



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2016 30 stp.

Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Fakultet for samfunnsvitenskap
Handelshøyskolen

Verdsettelse av Kid ASA

Valuation of Kid ASA

Nichlas Auensen Haugland
Økonomi og administrasjon

Forord

Masteroppgaven inngår som en obligatorisk og avsluttende del av masterstudiet på Handelshøyskolen i Ås innenfor økonomi og administrasjon og utgjør 30 studiepoeng.

Motivasjonen for å skrive innenfor temaet verdsettelse er fordi jeg selv følger en del med på børsen. Helt siden jeg startet på masterprogrammet har jeg vært klar på at jeg skal skrive innenfor verdsettelse tross hovedprofil i økonomistyring og sideprofil i strategi. Valgt bedrift falt på Kid ASA fordi de nylig ble notert på Oslo Børs og på grunn av uttalelsen om at Kid var underpriset ved børsintroduksjon av Gjelsten. I tillegg ønsket jeg å verdsette et selskap som ikke tidligere var brukt i en verdsettelsesoppgave. Før verdsettelsen hadde jeg tilnærmet null innsikt om Kid ASA.

Det har vært overraskende utfordrende å skrive en verdsettelsesoppgave, men samtidig har det vært lærerikt å lese seg opp på mye ny og alternativ teori, samt det å kunne anvende et bredt spekter av ervervet kunnskap. Avslutningsvis ønsker jeg å takke min veileder, Glenn Kristiansen for hjelp og tilbakemeldinger.

Ås, mai 2016

Nichlas Auensen Haugland

Innholdsfortegnelse

1.	INTRODUKSJON	1
2.	PRESENTASJON AV KID ASA OG BRANSJE	2
2.1	KID EVENTYRET	2
2.2	KID BØRSNOTERES I 2015	3
2.3	KID I DAG	3
2.4	INTERIØR OG BOLIGTEKSTIL BRANSJEN	4
3.	FUSJONER OG OPPKJØPSTEORI	6
3.1	SYNERGIER	7
3.2	INTEGRASJONSUTFORDRINGER	10
3.3	UTVALG AV FORSKNINGSRESULTATER / DISKUSJON	11
4.	BØRSNOTERINGSTEORI (IPO)	13
4.1	HVORFOR BØRSNOTERING	13
4.2	UNDERPRISING VED BØRSNOTERINGER	16
5.	AVKASTNINGSKRAVTEORI	18
5.1	RISIKO	18
5.2	KAPITALVERDIMODELLEN (KVM)	19
5.2.1	Risikofri rente	19
5.2.2	Beta (β)	20
5.2.3	Markedets risikopremie	22
5.3	WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)	23
6.	METODE	24
6.1	DATAINNSAMLING	24
6.2	VALIDITET OG RELIABILITET	24
7.	VERDSETTELSESMETODER	25
7.1	BALANSEBASERTE METODER	25
7.2	INNTJENINGSBASERTE METODER	25
7.3	KOMPARATIV VERDSETTELSE	28
7.4	VALGT VERDSETTELSESMETODE	29
8.	STRATEGISK ANALYSE	30
8.1	PESTEL	30
8.1.1	Politiske faktorer	31
8.1.2	Økonomiske faktorer	34
8.1.3	Sosiale faktorer	37
8.1.4	Teknologiske faktorer	38
8.1.5	Miljømessige faktorer	40
8.1.6	Juridiske faktorer	40
8.1.7	Oppsummering PESTEL	41
8.2	PORTER'S FEM KREFTER	41
8.2.1	Trussel fra nye inntrengere	42
8.2.2	Trusler fra substitutter	44
8.2.3	Leverandørens forhandlingsmakt	45
8.2.4	Kundenes forhandlingsmakt	46
8.2.5	Rivalisering i bransjen	47
8.2.6	Oppsummering av Porters 5 krefter	49
8.3	VRIO	49
8.3.1	Finansielle ressurser	50
8.3.2	Merkevare	51
8.3.3	Menneskelig ressurser	52
8.3.4	Organisatoriske ressurser	54
8.3.5	Oppsummering av VRIO	57
9.	OMGRUPPERING	58
9.1	OMGRUPPERT BALANSE	58
9.1.1	Driftsrelaterte eiendeler og gjeld	59

