Carphone Plc. hadde Elkjøp en markedsandel på 27% den 1. mai 2021 (Currys plc, 2021). Resten av markedsandelene er fordelt på andre aktører som Power, Komplett, Amazon, Elon, og mindre aktører som Mobit og Kjell & Company. Elkjøp har tjent stabile inntekter over mange år og samtidig opprettholdt sin markedsposisjon. Fordelen ved å være størst er å ha bedre tilgang til kapital og dermed best muligheter til å ekspandere og forflytte ressurser. Gitt den lave trusselen fra nykommere, slik opplyst i kapittel 5.1.2.2, er det naturlig å anta at Elkjøp kommer til å ha et vedvarende økonomisk konkurransefortrinn.

5.2.1.2 Leverandørkanaler

I 2008 foretok Elkjøp en vertikal integrering da selskapet kjøpte opp kjøkkenprodusenten Epoq (Elkjøp Nordic, 2021). Elkjøp kan gjennom sitt 100% eierskap av Epoq tilby unike produkter til egne priser og dermed ha bedre kontroll over profittmarginer. Selskapet eier samtidig 100% av aksjene i Elcare Nordic AS (tidligere InfoCare Workshop AS) og vil derfor kunne oppnå høyere profittmarginer på tjenester knyttet til reparasjoner og vedlikehold (Elcare Nordic, 2022). Elkjøps kontroll over Epoq og Elcare Nordic gir selskapet et konkurransefortrinn overfor konkurrentene. Den sterke økonomiske posisjonen til Elkjøp gjør samtidig at selskapet har evne til å gjøre flere vertikale integreringer i fremtiden.

5.2.1.3 Logistikk

Elkjøp Nordic Distribution Center har en kapasitet til å nå ut til 80% av kundene i Norden innen 24 timer. Den effektive lagervirksomheten er et konkurransefortrinn fordi selskapet samtidig har størst markedsandel. Konkurransefortrinnet er midlertidig fordi det forventes at Amazon kommer til å påføre Elkjøp sterk konkurranse innen lagervirksomhet og logistikk.

5.2.1.4 Kompetanse

Elkjøp er den aktøren innenfor forbrukerelektronikk i Norden med flest ansatte totalt. Dette gjør at selskapet vil kunne nå ut til flest mulig kunder med sin ekspertise. Et bredt spekter av kunnskap og profesjoner gjør samtidig at selskapet kan tilby flere tjenester enn sine konkurrenter. Flere tilgjengelige tjenester øker mersalg, og øker samtidig sannsynligheten for at Elkjøp tjener høyere profittmarginer enn konkurrentene. Eierskapet i Epoq gjør det mulig å for eksempel tilby integreringstjenester, noe som innebærer salg av hvitevarer med installering i tillegg til det kjøpte kjøkkenet. Elkjøps kompetanse ses på som et midlertidig konkurransefortrinn fordi andre aktører i bransjen vil være i stand til å replikere tilbudte tjenester og skaffe ansatte med nødvendig ekspertise.

5.3 SWOT

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none">● Størst markedsandel.● Kontroll over priser ved eierskap i underleverandører.● Størst på tjenester.● Eies av Dixons Carphone	<ul style="list-style-type: none">● Er eksponert for:<ul style="list-style-type: none">- Farer ved varende flaskehals.- Økt inflasjon.- Økte renter.- Endrede konsumtrender.● Leverandører og kunder har mye makt.● Er i en saktevoksende bransje.
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none">● Evner å lede foran i det grønne skiftet.● Reduserte skattekostnader i EU.● Tingenes internett øker antall tilgjengelige produkter.● Nå ut til ekskluderte kundegrupper.	<ul style="list-style-type: none">● Amazon kan ta store markedsandeler.● Netthandel tar mer over (Elkjøp har mange fysiske utsalgssteder).

Tabell 5.4: SWOT-analyse for Elkjøp.

Kolonnene til høyre vil ha en negativ innvirkning på verdsettelse samtidig som at kolonnene til venstre vil ha en positiv innvirkning på verdsettelse. SWOT-tabellen benyttes, sammen med historiske regnskapstall, til å estimere kontantstrøm for de neste fem årene.

6 REGNSKAPSANALYSE

Regnskapsanalyse er en tidkrevende oppgave, da det kreves at analytikeren går gjennom selskapets noter for å kunne kategorisere de ulike regnskapspostene. I verdsettelseskapitlet lages det en prognose for kontantstrømmer de neste fem årene. Det prognostiseres bare for fem år fordi Elkjøp er i en saktevoksende bransje (se tabell 5.4), og at vekstraten derfor ventes å stabilisere seg på et lavt nivå de neste par årene. I tråd med teorien i kapittel 2.2.1 er det dermed Elkjøps fem siste årsregnskap som skal analyseres. Det vil si årsregnskapet for 2017 til og med årsregnskapet 2021. I den anledning er det viktig å minne leseren om at Elkjøp opererer med avvikende regnskapsår. Regnskapsåret strekker seg fra 1.mai til 30.april året etter. I regnskapsanalysen brukes data fra de fire siste årsrapportene: 2017/18, 2018/19, 2019/20 og 2020/21.

I påfølgende delkapitler strukturerer vi resultatregnskapet og balansen for å fremskaffe data som enkelt kan brukes videre i en verdsettelse. Analysen viser samtidig til historiske verdidrivere (slik det er lagt fram av kapittel 2.2.1.1 og 2.2.1.2) og økonomiske nøkkeltall som vil gjøre det lettere å sette prognoser for fremtidige regnskapstall.

6.1 Strukturering av resultatregnskap

Resultatregnskapet til Elkjøp struktureres for å bare inkludere poster som er relatert til selskapets drift. Hensikten med det er å kalkulere verdien av selskapets NOPAT, som er et overskudd ekskludert for finansielle- inntekter og kostnader og andre inntekter og kostnader fra eiendeler som ikke er relatert til drift (Koller et al., 2020).

Fra resultatregnskapet til Elkjøp beregnes verdier for EBIT. I beregning av ROIC bidrar EBIT direkte, og er derfor en viktig størrelse. Innenfor verdsettelse er det rom for å bruke forskjellige overskuddsstørrelser. "Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization", forkortet til EBITDA, og "Earnings Before Interest, Taxes and Amortization",

forkortet til EBITA, er andre varianter for å presentere driftsresultat. I denne oppgaven benyttes EBIT av den hensikt å justere driftsresultatet for avskrivninger på både anleggsmidler og immaterielle eiendeler. Immaterielle eiendeler er eiendeler uten fysisk substans. Elkjøp har store mengder ressurser i diverse programvarer relatert til varelager og omnikanal, og det er derfor logisk å inkludere immaterielle eiendeler som en del av anleggsmidlene. Anleggsmidler slites ut over tid og mister verdi, og genererte inntekter fra anleggsmidlene må settes opp mot slitasjekostnaden. Mengden goodwill kan variere kraftig mellom selskaper innen samme bransje, noe som kan resultere i store forskjeller på avskrivning av eiendelene.

I tabellen nedenfor fremlegges det fem års tilbakeskuende informasjon, som skal brukes for å estimere fremtidige kontantstrømmer med en prognoseperiode på fem år.

<i>(i millioner)</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	34 171	37 375	38 439	41 345	49 889
Varekostnad	- 26 245	- 28 837	- 29 745	- 31 984	- 39 291
Lønnskostnad	- 3 917	- 4 127	- 4 061	- 4 627	- 5 037
Andre driftskostnad	- 1 830	- 1 964	- 1 778	- 1 909	- 2 260
Valuta-tap/gevinst	35	- 33	- 44	28	- 13
EBITDA	2 214	2 414	2 811	2 853	3 288
Avskrivning	- 359	- 450	- 486	- 1 340	- 1 384
EBIT	1 855	1 964	2 325	1 513	1 904
Skatt relatert til drift	- 484	- 464	- 491	- 383	- 373
NOPAT	1 371	1 500	1 834	1 130	1 531
Effektiv skatterate	26,10%	23,60%	21,10%	25,30%	19,60%

Tabell 6.1: Operasjonelle regnskapsposter fra resultatregnskapet til Elkjøp.

6.2 Strukturering av balanse

Balansen struktureres for å enkelt finne fram til investert kapital. Reorganiseringen skal omgjøre balansen til deler bestående av henholdsvis operasjonelle poster, ikke-operasjonelle poster, samt kilder for finansiering (Koller et al., 2020). Investert kapital er summen av operasjonell arbeidskapital og operasjonelle anleggsmidler. Nedenfor presenteres Elkjøps

investerte kapital for perioden 2017-2021, det vil si poster som kun er operasjonelle.

<i>(i millioner)</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Investert kapital					
Kontanter relatert til drift	368	335	333	325	334
Kundefordringer	1 681	1 665	2 168	2 195	1 914
Varer	3 753	4 574	5 002	4 947	5 449
Operasjonelle omløpsmidler	5 802	6 574	7 503	7 467	7 697
Leverandørgjeld	5 978	6 276	6 667	8 587	9 048
Sum kortsiktig gjeld	5 978	6 276	6 667	8 587	9 048
Operasjonell arbeidskapital	-176	298	836	-1 120	-1 351
Driftsløsøre (varige driftsmidler)	875	844	901	975	851
Bruksrettseiendeler	N/A	N/A	N/A	4 744	3 955
Immaterielle eiendeler	359	379	377	648	823
Investert kapital	1 058	1 521	2 114	5 247	4 278

Tabell 6.2: Investert kapital ekskludert Goodwill (GW).

Investert kapital brukes direkte i beregningen av ROIC. Selskapet har stor variasjon for investert kapital mellom årene 2017-2019 og årene 2020-2021. Forskjellen i investert kapital mellom de nevnte årene er et resultat av endringer i regnskapsstandarden IFRS 16. Regnskapsstandarden krever at alle leasingavtaler (både operasjonelle og finansielle) gjenkjennes på balansen fra og med regnskapsåret 2020 (Baksaas & Stenheim, 2020).

Selskapets goodwill er ikke inkludert i tabellen over. Mengden goodwill kan variere kraftig mellom selskaper innen samme bransje, noe som kan resultere i store forskjeller på avskrivning av eiendelene. En inkludering av goodwill har en tendens til å gjøre investert kapital mindre sammenlignbar med investert kapital for andre selskaper innenfor samme bransje. Effekten av denne regnskapsposten på investert kapital er relativt store for årsregnskapene til Elkjøp. Selskaper innenfor forbrukerelektronikk er relativt kapitallette i form av investeringer som angår fysisk substans. Det er hovedsakelig fordi selskapene ikke

produserer produktene selv, og dermed har begrenset behov for anleggsmidler som produksjonshaller og maskiner (Koller et al., 2020). Investert kapital inkludert regnskapsposten goodwill er vist nedenfor.