9.1.2	<i>Finansielle eiendeler og gjeld</i>	60
9.2	NORMALISERING	61
10.	REGNSKAPSANALYSE	62
10.1	SAMMENLIGNBARE SELSKAPER.....	62
10.2	LØNNSOMHET	62
10.3	LIKVIDITET	64
10.4	SOLIDITET	66
10.5	SYNTETISK RATING	68
11.	UTREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	70
11.1	RISIKOFRI RENTE.....	70
11.2	BETA	70
11.2.1	<i>Regresjonsbeta (levered beta)</i>	70
11.2.2	<i>Bottom up beta</i>	71
11.3	MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	73
11.4	EGENKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV (R_E)	73
11.5	GJELDSKOSTNAD.....	73
11.6	KAPITALSTRUKTUR.....	74
11.7	WACC	75
12.	FREMTIDSPROGNOSE	76
12.1	SALG	76
12.2	COGS OG OPEX.....	78
12.3	INVESTERINGER	79
12.4	ARBEIDSKAPITAL	81
12.5	“PLUG”.....	82
12.6	SKATT	82
12.7	VEKSTFAKTOR (G).....	83
12.8	PROGNOSE BASE CASE.....	83
13.	SCENARIOANALYSE	85
14.	KOMPARATIV VERDSETTELSE	89
15.	KONKLUSJON	91
KILDELISTE		92
15.1	BØKER	92
15.2	ARTIKLER	93
15.3	INTERNETT LENKER.....	95
16.	FIGURER OG TABELLER	98
17.	VEDLEGG	100

Sammendrag

Utredningen tar for seg en verdsettelse av Kid ASA på bakgrunn av uttalelser fra stor investoren Bjørn Rune Gjelsten som gjennom sitt holdingselskap eide 100% av Kid ASA før noteringen. Verdivurderingen vil bli gjort med en inntjeningsbasert metode, fri kontantstrøm til totalkapitalen og supplert med en komparativ multipl verdsettelse.

Første del av oppgaven består av å introdusere Kid ASA og bransjen, etterfulgt av fusjoner og oppkjøpsteori, børsnoteringssteori og avkastningskravteori. Deretter vil relevante verdsettelsesmodeller redegjøres. Så vil en omfattende strategisk analyse gjennomføres med konkluderende tanker og indikasjoner på hvordan fremtidsprognosen vil se ut. Etter strategianalysen vil regnskapsdata omgrupperes og normaliseres for så å gjennomføre en regnskapsanalyse med historiske tall. Det gjøres for å være i bedre stand til å forstå og evaluere Kids framtidsutsikter. Deretter vil det estimeres avkastningskrav før en fremtidsprognose utarbeides på bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Basert på avkastningskrav og estimert fremtidig fri kontantstrøm og terminalverdi vil det estimeres en aksjepris ved tre ulike scenarioer som vektet med skjønn til en samlet aksjepris på 30,46kr (14 april 2016) som er 2,16kr over markedsprisen på samme dato, men under børsintroduksjonsprisen på 31kr (2 november 2015). En sensitivitetsanalyse viser at små variasjoner i nøkkelvariabler medfører store endringer på verdiestimatet. Verdsettelsen på 30,46kr betyr at Gjelsten bør være fornøyd med børsintroduksjonsprisen på 31kr per aksje.

Executive summary

The master thesis is a valuation of Kid ASA based on a statement from Bjørn Rune Gjelsten. He is a professional known investor who owns through his holding company 100% of Kid ASA before the IPO. The company has been valued using discounted cash flow method.

First part of the valuation is an introduction of the company and industry, followed up by theory and valuation models. Thereafter a comprehensive strategic analysis with personal and conclusive thoughts, about how the future forecast will end up. After the strategic analysis, the financial statements will be reorganized, then normalized. Followed up by an accounting analysis based on historical financial statements. Thereafter cost of capital is forecasted followed up by future forecasts. The Forecasts is based on strategic and accounting analysis.

Value of stock is calculated based on cost of capital and future forecasted discounted free cash flow and terminal value. Three scenarios is calculated and a weighted to end up with a valuation of 30,46kr per share (14 April 2016). This equals 2,16kr below market value of 28,3kr (14 April 2016) and it is below asking price of the IPO which was 31kr per share (2 November 2016). Lastly creating a sensitivity analysis to show how sensitive some of the key figures are. A valuation of 30,46kr means that Gjelsten should be satisfied after receiving 31kr per in the IPO.

1. Introduksjon

Masteravhandlingen vil være en verdsettelse av Kid ASA som ble børsnotert november 2015. Bjørn Rune Gjelsten er en kjent norsk investor og eier av Gjelsten Holding AS som fortsatt er største eier av Kid ASA etter børsintroduksjonen. Årsaken til at jeg ønsker å verdsette Kid ASA er at Gjelsten i media har ytret at verdsettelsen ved børsintroduksjonen var for lav og dermed underpriset. Markedsprisen til Kid ASA kan daglig følges på Oslo Børs og kan omsettes av privatpersoner. Problemstillingen bygger på antakelsen at Gjelsten har rett. Det vil si at selskapet var underpriset ved børsnotering, og fortsatt er underpriset siden kursen 14 april 2016 ligger under noteringskursen på 31kr aksjen. Problemstillingen er som følger:

«Hva er verdien av Kid ASA og har Gjelsten grunn til å være skuffet over prisen på 31 kr per aksje (1,26 mrd. kr?)»

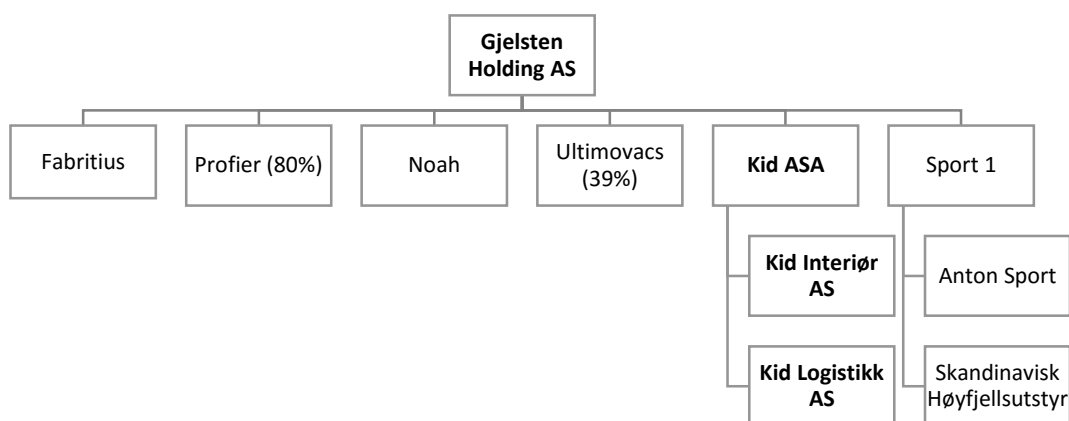
Masteravhandlingens begrensninger følger av at studenten er å anse som ekstern analytiker som kun vil besitte offentlig informasjon via Kid ASAs kommunikasjonskanaler utad, Kid sin egen nettside, nyhetsaviser og lovpålagt kommunikasjon til oslobørs. Siden ny informasjon kan forekomme vil ikke avhandlingen oppdatere eventuell ny informasjon etter den 14. april 2016 som er utgivelsesdatoen for årsberetningen foregående år (2015).

2. Presentasjon av Kid ASA og bransje

I dette avsnittet presenteres interiørtekstilbransjen og Kid som selskap, samt noe av historien til selskapet før og etter børsnoteringen 2. november.