<i>(i millioner)</i>	2017	2018	2019	2020	2021
Investert kapital					
Konter relatert til drift	368	335	333	325	334
Kundefordringer	1 681	1 665	2 168	2 195	1 914
Varer	3 753	4 574	5 002	4 947	5 449
Operasjonelle omløpsmidler	5 802	6 574	7 503	7 467	7 697
Leverandørgjeld	5 978	6 276	6 667	8 587	9 048
Sum kortsiktig gjeld	5 978	6 276	6 667	8 587	9 048
Operasjonell arbeidskapital	-176	298	836	-1 120	-1 351
Driftsløsøre (varige driftsmidler)	875	844	901	975	851
Bruksrettseiendeler	N/A	N/A	N/A	4 744	3 955
Immaterielle eiendeler	359	379	377	648	823
Goodwill	1 064	1 082	1 083	1 193	1 108
Investert kapital m/GW	2 122	2 603	3 197	6 440	5 386

Tabell 6.3: Investert kapital inkludert Goodwill (GW).

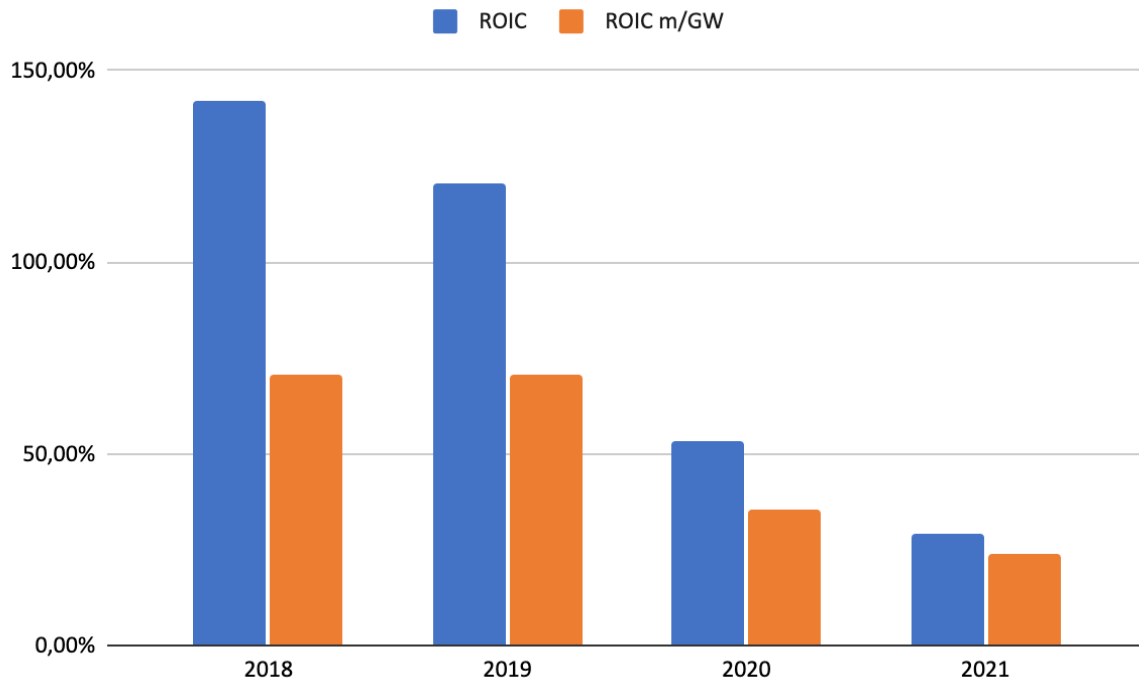
6.3 Verdidrivere

I delkapitlene nedenfor presenteres størrelsen på ROIC og vekst i omsetning for de historiske regnskapstallene til Elkjøp.

6.3.1 ROIC

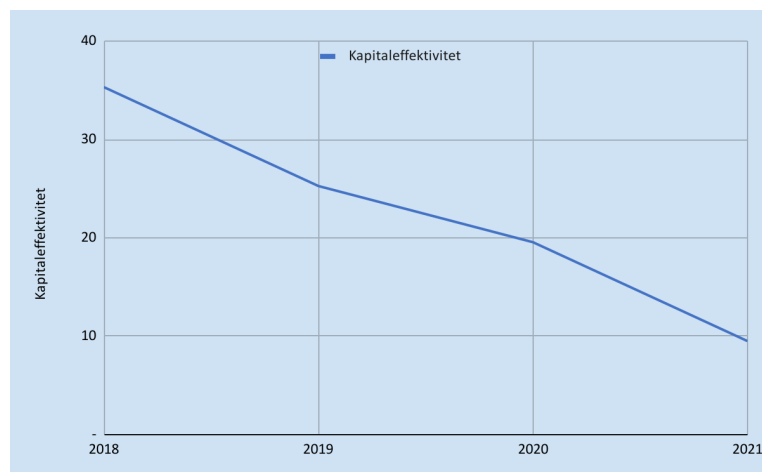
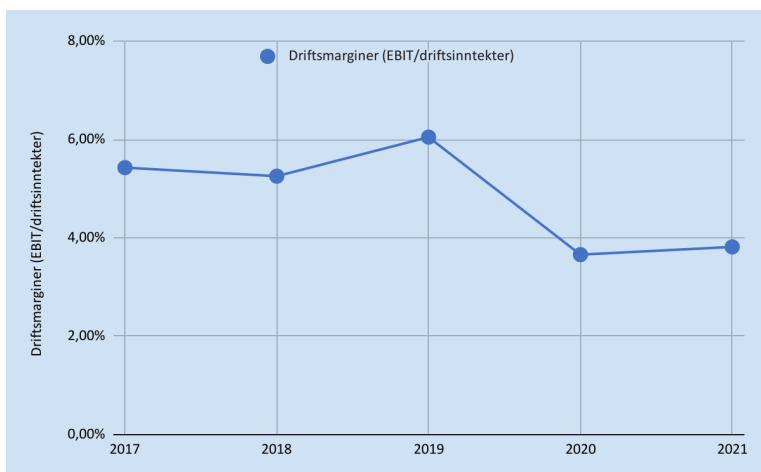
Bransjen for forbrukerelektronikk har historisk vært en bransje med lav kapitalintensitet. Før IASB lanserte den nye standarden for operasjonell leasing i 2019, unngikk Elkjøp å føre regnskapsposten for operasjonell leasing opp på balansen. I perioden fram til årsregnskapet 2020 har investert kapital vært betydelig lavere enn for årsregnskapene gjeldende for 2020 og 2021. Konsekvensen av et hopp i investert kapital for 2020 gjenspeiles i avkastningen på

investert kapital, noe som er illustrert under.



Figur 6.1: Avkastning på investert kapital, med og uten Goodwill

ROIC for 2017 er ikke inkludert fordi det krever informasjon om investert kapital i 2016. Størrelsen på ROIC har historisk vært svært varierende. Figur 6.1 viser samtidig forskjellen mellom ROIC hvor goodwill er inkludert i investert kapital, og hvor de ikke er det. Effekten av IFRS 16 utspiller seg hovedsakelig i år 2021, hvor investert kapital for 2020 brukes for å utregne kapitaleffektivitet. I figur 6.2 og 6.3 er det vist hvordan henholdsvis driftsmarginer og kapitaleffektivitet har variert for Elkjøp de siste fem årene.

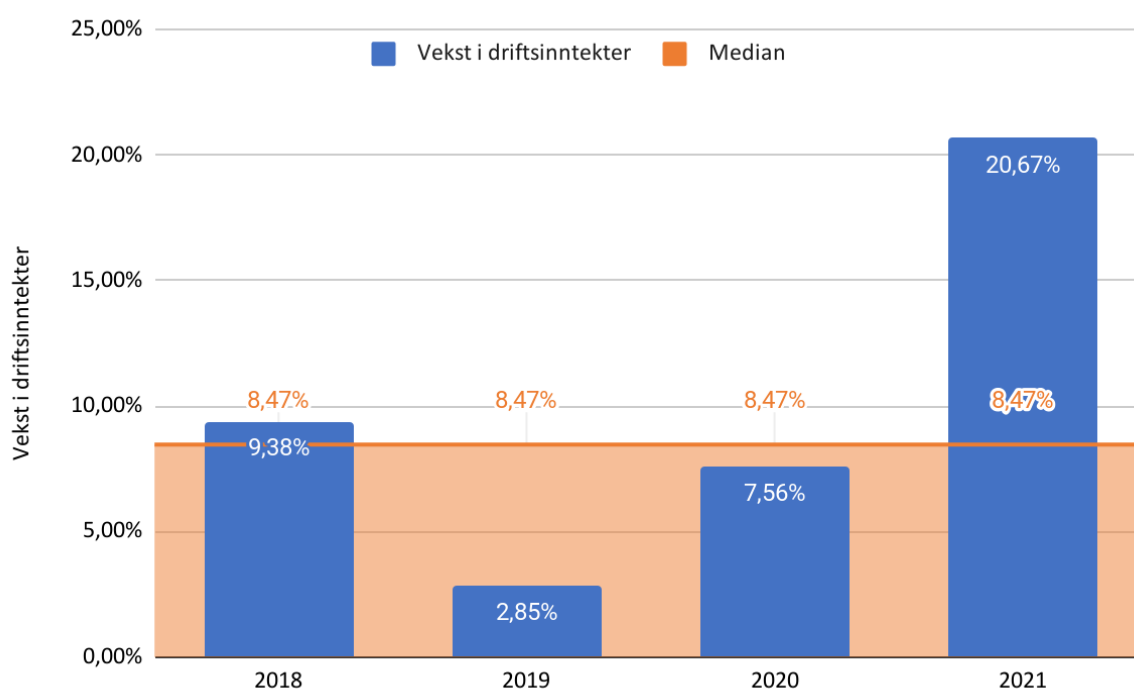


Figur 6.2 og 6.3: Driftsmargin; EBIT i prosent av driftsinntekter, og kapitaleffektivitet; driftsinntekter som en andel av investert kapital.

Driftsmarginene er lite volatile fra år til år, og kan neppe være årsaken til at ROIC varierer slik den gjør. Tabell 6.1 gjør det samtidig klart at skatteratene heller ikke har variert i stor utstrekning. Figur 6.3 viser at kapitaleffektiviteten varierer fra et høyt nivå på rundt 35 og et lavt nivå på rundt 10, noe som betyr at driftsinntektene var henholdsvis 35- og 10-ganger størrelsen av investert kapital. Nivåene for kapitaleffektivitet er i utgangspunktet urealistisk høye, men må ses i et mer realistisk perspektiv. Elkjøp har en businessmodell som ikke krever store mengder kapital investert i produksjonsanlegg og maskiner. Tvert imot gjør deres avhengighet til leverandører at arbeidskapitalen holder seg relativt lav. Resultatet er at investert kapital er lav og ROIC er høy. Balanseføringen av bruksrettseiendeler gjør dog at investert kapital vokser i 2020 og 2021 og skaper en nedadgående trend for ROIC. McKinsey & co. mener økonomisk profitt, i stedet for ROIC, gir et bedre bilde av et selskaps økonomiske verdiskaping i tilfeller for kapitallette selskaper (Koller et al., 2020). Vi mener dog balanseføringen av bruksrettseiendeler gjør at ROIC stabiliserer seg på et fornuftig nivå for de seneste årene og dermed kan benyttes som et bilde på lønnsomhet.