2.1 Kid eventyret

Starten på Kid eventyret begynte med Gundersen familien som i 1937 startet en skofabrikk. Det var ikke før sent på 70-tallet at selskapet økte fokuset på interiør og man startet med egenproduksjon av produkter. I 2005 ble 75% av aksjene i Kid interiør AS kjøpt av IK Investment Partners til en verdi av 1,6 mrd. kroner (Union, åpnet 29 februar 2016), mens tredje generasjon av Gundersen familien beholdt 25% av aksjene i selskapet. IK Investment Partners ekspanderte Kid inn i Sverige, men bare to år senere bestemte selskapet seg for å selge den svenske delen av Kid (Kid Hemtextil AB) etter å ha påtatt seg for mye gjeld og sterk konkurranse som medførte finansielle vanskeligheter. I 2012 ble 100 % av Kid solgt til Gjelsten Holding for 925 MNOK som tilsvarte 6x EBITDA i 2011 (Stocklink, 27 Jan 2016). Gjelsten har uttalt muligheter for potensielle synergieffekter innen valuta og logistikk, da de eier Sport1 kjeden. Etter overtakelsen av Kid har Gjelsten Holding fornyet vekststrategien og vektlagt åpninger av nye butikker, butikkoppgraderinger og kreativt sortimentutvikling. Resultatet har vært sterk inntektsvekst med årlig inntektsvekst (CAGR) på 11% mellom 2012 og 2014 (Prospektet). Kid flyttet inn i nytt hovedkontor og lager i 2015 og fornyet 50% av sine butikker til et nytt og modernisert konsept.



Figur 1 Gjelsten Holding AS investeringer (Kilde: Gjelsten.no 11 februar 2016)

2.2 Kid børsnoteres i 2015

I 2015 søkte Kid om børsnotering til Oslo Børs, børsnoteringen ble fullført den 2. november 2015 til 31 kr per aksje. Gjelsten uttrykte sin skuffelse offentlig da han hadde håpet på høyere salgpris i toppsjiktet av prospektet som var fastsatt på mellom 31-37 Nok per aksje (Hegnar, 28 Jan 2016). Børsnoteringen var en rettet og offentlig emisjon på 175 MNOK gjennom å selge mellom 4,7 og 5,6 millioner nye aksjer. I tillegg la Gjelsten Holding også ut 22,9 millioner aksjer for salg. Etter kostnadene ved børsnotering vil Kid fortsatt ha gjenstående ca. 166 MNOK til å endre kapitalstrukturen gjennom nedbetaling av 75 MNOK varig lån og renter på swaps på totalt 22,5 MNOK. Restbeløpet av børsnoteringen ender da på 68,5 MNOK til å bruke på generelle selskapsmål som ikke videre er utdypet av ledelsen, samt en god likviditetsbuffer for Kid gruppen (Prospektet).

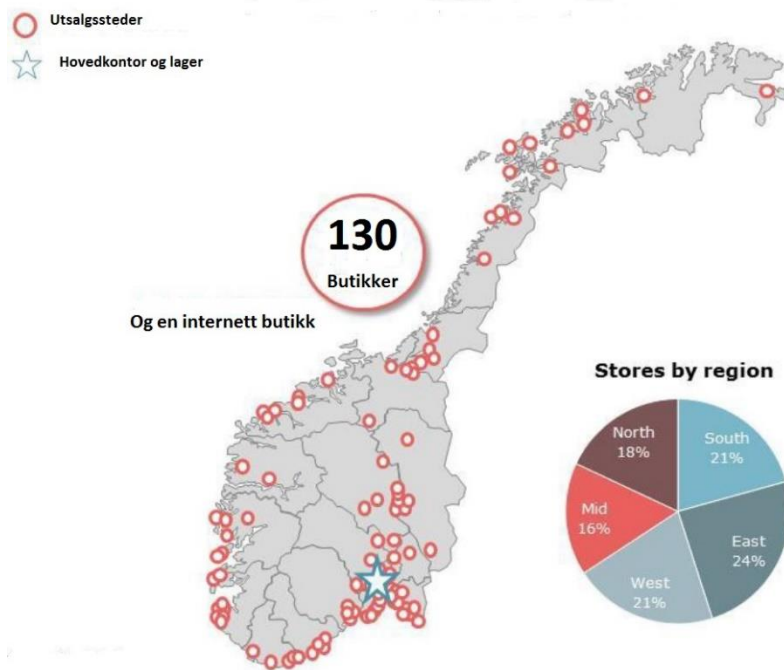
Gjelstens skuffelse over prisingen på 1,26 mrd. kroner vinter 2015 tilsvarer årlig vekstrate på 6,17% på Kid oppkjøpet ved å sammenligne mot prisingen 14 april 2016 (28,3kr per aksje). Formålet med børsnoteringen var en regulatorisk markeds plass for å handle aksjer og at aksjene vil kunne bli mer attraktive som følge av potensiell fremtidig fusjon eller sammenslåing av Kid.