6.3.2 Vekst i omsetning

I tabell 6.4 presenteres Elkjøps omsetningsvekst de siste fire årene. Grafen utelater omsetningsvekst fra 2017 fordi denne oppgaven ikke inkluderer regnskapstall fra 2016. Vekst i omsetning er målt ved likning 2.4.



Figur 6.4: Vekst i driftsinntekter for Elkjøp i perioden 2018-2021.

Figuren gjenspeiler effekten av det solide årsregnskapet for 2020/2021 hvor den strategiske analysen belyser hvilke positive effekter koronapandemiens konsekvenser hadde på bransjen for forbrukerelektronikk og økonomisk aktivitet i verden for øvrig. Den strategiske analysen påpeker dog at bransjen i utgangspunktet er saktevoksende, noe som også må tas i betraktning under prognostisering. Regnskapsårene 2020/2021 og det som nå blir 2021/2022, må ses i et historisk perspektiv. Regnskapsårene har vært ekstraordinære, og det må det tas høyde for i estimering av fremtidige kontantstrømmer.

7 VERDSETTELSE

I dette kapitlet skal vi fastsette en verdi for egenkapitalen til Elkjøp i et "base-scenario". Kapitlet bruker teori presentert i kapittel 2 som et faglig fundament. Resultatene fra kapitlene om strategisk analyse og regnskapsanalyse benyttes for å fastsette estimater. Egenkapitalen til Elkjøp verdsettes ved hjelp av både en DCF-modell og multiplere. Resultatet fra DCF-modellen fungerer som et base-case, hvor resultatet fra multiplene er ment som sammenligninger. Base-scenariet skal benyttes videre i sensitivitetsanalysen i kapittel 8 hvor det undersøkes hvordan egenkapitalen forandrer seg ved endring av enkelte variabler.

Dette kapitlet skal først finne et uttrykk for WACC på både kort- (år 1-5) og lang sikt. WACC skal senere i kapitlet brukes til å diskontere både de fremtidige kontantstrømmene og terminalleddet. Diskonteringene vil generere én nåverdi for de fem kontantstrømmene i prognoseperioden og én nåverdi for terminalleddet, hvor disse nåverdiene deretter summeres. Summen subtraheres med Elkjøps netto rentebærende gjeld og ilegges verdien av kontantbeholdningen. Resultatet vil være et anslag på Elkjøps egenkapitalverdi.

7.1 Avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi utarbeide WACC. I kapittel 2 ble først WACC presentert i sin helhet og deretter dekomponert. Leseren skal dermed ha klart for seg hvordan WACC er bygget opp og hvordan den blir beregnet. I dette kapitlet blir alle de relevante komponentene regnet ut først og deretter satt inn i likning 2.5.

7.1.1 Risikofri rente

Denne oppgaven benytter seg av en nominell risikofri rente basert på det faktum at de fremtidige kontantstrømmene også er i nominelle verdier. I tider med høy inflasjon og kraftige renteendringer, slik det er i skrivende stund, er det anbefalt å benytte risikofrie

realrenter fordi renter på statsobligasjoner opplever høy volatilitet (Damodaran, 2018). Problemet med å bruke reelle risikofrie renter er at kontantstrømmene også må være i reelle verdier. Prisøkninger som følge av inflasjon er dog inkorporert i den veksten som regnskapspostene til Elkjøp har. Det er krevende for eksterne interessenter å anslå hvor mye av veksten i driftsinntekter som stammer fra volumvekst og hvor mye som stammer fra prisvekst (som følge av inflasjon). Nominell risikofri rente hentes dermed fra markedsomsatte statsobligasjoner.

Elkjøp fører regnskapet sitt i norske kroner, noe som krever at den risikofrie renta også må tilhøre norsk krone for å reflektere den inflasjonen som befinner seg i den norske valutaen (Damodaran, 2018). Den risikofrie renten settes lik renten på den tiårige norske statsobligasjonen, som per 10.04.2022 er 2,78% (Norges Bank, 2022). Denne renten skal benyttes for både WACC i prognoseperiodene og for WACC i terminalledet. Renter på tiårige norske statsobligasjoner benyttes hovedsakelig fordi de er mest likvide (Bøhren et al., 2018). På grunn av stor usikkerhet knyttet til framtidig nivå på inflasjon og norsk styringsrente er det også stor usikkerhet relatert til bruk av den valgte risikofrie renten.

7.1.2 Markedets risikopremie

I likningen 2.6 og 2.7 kom det fram at markedets risikopremie beregnes ved å subtrahere den risikofrie renten fra den forventede avkastningen til markedet. Basert på hvilken markedsportefølje man tar utgangspunkt i er det ulike anslag for markedets risikopremie. En undersøkelse viser at Norge har hatt en gjennomsnittlig risikopremie for Oslo Børs på 5,9% for de fem siste årene. I løpet av de fem siste årene viste risikopremien for Oslo Børs en topp på 7% i 2019 og en bunn på 4,6% i 2021. Den samme undersøkelsen viste en medianverdi på 5% for hvert år (PwC Norge, 2021). I denne verdsettelsen benyttes den stabile medianverdien på 5% som risikopremie for Oslo Børs. Det benyttes en risikopremie fra det norske aksjemarkedet da det anses mest relevant for Elkjøp å børsnotere seg der.

7.1.3 Målsatt kapitalstruktur på kort og lang sikt

I kapittel 2.3.1.1 ble det konstatert at denne oppgaven skal benytte den samme målsatte kapitalstrukturen på både kort og lang sikt, noe som betyr at kapitalstrukturen i WACC for prognoseperioden er lik den for terminalleddet. Elkjøp har ikke uttalt hvilken kapitalstruktur selskapet har som mål å ha i fremtiden. Målsatt kapitalstruktur blir dermed beregnet til gjennomsnittet av kapitalstrukturen for sammenlignbare selskaper, slik det ble anbefalt i kapittel 2.3.1.1. Elkjøps målsatte kapitalstruktur blir dermed satt til en gjeldsgrad på 1,43, slik det fremgår av tabell 7.1 (se neste side). Ved å følge den enkle metodikken (se kapittel 2.3.1.1) for å gå fra gjeldsgrad til gjeldsandel finner vi en målsatt gjeldsandel på 58,8% for Elkjøp. Selskapets målsatte egenkapitalandel vil dermed være 41,2%.

Gjeldsgrad for selskapene i tabell 7.1 blir beregnet ved å dele bokført verdi av langsiktig gjeld på markedsverdien av egenkapital. Selskapene har, i likhet med Elkjøp, store verdier knyttet til leverandørgjeld som kategoriseres som kortsiktig gjeld. Dette er gjeld som ikke har tilhørende rentekostnader. Kortsiktig gjeld er derfor ikke inkludert i målsatt kapitalstruktur fordi det ville gitt et feil bilde av den vektete kapitalkostnaden som beregnes i WACC.

7.1.4 Investeringsbeta

Egenkapitalbetaen til Elkjøp beregnes, slik det ble lagt fram i kapittel 2.3.1.3.1, ved å gå veien om den gjennomsnittlige investeringsbetaen til sammenlignbare selskaper. Selskapene er presentert i tabell 7.1 og er valgt ut fordi de opererer innenfor samme virksomhet som Elkjøp, og samtidig har aksjene sine notert på en børs. Det er verdt å merke seg at vi bare har inkludert et fåtall selskaper. Det er fordi det ikke finnes mange selskaper som driver innen det samme forretningsområde som Elkjøp, og samtidig er notert på en børs.

Egenkapitalbetaene ble beregnet ved lineær regresjon for månedlig avkastning over fem år mellom de respektive selskapene og MSCI World All Cap Index. Markedsindeksen inneholder 6 100 selskaper av ulik størrelse fra alle de 23 landene som har utviklede aksjemarkeder

(MSCI, 2022). Siden de sammenlignbare selskapene er notert på lokale børser i USA, Italia, Tyskland og Frankrike ble MSCI indeksen relevant som en felles motpart for alle selskapene i undersøkelsen.

Rent teknisk plottet vi månedlige kursendringer for MSCI inn på x-aksen i et diagram, sammen med månedlige kursendringer for de respektive selskapene inn på y-aksen. Kursendringer for de sammenlignbare selskapene er hentet fra Yahoo Finance. Med fire sammenlignbare selskaper resulterte det i fire forskjellige grafer. Funksjonen til grafene er basert på den som er vist i likning 2.9. Beta for hver av de sammenlignbare selskapene er representert i stigningstallet til de henholdsvis grafene.

Forklaringskraften (R^2) til egenkapitalbetaene ligger i intervallet 37%-56%, noe som indikerer at mange av kursendringene til selskapene kan forklares ut ifra kursendringene til MSCI indeksen. I utgangspunktet ble det også utført en lineær regresjon for et kinesisk selskap. Selskapet ble ikke med i tabell 7.1 fordi forklaringskraften til den regerte egenkapitalbetaen var svært lav. Gjeldsgrad og effektiv skatterate i tabell 7.1 er hentet fra de respektive selskapenes årsrapport fra 2021. Ved å plassere gjennomsnittsverdiene beregnet nederst i tabellen inn i likning 2.8, kalkuleres Elkjøps (den gjennomsnittlige) investeringsbeta til å være 0,88. Investeringsbetaen brukes for egenkapitalbeta på både kort og lang sikt.

	β_E ved regresjon	R^2	Gjeldsgrad	Effektiv skatt	β_I
Best Buy (USA)	1,47	0,48	0,19	24,3%	1,29
Unieuro (Italia)	1,63	0,37	1,54	24,0%	0,75
Ceconomy (Tyskland)	2,31	0,56	2,35	17,8%	0,79
Fnac Darty (Frankrike)	1,51	0,47	1,64	28,5%	0,70
Gjennomsnitt	1,73		1,43	23,7%	0,88

Tabell 7.1: Investeringsbeta for Elkjøp.

7.1.5 Gjeldsbeta

Før Elkjøps egenkapitalbeta kan beregnes ved hjelp av likning 2.10 må det beregnes en gjeldsbeta for kort og lang sikt. Selskapet har ikke synliggjort rentekostnader på lån som er tatt opp nylig. Vi følger dermed anbefalingen av kapittel 2.3.1.3.2 og danner en syntetisk kredittvurdering av gjelden til Elkjøp. I Damodaran (2021) sin tabell for utregning av kredittrating brukes rentedekningsgrad som måltall. I tabell 7.2 er den gjennomsnittlige rentedekningsgraden til Elkjøp beregnet for de siste to årene.

	2020	2021	Gjennomsnitt
EBITA	1 682	2 047	1 865
Rentekostnader	233	245	239
Rentedekningsgrad	7,22	8,36	7,79

Tabell 7.2: Rentedekningsgrad for Elkjøp de to siste årene.

Det har bare blitt brukt to års historikk fordi rentekostnadene før år 2020 ikke reflekterer rentekostnader på leasing. En rentedekningsgrad på 7,79 impliserer en kredittvurdering på A1/A+, som tilsvarer et risikopåslag på 1,07% for selskapets gjeld. Ved å dele risikopåslaget med en risikopremie for markedet på 5%, sitter selskapet igjen med en gjeldsbeta på 0,214. I forkant av 2020 og innføringen av IFRS 16 hadde selskapet en enda høyere rentedekningsgrad, og derav lavere systematisk risiko knyttet til gjelden. Det forutsettes at den gjennomsnittlige rentedekningsgraden beregnet i tabell 7.2 vil være representert så lenge selskapet må balanseføre sine eiendeler knyttet til leasing. Gjeldsbetaen på 0,214 benyttes dermed for både kort og lang sikt i denne verdsettelsen.

7.1.6 Egenkapitalbeta

I tabell 7.3 har Elkjøps egenkapitalbeta blitt beregnet til 2,00 ved hjelp av likning 2.10¹. Skatteraten som er brukt i tabellen er et gjennomsnitt av Elkjøps effektive skatterate for de fem siste årene (se tabell 6.1). Den justerte egenkapitalen regnes ut til 1,67 ved hjelp av likning 2.11². Det er den justerte egenkapitalbetaen som skal benyttes videre i verdsettelsen.

¹ Elkjøps egenkapitalbeta = $0,88 + (0,88 - 0,21) * (1 - 0,23) * 1,43 = 2,00$

² Elkjøps justerte egenkapitalbeta = $2,00 * 0,67 + 1,00 * 0,33 = 1,67$

	β_I	β_G	$\frac{G}{E}$	Skatt	β_E	Justert β_E
Elkjøps β_E	0,88	0,21	1,43	0,23	2,00	1,67

Tabell 7.3: Elkjøps egenkapitalbeta.

7.1.7 Kapitalkostnad

Før WACC kan beregnes må selskapets egenkapitalkostnad og gjeldskostnad regnes ut. Egenkapitalkostnad beregnes ved hjelp av likning 2.6 til å være 11,14% for Elkjøp³. Likning 2.7 beregner gjeldskostnaden til å være 3,85%⁴. I denne oppgaven har vi ikke differensiert mellom kortsiktig og langsiktig kapitalstruktur. Grunnen til det er at selskapet sannsynligvis vil ha en stabil langsiktig gjeld så lenge bruksrettseiendelene balanseføres og holdes på et stabilt nivå. Ved å bruke konstante verdier for målsatt kapitalstruktur, egenkapitalkostnad, gjeldskostnad og skatterate, vil WACC i prognoseperioden bli identisk med den for terminalleddet. Nedenfor blir Elkjøps relevante WACC beregnet ved hjelp av likning 2.5⁵.

	k_E
r_f	2,78%
β_E	1,67
$[E(r_m) - r_f]$	5,00%
k_E	11,14%

	k_G
r_f	2,78%
β_G	0,21
$[E(r_m) - r_f]$	5,00%
k_G	3,85%

	WACC
Gjeldsandel	58,80%
k_G	3,85%
Skatt	23,14%
Egenkapitalandel	41,20%
k_E	11,14%
WACC	6,33%

Tabell 7.4, 7.5 og 7.6: Beregning av ulike typer kapitalkostnad for Elkjøp.

³ Elkjøps egenkapitalkostnad = 2,78% + 1,67 * 5,00% = 11,14%

⁴ Elkjøps gjeldskostnad = 2,78% + 0,21 * 5,00% = 3,85%

⁵ WACC for Elkjøp = 58,80% * 3,85% * (1 - 23,14%) + 41,20% * 11,14% = 6,33%

7.2 Prognoser

Det estimeres fremtidige kontantstrømmer for Elkjøp som gjelder for årene 2022 til 2026 (regnskapsårene 2021/22 - 2025/26). Grunnen til at det er benyttet en horisont på fem år er hovedsakelig fordi Elkjøp befinner seg i en saktevoksende bransje slik den strategiske analysen belyser. I figur 6.4 ble det vist at Elkjøp har hatt en usedvanlig sterk vekst i salgsinntekter de siste to årene. Det er dog forventet at selskapets vekst stabiliseres på et lavere nivå i løpet av de kommende fem årene.

7.2.1 Vekst i salgsinntekter

I desember 2021 holdt Elkjøp en halvårlig oppdatering rundt sin økonomiske stilling for regnskapsåret 2021/22. I den anledning fortalte selskapet at den halvårlige veksten i omsetning var 1% lavere enn hva den var ved den halvårlige oppdateringen i 2020 (Elkjøp Nordic, 2021). Det forutsettes at forbrukeratferden i første del av 2022 har vært lik den for første del av 2021, gitt at nedstengingene har fortsatt i første del av 2022 (se kapittel 4.2.1.1). Vekst i omsetning for 2022 estimeres dermed til 19,67%, noe som er 1% lavere enn veksten i 2021 (se figur 6.4). Estimater for 2022 følger dermed resultatene fra den halvårlige oppdateringen.

I figur 6.4 er det vist at omsetningsveksten har hatt en medianverdi på 8,47%. Den gjennomsnittlige omsetningsveksten var 10,11% for samme periode, hvorav standardavviket var på 7,55%. Veksten i omsetning for årsregnskapet 2020/21 var den største bidragsyteren til det høye gjennomsnittet og det store standardavviket som nå blir beregnet i figur 6.4. Det ventes at veksten i 2023 vil normaliseres til medianverdien på 8,47%. I år 2026 forventes det at selskapet har en omsetningsvekst lik 2%, noe som er inflasjonsmålet til den norske sentralbanken. Omsetningsvekst for årene mellom 2023 og 2026 vil dermed avta lineært fra 8,47% mot 2%. Salgsveksten i årene 2024 og 2025 vil være på henholdsvis 5,65% og 2,82%.

7.2.2 Varekostnad

Vanligvis estimeres kostnader i prosent av de estimerte driftsinntektene. I SWOT-analysen ble det dog gjort klart at Elkjøp er eksponert mot makroøkonomiske faktorer som varende flaskehals og inflasjon (se tabell 5.3). Ved å se på vekst i kostnader år over år ser vi at Elkjøp har hatt sterkere vekst i kostnader enn i driftsinntekter for 2021 i forhold til årene før. Vekst i varekostnad var 22,85%, hvor veksten i driftsinntekter var 20,67% som tidligere nevnt. Forskjellen i vekst kan ses i lys av økt inflasjon og flaskehals innenfor råvarehandel. I følge kapittel 5.2.1.1 hensyntas en amerikansk inflasjonsrate i prognosene for varekostnad. Denne raten er på 8,5% for de siste 12 månedene (målt i mars 2022) (U.S Bureau of Labor Statistics, 2022). Det blir altså ikke beregnet samme inflasjon i salgsinntekter da Koller et al. (2020) anslår det som vanskelig å videreføre kostnader på forbrukerne (se kapittel 5.2.1.1). Det estimeres dermed en økt varekostnad på 23,70% for 2022. Varekostnaden utgjør dermed 81,41% av salgsinntekter i 2022, mot et gjennomsnitt på 77,66% for de fem foregående årene. På bakgrunn av svakhetene som er beskrevet i SWOT-analysen forventes det at varekostnaden vil utgjøre en større prosentandel av driftsinntekter de neste fem årene, enn hva den har gjort historisk. Varekostnad settes dermed til 80% av driftsinntekter for årene 2023-2026.

7.2.3 Øvrige resultatposter

Andre driftskostnader, lønnskostnader og valuta-yap/gevinst blir prognostisert i en fast prosentandel av driftsinntektene. Posentestimatet som er brukt tilsvarer de foregående fem årenes gjennomsnittandel. Fremtidig skatterate estimeres til Elkjøps gjennomsnittlige effektive skatterate (23,14%) for de to første prognoseårene. Skatteraten reduseres dog til 20% for årene 2024-2026 som følge av EUs potensielle endringer i skattepolitikken, slik det ble diskutert i kapittel 5.1.1.1.2.

7.2.4 Investeringer

FCFF beregnes ved å trekke fra investeringer og legge til avskrivninger, slik det ble nevnt under kapittel 2.1.2. Det strømmer årlig kontanter inn og ut av Elkjøp knyttet til arbeidskapital, varige driftsmidler, bruksrettseiendeler og immaterielle eiendeler. Endringer i beholdningene diskuteres i de påfølgende delkapitlene.

7.2.4.1 Arbeidskapital

I følge SWOT-analysen vil tingenes internett øke antall produkter tilgjengelige på markedet. Dette taler for at både kundefordringer, varelager og leverandørgjeld vil vokse med tiden. Økt aktivitet gjennom netthandel vil samtidig kreve at Elkjøp alltid har nok varer på lager. Det ventes dermed at selskapet kjøper inn større kvantum fra leverandørene, har et større varelager og har større utestående summer relatert til kundefordringer. Det ventes at varelageret og leverandørgjelden vil øke med den gjennomsnittlige historiske prosentandelen som varelager og leverandørgjeld har hatt av varekostnadene. Kundefordringene øker med historisk gjennomsnittlig prosentandel av driftsinntekter.

7.2.4.2 Anleggsmidler

Prosjektering av anleggsmidler består av å sette prognoser for varige driftsmidler, bruksrettseiendeler og immaterielle eiendeler. Tabell 6.2 viser at varige driftsmidler har hatt en stabil utvikling gjennom fem år. I prognosene for varige driftsmidler benyttes den gjennomsnittlige historiske prosentandelen som varige driftsmidler utgjør av driftsinntekter. Det ventes at avskrivningene til de varige driftsmidlene økes i takt med den gjennomsnittlige prosentandelen som de historiske avskrivningene har hatt av de varige driftsmidlene. Bruksrettseiendelene har bare en historikk på to år, noe som legger betydelig mer usikkerhet i det å prognostisere utviklingen i denne regnskapsposten. Selskapets regnskapsnoter gir opplysninger om tilgang og avskrivning på leasede eiendeler. Vi bruker gjennomsnittet av de to foregående årene for å estimere fremtidig tilgang og avskrivning, noe som gjør det mulig å pronostisere inngående- og utgående balanse for bruksrettseiendelene i årene som kommer. Dette mener vi gir et mer riktig bilde enn å estimere størrelsen på bruksrettseiendelene som

prosent av driftsinntekter.