2.3 Kid i dag

Kid opererer i dag kun i Norge med 130 egneide butikker og en online butikk. Kid er spesialist på å kontrollere og operere alle sine butikker som vises gjennom sterke resultater. De siste resultatene fra 4. kvartal 2015 viser en fortsatt sterk trendvekst, med inntektsvekst på 8%, økte like-for-like salg på 3,2% og en vekst i online salg på imponerende 53,6% (Newsweb, 28 januar 2016). Produktutvalget består av en rekke utvalg fra gardiner og sengetøy til boligtilbehør og dekorasjoner som puter, bilder, lystaker, vaser, tepper, pledd og mye mer. Kids strategi er å gi sine kunder et attraktivt verditilbud gjennom høy kvalitet til rimelig priser ved å være lett tilgjengelig i nærområdene.

Kids virksomhet er å sikre full kontroll over hele verdikjeden, ved vertikalintegring. De har kontroll og eierskap fra designfasen frem til produktet er solgt i butikk. Over 97% av de solgte produktene hos Kid er eget varemerke og 90% av produktene er produsert i Asia,

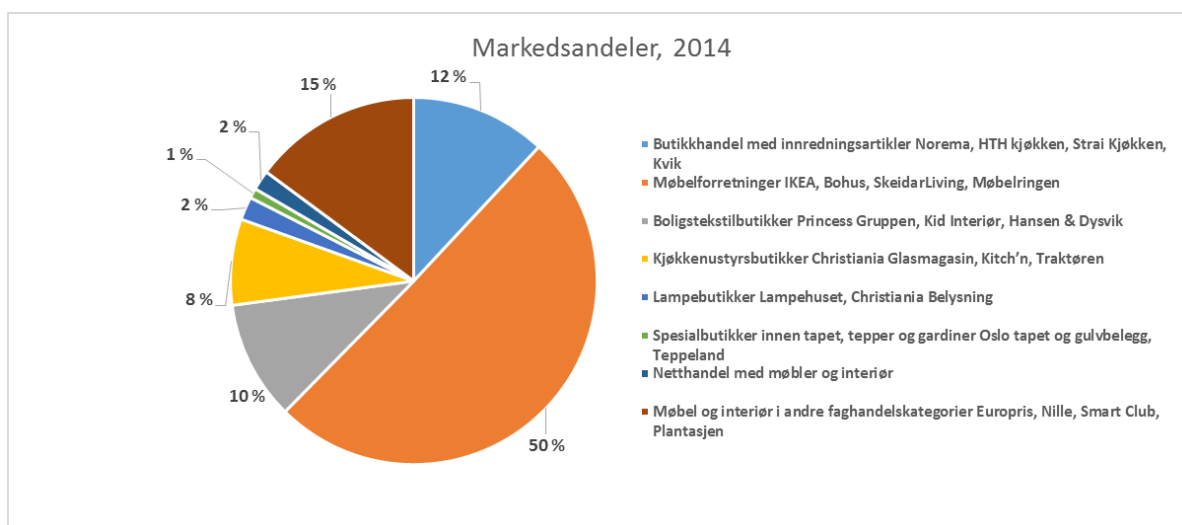
konkret Kina, India og Pakistan (Prospekt). Kid fikk også i 2015 ett nytt moderne lager i Lier som forsyner online butikken og alle fysiske butikker. Lageret er 99% automatisert og basert på varelagernivå, og det vil normalt ta mellom 24-72 timer fra bestilling til levering, avhengig av beliggenhet