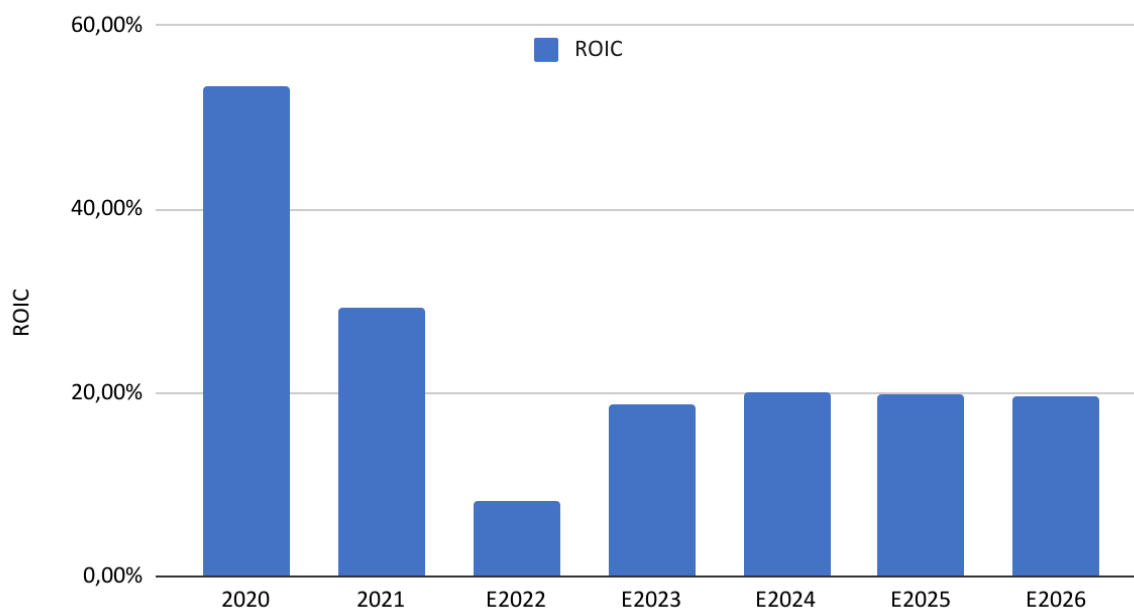
Investeringer knyttet til varige driftsmidler og bruksrettseiendeler beregnes hvert år i prognosen ved subtrahere det gjeldende års utgående beholdning med det gjeldende års inngående beholdning, samt å addere avskrivninger fra samme år. Det vil altså være en kontanteffekt av endringer i balanseverdier for anleggsmidler. Kontanteffekten blir aktuell når vi skal beregne FCF fra NOPAT.

7.2.4.3 Immaterielle Eiendeler

Selskapet sier selv at det hovedsakelig er programvarer, lisenser og infrastruktur som er bundet til regnskapsposten immaterielle eiendeler. Dette er eiendeler som er essensielle for å drive detaljvirksomhet idag. Det forventes at konkurransen i forhold til omnikanal og programvare (spesielt for lagervirksomhet) vil øke i årene som kommer, gitt trenden vi ser idag. Det ventes dermed at investeringer knyttet til forbedring av programvare vil opprettholdes i årene som kommer. Samtidig estimeres det investeringer knyttet til segmentene for netthandel og "Click & Collect" i fremtiden, gitt den veksten disse områdene har hatt de siste årene. Vi prognostiserer immaterielle eiendeler i prosent av driftsinntekter fordi det er sannsynlig at det gjøres ytterligere investeringer knyttet til disse eiendelene når selskapet vokser. Investeringer knyttet til immaterielle eiendeler beregnes på samme måte som for anleggsmidler.

7.2.5 ROIC

Etter å ha satt prognoser for resultatregnskapet og investert kapital, beregnes ROIC ekskludert goodwill for årene 2020 til 2026 i figur 7.1. ROIC stabiliserer seg rundt 20% for de fire siste årene i prognosen. Figuren gir et perspektiv på hvordan vi estimerer at Elkjøp kommer til å prestere de neste årene.



Figur 7.1: ROIC mellom 2020 og 2026.

7.2.6 FCFF

I tabell 7.7 er alle forutsetningene som er diskutert under kapittel 7.2 satt inn for å kalkulere NOPAT i årene 2022-2026. Nåverdier er beregnet med WACC som diskonteringsrente.

Summen av nåverdiene i prognoseperioden beløper seg til 9 122 millioner kroner.

(i millioner kroner)	E2022	E2023	E2024	E2025	E2026
NOPAT	347	1 039	1 155	1 173	1 187
Avskrivning	1 426	1 601	1 676	1 741	1 788
Nedgang (økning) i arbeidskapital	(810)	(28)	29	15	11
Nedgang (økning) i anleggsmidler	(443)	(110)	(79)	(42)	(31)
Nedgang (økning) i bruksrettseiendeler	45	(9)	(41)	(51)	(55)
Nedgang (økning) i immaterielle eiendeler	(62)	(72)	(66)	(52)	(39)
FCFF	504	2 421	2 673	2 785	2 861
Nåverdi	474	2 142	2 223	2 178	2 105
Sum nåverdier	9 122				

Tabell 7.7: Prognose for FCFF i perioden 2022-2026.

7.3 Terminalverdi

Terminalverdi beregnes ved hjelp av likning 2.12 slik den ble presentert i teoridelen.

Likningen estimerer nåverdien av alle kontantstrømmene i tiden etter prognoseperioden. I likningen benyttes en vekst på 2%, lik veksten i det siste prognoseåret. Veksten plasserer seg også på samme linje som inflasjonsmålet til Norges Bank. Det benyttes en WACC på 6,33%, som er lik den for prognoseperioden. NOPAT i år $n+1$ (det som ville vært 2027) har vokst 2% fra NOPAT i år 2026 og har en verdi på 1 208 millioner kroner.

Vi estimerte i kapittel 7.2.5 at ROIC kommer til å stabilisere seg rundt 20% for Elkjøp de neste fem årene. Dette forutsetter at Elkjøp har konkurransefortrinn i bransjen på kort sikt, og dermed evner å tjene en høyere driftsmargin og ha en høyere kapitaleffektivitet enn konkurrentene. Det forventes dog ikke at selskapet kan opprettholde en så høy ROIC i evig tid. I følge SWOT-analysen vil sannsynligvis Amazon ta markedsandeler fra Elkjøp på lengre sikt. Sett i et evighetsperspektiv ventes det at konkurransen fra Amazon vil gjøre at Elkjøp mister sine konkurransefortrinn og vil ende opp med en RONIC som er identisk med WACC (tilsvarende ingen konkurransefortrinn). RONIC settes dermed til 6,33%.

Nedenfor beregnes terminalverdien til Elkjøp. Nåverdien til terminalverdien er beregnet med en diskonteringsfaktor på 0,74, noe som er det samme som diskonteringsfaktoren i år 2026 (se tabell 7.9).

<i>(i millioner kroner)</i>	Terminalverdi
NOPAT $n+1$	1 208
g	2,00%
RONIC	6,33%
WACC	6,33%
TV	19 080
Nåverdi TV	14 037

Tabell 7.8: Terminalverdi for Elkjøp.

7.4 Egenkapital i base-case

Selskapsverdien til Elkjøp i base-caset beregnes ved hjelp av likning 2.1 i teoridelen.

	Kontantstrøm	Diskonteringsfaktor ⁶ ($\frac{1}{(1+WACC)^n}$)	Sum av DCF
Kontantstrøm 2022	504	0,94	474
Kontantstrøm 2023	2 421	0,88	2 142
Kontantstrøm 2024	2 673	0,83	2 223
Kontantstrøm 2025	2 785	0,78	2 178
Kontantstrøm 2026	2 861	0,74	2 105
TV	19 080	0,74	14 037
Sum DCF			23 159

Tabell 7.9: Sum DCF av operasjoner i base-scenario.

Tabell 7.9 viser at summen av alle diskonterte fremtidige kontantstrømmer for Elkjøp er 23 159 millioner kroner. Selskapsverdien til Elkjøp beregnes ved å legge til verdien av ikke-operasjonelle eiendeler. Egenkapitalverdien til selskapet beregnes deretter ved å legge til overflødig kontantbeholdning, og samtidig trekke gjeldsekvivalenter i fra selskapsverdien. Selskapet har ingen rentebærende gjeld, og rentekostnadene kommer i sin helhet fra gjeld knyttet til leasing. Gjeld som tilhører leasing inngår som en gjeldsekvivalent. Elkjøp har en stor kontantbeholdning som i årsrapporten betegnes som “cash pool”. Kontantene er skutt inn av morselskapet og skal hindre at selskapet trenger å tynges med masse rentebærende gjeld når det skal foretas investeringer. Kontantbeholdningen anses i sin helhet for å ikke være operasjonell, og må dermed legges til EV i etterkant.

⁶ Diskonteringsfaktoren i 2022 benytter n=1. Diskonteringsfaktoren i år 2026 og for TV benytter n=5.

<i>(i millioner kroner)</i>	Egenkapital
Sum DCF	23 159
Ikke operasjonelle eiendeler	164
EV	23 323
Kontanter	3629
Gjeldsekvivalenter	-4643
Egenkapital	22 309
Antall aksjer	35 800 050
Aksjekurs	623

Tabell 7.10: Markedsverdi for egenkapitalen til Elkjøp i base-scenario.

7.5 Multiplerverdsettelse

Tabell 7.11 verdsetter Elkjøps selskapsverdi basert på gjennomsnitt og median av multiplene til sammenlignbare selskaper. Alle multiplene i tabell 7.11 er hentet fra markedsdatatjenesten Koyfin.com. I tabellen er det tatt med et kinesisk selskap (selskapet ble nevnt under kapittel 7.1.4) for å inkludere mer data. Selskapsverdiene som vises i nedre del av tabellen er omgjort til egenkapitalverdi ved å legge til summen av Elkjøps kontanter og gjeldsekvivalenter til selskapsverdien. Egenkapitalverdiene i tabellen varierer mellom 13 953 millioner kroner og 43 886 millioner kroner, noe som er store differanser. Basert på medianverdier beregnes Elkjøps selskapsverdi til et sted mellom 13 953 millioner kroner og 16 693 millioner kroner. Gjennomsnittet av disse medianverdiene er 15 138 millioner kroner. Til sammenligning verdsetter vi Elkjøps egenkapitalverdi til å være 22 309 millioner kroner ved hjelp av DCF-analysen. Multiplerverdsettelsen er ikke nødvendigvis en fasit på hvordan selskaper som driver innenfor forbrukerelektronikk bør verdsettes, men det skaper et bilde for hvordan slike selskaper vanligvis prises på en børs.

	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales
Best Buy	5,7	9,1	0,5
Unieuro	4,8	9,8	0,3
Ceconomy	2,3	19,8	0,1
Fnac Darty	3,3	9,3	0,3
Suning	8,1	8,7	3,3
Gjennomsnitt	4,8	11,3	0,9
Median	4,8	9,3	0,3
(i millioner kroner)	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/Sales
Elkjøp (gjennomsnitt)	14 900	20 577	43 886
Elkjøp (median)	14 768	16 693	13 953

Tabell 7.11: Relativ verdsettelse av Elkjøps selskapsverdi. Kilde på multipler fra sammenlignbare selskaper: app.koyfin.com.

8 SENSITIVITETSANALYSE

Forrige kapittel presenterte egenkapitalen til Elkjøp i et base-scenario. Det er dog knyttet en del usikkerhet opp mot bruk av enkelte estimater og antakelser som er brukt for å komme fram til selskapets egenkapital. Dette kapitlet skal undersøke hvordan egenkapitalen kan se ut dersom det legges til rette for flere scenarier enn kun et base-case.

8.1 Usikkerhet i estimater

Monte Carlo simuleringen for egenkapitalverdien til Elkjøp er gjort ved å rette størst fokus mot faktorene som anses å inneholde mest usikkerhet. I dette kapitlet beskriver vi hvilke usikkerheter som er bakt inn i simuleringen presentert i figur 8.1. Simuleringene er gjort ved å foreta randomisering av verdier som ligger mellom det vi kaller for “best-case” og “worst-case”. Dette er to scenarier som er laget basert på historisk data, tverrsnittsdata og i enkelte tilfeller våre egne subjektive oppfatninger av usikkerhet. Avstanden hver variabel har mellom best-case og base-case, samt avstanden mellom base-case og worst-case, blir ansett

som variabelens sannsynlighetsfordeling. Det vil si at en variabel ikke kan variere andre steder enn mellom best-case og worst-case. I simuleringen legger vi til grunn at det er like stor sannsynlighet for at et hvilket som helst utfall mellom best-case og worst-case skal forekomme. Nedenfor presenteres de ulike variablene som er simulert i Monte Carlo modellen. Det vises også hvor mye hver variabel påvirker egenkapitalverdien til Elkjøp.

8.1.1 Varekostnad

SWOT-analysen belyser at Elkjøp er eksponert mot inflasjon og varige flaskehals i sine leverandørkanaler. Dette medfører stor usikkerhet vedrørende prosjektering av fremtidige varekostnader. Det er vanskelig å vite når disse makroøkonomiske problemene vil løse seg, men vi anser det generelle nivået for varekostnader til å være høyere i årene som kommer, enn hva som har vært faktum historisk. Det er fastsatt et relativt stort gap mellom varekostnader i et best case og i et worst case, nettopp for å bake inn usikkerheten i simuleringen. I kapittel 7.2.2 kommer det fram at varekostnadene utgjør 80% av driftsinntektene for årene 2023-2026. Her forutsettes det at estimatet har en tilhørende usikkerhet hvor 81,50% er andelen på det verste og 78,76% (andelen i 2021) er andelen på det beste. Det er altså tillagt en større usikkerhet til nedsiden enn hva det er til oppsiden. Hvis varekostnadene skal variere fra base-caset taler de makroøkonomiske problemene nevnt over for at sannsynligheten er høyere for oppgang (økte varekostnader) enn hva det er for nedgang. Tabell 8.1 viser hvor stor påvirkning endringer i varekostnadene (som estimeres i prosentandel av driftsinntektene) har på egenkapitalverdien.

	Best case	Base case	Worst case
Egenkapitalverdi	33 751	22 309	9 468
Prosentvis forskjell fra base case	51,29 %		57,56 %

Tabell 8.1: Endring i egenkapitalverdi ved endring i varekostnad, alt annet likt.

8.1.2 Vekst i driftsinntekter

I følge kapittel 7.2.1 ble vekst i driftsinntekter estimert til 19,67% for 2022. Dette estimatet tillegges ikke usikkerhet fordi det er hentet fra selskapets halvårlige oppdatering. Usikkerhet i vekstestimatene for årene 2023-2026 presenteres i tabellen under.

	Best-case	Base-case	Worst-case
E2023	9,47%	8,47%	6,47%
E2024	6,15%	5,65%	4,15%
E2025	3,32%	2,82%	2,32%
E2026	2,50%	2,00%	1,50%

Tabell 8.2: Usikkerhet i vekstestimater for årene 2023-2026.

I årene 2023-2024 er vekstestimatene fortsatt relativt store i base-caset, og vi har dermed inkludert et større usikkerhetsrom på hver side. Vekst for 2023-2024 inkluderer begge større usikkerhet til nedsiden enn til oppsiden. Det er fordi det ventes økt konkurranseintensitet i bransjen, og spesielt fra Amazon, noe som potensielt kan redusere veksten hos Elkjøp. Endrede konsumtrender, i form av redusert pengebruk på forbrukerelektronikk og økt pengebruk på reiser, kan også være en trussel for vekst i årene som kommer. SWOT viser dog at Elkjøp evner å lede foran i det grønne skiftet og samtidig jobber for å utvikle teknologikompetanse hos ekskluderte kundegrupper. Dette er momenter som kan være viktig for økt verdiskaping i årene som kommer, og at veksten dermed kan bli større enn hva som er lagt til grunn i base-caset. Kapittel 7.2.1 viser at veksten stabiliserer seg på et lavt nivå for årene 2025-2026. Vi har valgt å ikke inkludere stor usikkerhet knyttet til disse vekstestimatene, da det ventes at veksten vil stabilisere seg på et lavt nivå uansett.

Tabell 8.3 viser hvor mye egenkapitalverdien til Elkjøp endrer seg med ved å benytte vekstestimatene fra henholdsvis best case og worst case i tabell 8.2.

	Best case	Base case	Worst case
Egenkapitalverdi	23 184	22 309	20 754
Prosentvis forskjell fra base case	3,92 %		6,97 %

Tabell 8.3: Endring i egenkapitalverdi ved endring i omsetningsvekst, alt annet likt.

8.1.3 Investeringsbeta

Kapittel 7.1.4 viser at vi bare har inkludert fire sammenlignbare selskaper for å finne en representativ investeringsbeta for Elkjøp. Det er naturligvis knyttet stor usikkerhet rundt den gjennomsnittlige investeringsbetaen som er brukt, da den laveste investeringsbetaen i datasettet var på 0,7 og den høyeste var på 1,29. I simuleringen er det dermed tatt høyde for at investeringsbetaen kan variere mellom 0,7 og 1,29. Tabell 8.4 viser påvirkningen disse investeringsbetaene kan ha på WACC, og dermed egenkapitalverdi. En liten reduksjon i investeringsbeta fra 0,88 til 0,7 vil øke egenkapitalverdien mye mer enn det en økning i investeringsbeta fra 0,88 til 1,29 vil redusere egenkapitalverdien.

	Best case	Base case	Worst case
WACC ved endret investeringsbeta	5,27 %	6,33 %	6,97 %
Egenkapitalverdi	26 337	22 309	20 453
Prosentvis forskjell fra base case	18,06 %		8,32 %

Tabell 8.4: Endring i egenkapitalverdi ved endring i investeringsbeta, alt annet likt.

8.1.4 Risikofri rente

SWOT-analysen viser at en svakhet hos Elkjøp er at økte renter vil ha en negativ konsekvens for selskapet fordi det blant annet vil heve diskonteringsrenta. I en kursliste fra Norges Bank registrerer vi at rentene på tiårige statsobligasjoner har variert mellom 1,93% og 2,92% (Norges Bank, 2022). I simuleringen legger vi dermed opp til at den risikofrie renta varierer mellom de nevnte prosentandelene. Tabell 8.5 viser hvordan endringer i den risikofrie renta påvirker egenkapitalverdien til Elkjøp. Alt annet likt, vil ikke en risikofri rente på 2,92% redusere mer en 1,48% av egenkapitalverdien i base caset.

	Best case	Base case	Worst case
WACC ved endret risikofri rente	5,58 %	6,33 %	6,44 %
Egenkapitalverdi	25 089	22 309	21 979
Prosentvis forskjell fra base case	12,46 %		1,48 %

Tabell 8.5: Endring i egenkapitalverdi ved endring i risikofri rente, alt annet likt.

8.1.5 Markedets risikopremie

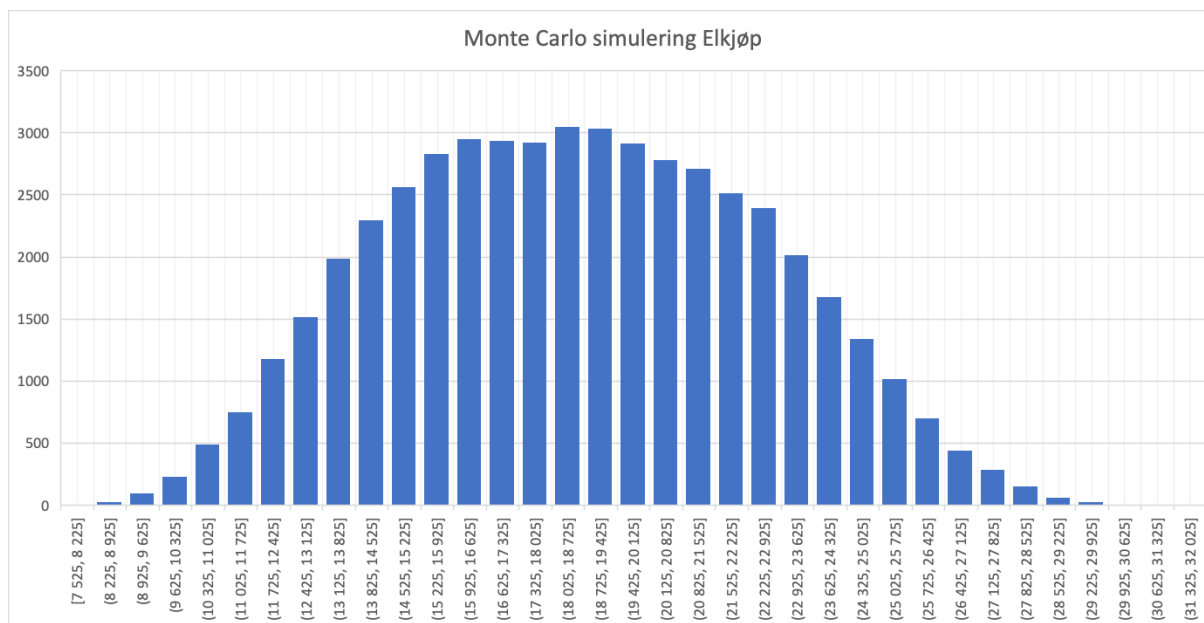
I kapittel 7.1.2 kom det fram at den høyeste- og den laveste risikopremien for Oslo Børs de siste fem årene har vært henholdsvis 7% og 4,6%. Vi anser det som naturlig å derfor sette sannsynlighetsfordelingen for markedets risikopremie mellom 4,6% og 7% i Monte Carlo simuleringen. Tabell 8.6 forteller hvordan en endret risikopremie i markedet vil påvirke egenkapitalverdien til Elkjøp. Tabellen viser at egenkapitalverdien er sårbar for en økt risikopremie i markedet.

	Best case	Base case	Worst case
WACC ved endret risikopremie for markedet	6,00 %	6,33 %	7,88 %
Egenkapitalverdi	23 402	22 309	18 328
Prosentvis forskjell fra base case	4,90 %		17,84 %

Tabell 8.6: *Endring i egenkapitalverdi ved endring i risikopremie for markedet, alt annet likt.*

8.2 Monte Carlo simulering

Usikkerhetsmomentene nevnt over er brukt for å kunne lage et best-case og et worst-case for kontantstrømmene i årene 2022-2026, samt for terminalverdi og WACC. Simuleringen består av å randomisere verdier mellom best-case og worst-case for de nevnte variablene, og deretter sette de randomiserte verdiene sammen til en egenkapitalverdi. Det er fullført totalt 50 000 simuleringer, som er i tråd med “de store talls lov”, og som også skal bidra til å minimere variansen i modellen (Damodaran, 2018). Under kapittel 8.1 kommer det fram at det er endringer i varekostnader som har størst påvirkning på simuleringen (se tabell 8.1).



Figur 8.1: Monte Carlo simulering av egenkapitalverdien til Elkjøp.

Monte Carlo simuleringen viser en gjennomsnittlig egenkapitalverdi på 18 612 millioner kroner for Elkjøp. Til sammenligning er egenkapitalverdien beregnet til 22 309 millioner kroner ved hjelp av FCFF-modellen. Simuleringen har et standardavvik på ca. 3 970 millioner kroner, noe som tilsvarer 20,77%. Kurven i figur 8.1 oppfører seg som en normalfordeling. Det er fordi det er utført et veldig stort antall simuleringer, samtidig som at det er like stor sannsynlighet for at et hvilket som helst tall mellom best-case og worst-case skal forekomme ved hver simulering. Gitt forutsetninger om en normalfordelt kurve i figur 8.1, kan vi med et 95% konfidensintervall si at egenkapitalverdien til Elkjøp ligger mellom 10 672 millioner kroner og 26 552 millioner kroner. Et 95% konfidensintervall i en normalfordeling tilsvarer to standardavvik (Wenstøp, 2006). I denne simuleringen innebærer det at en endring på 7 940 millioner kroner (to standardavvik) både til oppsiden og nedsiden av gjennomsnittet på 18 612 millioner kroner vil være innenfor konfidensintervallet på 95%.

8.3 Variasjoner i terminalverdi

Terminalverdien i base-caset benytter en RONIC på 6,33%, noe som er lik WACC, og en vekst på 2%. I Monte Carlo simuleringen er det ikke lagt opp til at RONIC og vekst i terminalleddet kan variere. I tabell 8.2 kommer det fram at egenkapitalverdien kan variere mellom 18 943 millioner kroner og 31 749 millioner kroner, alt etter hvilke rater som blir satt inn for RONIC og vekst. I figur 7.1 er det estimert en ROIC på rundt 20% for Elkjøp i prognoseperioden. Hvis Elkjøp klarer å opprettholde en RONIC som tilsvarer ROIC i prognoseperioden, og vekstestimatet på 2% opprettholdes, viser tabell 8.2 at egenkapitalen til selskapet vil være 26 739 millioner kroner.

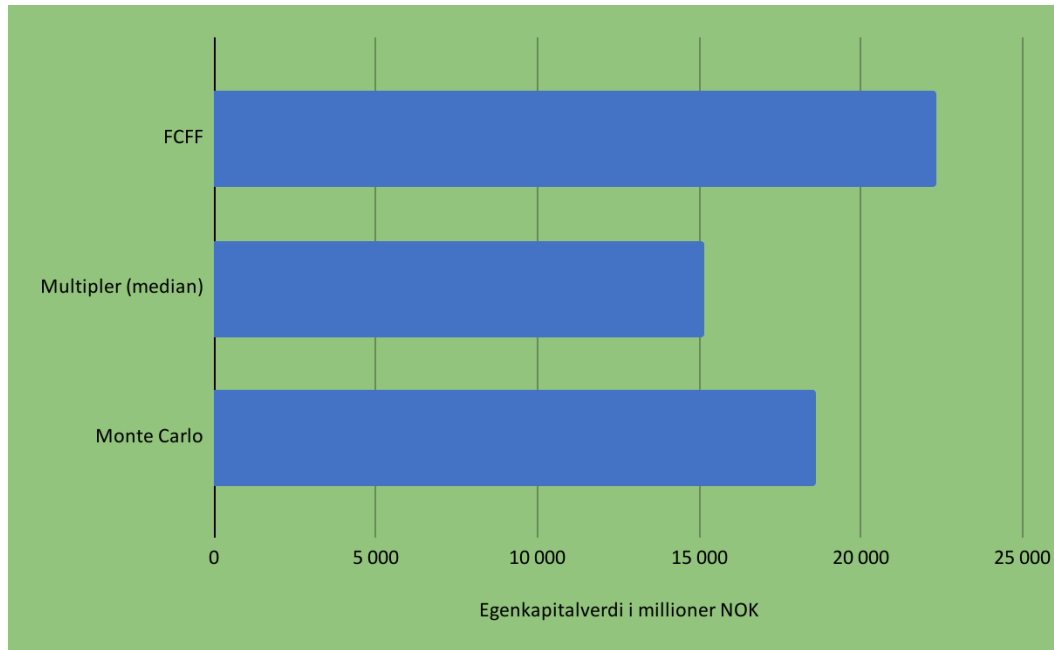
Koller et al. (2020) beskriver RONIC som den største bidragsyteren til verdiskaping, noe som også kan leses av tabell 8.2. Det å sette Elkjøps RONIC lik diskonteringsrenta betyr i utgangspunktet at selskapet tjener like mye på den investerte kapitalen, som det det koster ved å investere. Enhver endring til oppsiden for RONIC vil dermed være øke verdien av Elkjøp. Den første matrisen i tabellen viser samtidig at høy vekst i terminalleddet er verdiødeleggende dersom RONIC er lavere enn WACC.

		RONIC				
		5%	10%	15%	20%	25%
Vekst	0%	22 309	22 309	22 309	22 309	22 309
	1%	21 608	23 275	23 830	24 108	24 275
	2%	20 583	24 687	26 055	26 739	27 149
	3%	18 943	26 947	29 615	30 949	31 749

Tabell 8.7: Variasjoner i terminalverdien til Elkjøp.

9 AVSLUTNING

9.1 Markedsverdien til selskapet



Figur 9.1: Egenkapitalverdien til Elkjøp ved bruk av henholdsvis FCFF, multipler og Monte Carlo.

Problemstillingen til denne bacheloroppgaven er å beregne egenkapitalen til Elkjøp i anledning børsnotering. Ved hjelp av FCFF-modellen, multiplerverdsettelse og Monte Carlo simulering har vi beregnet egenkapitalverdien til Elkjøp for å være i størrelsesområdet 15 138 millioner kroner til 22 309 millioner kroner. Figur 9.1 viser at egenkapitalverdien blir høyest når det benyttes FCFF.

Gitt multiplerverdsettelsens simplisitet velger vi å stole mer på FCFF-beregningen og Monte Carlo simuleringen. Verdsettelsen i Monte Carlo simuleringen er mer konservativ enn FCFF-verdsettelsen da simuleringen sannsynliggjør større endringer i retning worst-case. Det er benyttet mest ressurser i beregningen av base-case verdien fra FCFF, noe som gjør at vi

baserer verdianslaget på denne modellen. Egenkapitalen til Elkjøp verdsettes dermed til 22 309 millioner kroner, noe som indikerer en aksjekurs på 623 kr per aksje.

Avslutningsvis finner vi det passende å diskutere en underproblemstilling. I henhold til morselskapets børsmelding nevnt i kapittel 1.1 danner vi følgende underproblemstilling: “Hvor stor andel bør Dixons Carphone plc. selge seg ned med?”. I børsmeldingen kommer det fram at morselskapet primært ønsker å børsnotere en minoritetsandel av Elkjøp. Dixons Carphone sier i samme børsmelding at hensikten med en eventuell børsnotering av Elkjøp er å synliggjøre verdier. Elkjøp har en relativt liten langsiktig gjeld og en stor kontantbeholdning (som er plassert av morselskapet), noe som tilsier at selskapet ikke har behov for å hente masse kapital (Rosenbaum & Pearl, 2020). Det forutsettes dermed at Dixons Carphone i utgangspunktet ønsker å børsnotere Elkjøp for markedsføringens del. I kapittel 1.4.1 kommer det fram at økt mediedekning og kvalitetsstempel er blant fordelene som tilfaller børsnoterte selskaper.

Gitt Elkjøps nåværende dominans i den nordiske forbrukerelektronikk-bransjen er det fornuftig å anta at Dixons Carphone i utgangspunktet ønsker å holde på størst mulig andel i selskapet. Det kommer også fram av kapittel 1.4.1 at det å selge en for stor andel av egenkapitalen ved børsnotering kan skape et negativt inntrykk av selskapets verdi. Kravene til notering på Oslo Børs, vist i figur 1.1, viser blant annet at alle selskaper som noterer seg må ha en aksjespredning på 25%. Det betyr at minimum 25% av aksjene i Elkjøp må være eid av allmennheten etter børsnotering. Svaret på underproblemstillingen er dermed at Dixons Carphone bør selge seg ned med 25% i Elkjøp. Dette vil være i tråd med Dixons Carphones børsmelding om å børsnotere en minoritetsandel av Elkjøp, og dermed oppnå mest mulig kontroll over selskapet også etter børsnoteringen.

9.2 Refleksjoner

En verdsettelsesoppgave er aldri tidløs. Det gjør dermed oppgaven lite fruktbar for videre forskning. Estimater og antakelser brukt i oppgaven er basert på informasjon i sanntid, noe som gjør resultatene mindre overførbare til andre case i fremtiden. Teori og fremgangsmåte som er brukt i denne oppgaven vil dog kunne overføres til andre undersøkelser i fremtiden.

Det er publisert et drøss av andre verdsettelsesoppgaver i databasen Google Scholar. Det er nesten uunngåelig å hente inspirasjon direkte fra andre oppgaver som ligger i denne databasen. Det gjør dermed at de fleste verdsettelsesoppgaver er relativt like i form av struktur og innhold i teorideler. Denne oppgaven er intet unntak. Vi har benyttet teori som også har blitt benyttet mange ganger før. Det er dermed begrenset hvor mye ny kunnskap, utover det spesifikke caset vi har valgt, som kan genereres fra denne oppgaven.

Vi har i denne oppgaven satt sammen en egen Monte Carlo simulering i Excel. Et alternativ til dette kunne vært å laget en Monte Carlo simulering ved hjelp av tilrettelagte tilleggsprogrammer i Excel som blant annet selges av Palisade.com og Oracle.com. Ved å ha benyttet slike tilleggsprogrammer kunne vi ha tilføyd standardavvik for hver av de usikre estimatene nevnt under kapittel 8.1. Dette kunne gitt en mer nøyaktig simulering enn den vi har laget manuelt i vår oppgave, hvor alle de usikre estimatene opptre med uniform sannsynlighetsfordeling.

10 LITTERATURLISTE

- Armelius, H. (2021, 19.august). *Bolagsskatt - internationellt*. ekonomifakta.se.
<https://www.ekonomifakta.se/fakta/skatter/skatt-pa-foretagande-och-kapital/bolagsskatt/>
- Awhilhelmsen (2022). *Forretningsområder*. Awilhelmsen.no.
<https://www.awilhelmsen.no/>
- Baksaas, K. M., Stenheim, T. (2020). *Regnskapsteori* (2. utgave.). Cappelen Damm Akademisk.
- Bansal, M. & Garg, S. (2021, 26. februar). Internet of Things (IoT) based Assistive Devices. *2021 6th International Conference on Inventive Computation Technologies (ICICT)*, 1006-1009. [10.1109/ICICT50816.2021.9358662](https://doi.org/10.1109/ICICT50816.2021.9358662)
- Bouvet (2020, 2. januar). *Omnikanal - Veien til en helhetlig og sømløs kundeopplevelse*. Bouvet.no.
<https://www.bouvet.no/bouvet-deler/omnikanalstrategi--veien-til-en-helhetlig-og-somlos-kundeopplevelse>
- Brønnøysundregistrene (2022). *Elkjøp Nordic: Årsregnskap for regnskapsåret 2021/2020, 2020/2019, 2019/2018, 2018/2017*.
<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/>
- Brønnøysundregistrene (2022). *Power International: Årsregnskap for regnskapsåret 2020, 2019*. <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/>
- Currys Plc. (2021, 1. mai). *Our brands*. Currysplc.com.
<https://www.currysplc.com/our-brands/>
- Bøhren, Ø., Michalsen, D. & Norli, Ø. (2018). *Finans: Teori og Praksis*. Fagbokforlaget.
- Damodaran, A. (2021). *Estimate a synthetic rating & cost of debt*. pages.stern.nyu.edu. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2018). *The Dark Side of Valuation* (3rd ed.). Pearson Education Inc.
- Damodaran, A. (2017). *Narrative and Numbers - The Value of Stories Business*. Columbia Business School Publishing.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

- Elcare Nordic (2022). *Om oss*. Elcare.com. <https://elcare.com/nb-no/om-oss>
- Elkjøp Nordic (2021, september). *Annual report and accounts 2020/2021*. Elkjøpnordic.com.
https://assets-global.website-files.com/5f47edc7df93400f850fdd8d/61405c693dc5173aac5665ab_Elkjop_Arsrapport_2021_A4_onepage.pdf
- European Union (2021, 14. July). *Delivering the European Green deal: The Decisive Decade*. ec.europa.eu.
https://ec.europa.eu/info/publications/delivering-european-green-deal_en?fbclid=IwAR0p-PcrC6pcw3F5L2308Bpi58BsE5p6SHT0dfMplrDU__YWaOUhnkKZ2Yo
- European Union (2019, 11. December). *The European Green Deal*. ec.europa.eu.
https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar%3Ab828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1.0002.02%2FDOC_1&format=PDF&fbclid=IwAR3ifgKolq-G8sqHiKCOOFYLF0o_HQ8YUPLG0ewyZtTl1IK59BzDipDm42g
- Hatzius, J., Phillips, A., Mericle, D., Hill, S., Briggs, J. & Walker, R. (2022, 10.feb. 9:12PM EST). *US Daily: Moving to Seven Rate Hikes in 2022 (Mericle/Hatzius)* (Economics Research). Goldman Sachs.
- Henriksen, G. (2022, 25 Februar). *Høyeste antall Norgesreiser som er målt noen gang*. Statistikk Sentralbyrå.
<https://www.ssb.no/transport-og-reiseliv/reiseliv/statistikk/reiseundersokelsen/artikler/hoyeste-antall-norgesreiser-som-er-malt-noen-gang>
- Jacobsen, D.I. (2021). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?: Innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3 utg.). Cappelen Damm Akademisk.
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.
- Koyfin (2022). *Multiples*. app.koyfin.com. <https://app.koyfin.com/home>
- Landström, H. (2017). *Advanced Introduction to Entrepreneurial Finance*. Edward Elgar Publishing.
- Laricchia, F. (2022, 8. februar). *Sales of the leading 13 consumer electronics retailers in North America from 2010 to 2020*. Statista.com.
<https://www.statista.com/statistics/642322/leading-consumer-electronics-retailers-of-the-us/>
- London Stock Exchange (2020, 10. september). *AGM Trading Statement 2020/2021*.

Londonstockexchange.com.

<https://www.londonstockexchange.com/news-article/DC./agm-trading-statement-2020-21/14680899>

- Lorvik, N. & Ripegut, H. (2020, 4. Februar). *Elkjøp knuser konkurrentene: Spørst hvor lenge power holder ut*. Nettavisen, Økonomi.
<https://www.nettavisen.no/okonomi/elkjop-knuser-konkurrentene-spors-hvor-lenge-power-holder-ut/s/12-95-3423915936>
- Maldan, N., Midttun, J. & Jordbræk, R. (2016). Børsnotering eller ikke? *Praktisk økonomi & finans*, 90-98. DOI: 10.18261/issn.1504-2871-2016-01-10
- Meld. St. 24/22 (2022). *Smitteverntiltakene oppheves lørdag 12. februar*. Helse- og omsorgsdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/smitteverntiltakene-oppheves/id2900873/>
- Mishra, R., Singh, R. K. & Koles, B. (2020, 21. september). Consumer decision-making in omnichannel retailing: Literature review and future research agenda. *International Journal of Consumer Studies*, 2021(45), 147-174. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12617>
- Murphy, A., Haverstock, E., Gara, A., Helman, C. & Vardi, N. (2021, 13. mai). *Global 2000 - How The World's Biggest Public Companies Endured The Pandemic*. Forbes.com. <https://www.forbes.com/lists/global2000/#22785125ac04>
- MSCI (2022). *MSCI World All Cap index*. MSCI.com.
<https://www.msci.com/end-of-day-history?chart=regional&priceLevel=41&scope=R&style=C¤cy=15&size=77&indexId=96979>
- NHO (u.å). *Selskapsskatt*. nho.no.
<https://www.nho.no/tema/skatter-og-avgifter/artikler/selskapsskatt/>
- Nikel, D. (2020, 28. oktober). *Amazon Sweden Is Finally Open For Business*. Forbes.com.
<https://www.forbes.com/sites/davidnikel/2020/10/28/amazon-sweden-is-finally-open-for-business/?sh=32da74e1ee09>
- Norges Bank (2022, 24. mars). *Endringer i styringsrenten*. norges-bank.no.
[https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/)
- Norges Bank (2022, 02.mars). *Styringsrenten*. norges-bank.no.

- <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank (2022, 04.april). *KURSER OG RENTER - STATSGJELD*. norges-bank.no.
<https://www.norges-bank.no/tema/Statsgjeld/statsgjeld-lan/?tab=security&id=NO0012440397>
 - Nordnet (u.å). *Børsnotering av selskaper*. Nordnet.no.
<https://www.nordnet.no/blogg/borsskolen/laer-om-aksjer/borsnotering-av-selskaper/>
 - Power (u.å). *Dette er POWER*. Power.no.
<https://www.power.no/kundeservice/om-power/>
 - PwC (2021, desember). *Risikopremien i det norske markedet*. pwc.no.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>
 - Ritter, J.R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. *The Journal of Finance*, 57: 1795-1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
 - Ritter, J.R. (2022, 21.februar). *Initial Public Offerings: Updated Statistics*. (352.846-2837 voice). Warrington College of Business, University of Florida.
 - Roos, G., von Krogh, G. & Roos, J. (2021). *Strategi - en innføring* (7.utg.). Fagbokforlaget.
 - Rosenbaum, J. & Pearl, J. (2020). *Investment Banking: Valuation, LBOs, M&A, and IPOs* (3rd ed.). Wiley.
 - Semiconductor Industry Association (2021, 24.september). *2021 State of the U.S. Semiconductor Industry* (Policy Reports). Semiconductor Industry Association.
<https://www.semiconductors.org/wp-content/uploads/2021/09/2021-SIA-State-of-the-Industry-Report.pdf>
 - Statista (2021, desember). *eCommerce*. Statista.com.
<https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/worldwide>
 - Stockanalysis (2022, 08.mars). *IPO Statistics*. Stockanalysis.com.
<https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>
 - Stortinget. (2021, 21.mai). *Nytt forsøk på felles selskapsskatt*. Stortinget.no.
<https://www.stortinget.no/no/Hva-skjer-pa-Stortinget/EU-EOS-informasjon/EU-EOS-nytt/2021/eueos-nytt--21.-mai-2021/nytt-forsok-pa-felles-selskapsskatt/>
 - U.S. Bureau of Labor Statistics (2022, 12.april). *Consumer Price Index Summary*. bls.gov. <https://www.bls.gov/news.release/cpi.nr0.htm>

- Wenstøp, F. (2006). *Statistikk og dataanalyse* (9. utg.). Universitetsforlaget.
- Yahoo Finance (2022). *Best Buy Co., Inc. (BBY) - Historical Data*. finance.yahoo.com.
<https://finance.yahoo.com/quote/BBY/history?p=BBY>
- Yahoo Finance (2022). *Ceconomy AG (CEC.DE) - Historical Data*. finance.yahoo.com.
<https://finance.yahoo.com/quote/CEC.DE/history?p=CEC.DE>
- Yahoo Finance (2022). *Fnac Darty SA (FNAC.DA) - Historical Data*. finance.yahoo.com.
<https://finance.yahoo.com/quote/FNAC.PA/history?p=FNAC.PA>
- Yahoo Finance (2022). *Unieuro S.p.A. (UNIR.MI) - Historical Data*. finance.yahoo.com.
<https://finance.yahoo.com/quote/UNIR.MI?p=UNIR.MI&.tsrc=fin-srch>



Høgskulen på Vestlandet

Bacheloroppgave

BO6-2011-BO-2022-VÅR-FLOWassign

Predefinert informasjon

Startdato:	11-05-2022 00:00	Termin:	2022 VÅR
Sluttdato:	25-05-2022 14:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	Bacheloroppgåve		
Flowkode:	203 BO6-2011 1 BO 2022 VÅR		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Kandidatnr.:	462
---------------------	-----

Informasjon fra deltaker

Antall ord *:	20132
----------------------	-------

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

Gruppe

Gruppenavn:	(Anonymisert)
Gruppenummer:	8
Andre medlemmer i gruppen:	443

Jeg godkjenner avtalen om publisering av bacheloroppgaven min *

Ja

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

Nei

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

Nei