Figur 2 Kid 130 egneide butikker (Kilde: Prospekt)

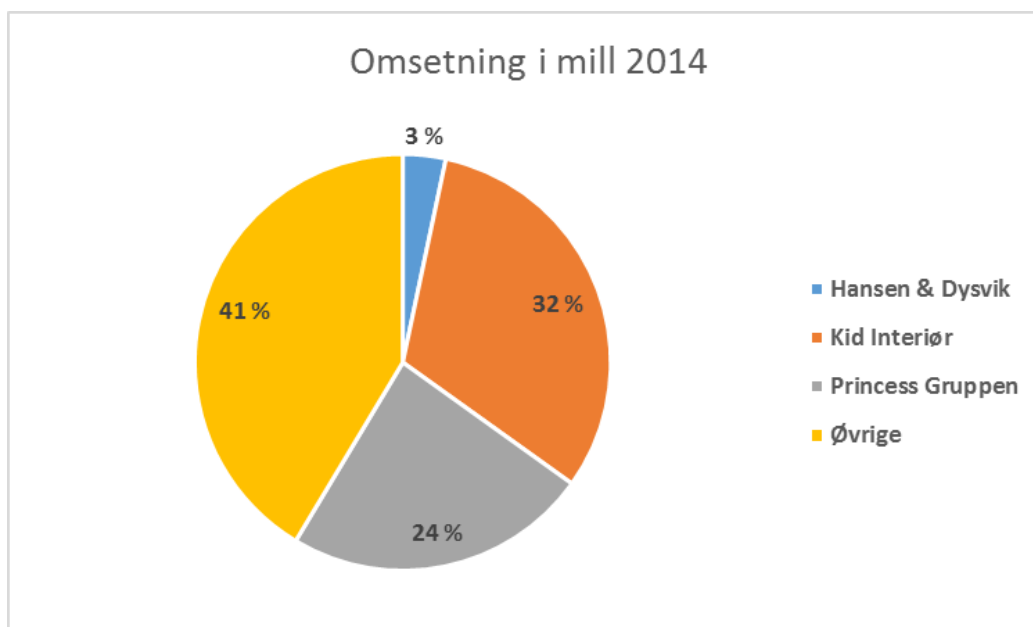
2.4 Interiør og boligtekstil bransjen

Kid driver hovedsakelig en virksomhet som baserer seg på kjøp og salg av interiør og boligtekstiler gjennom innkjøp og leveranser fra lavkostland, engros- og detalj salg, samt franchise. Interiør og bolig markedet kan segmenteres inn i kategorier som møbelforhandlere, kjøkkenutstyr, boligtekstiler og andre interiørforhandlere. De nærmeste konkurrentene til Kid er Princess-Gruppen og Hansen & Dysvik. Den største delen av interiør og bolig markedet blir fanget opp av IKEA og Bohus, etterfulgt av Skeidar og Møbelringen. Det er møbelforhandlerne som kaprer størst markedsandel, 50% av totalmarkedet i 2014 jamfør figur 3. Kid, Princess-Gruppen og Hansen & Dysvik spesialiserer seg innenfor boligtekstil nisjen og hadde mellom 10% og 11% av totalmarkedet i 2014. Markedet innenfor interiør og boligtekstiler i Norge var på 34,3 mrd. kroner i 2014 (Virke, Møbel- og interiørbransjene 2014, 27 januar 2016). Ser av figur 3 at Kid og nærliggende konkurrentene har omtrentlig 10% av det totale markedet.



Figur 3 Markedsandeler, 2014 (Virke, Møbler og interiørbransjene 2014, 27 januar 2016)

Innenfor 10% markedsandel har Kid den største andelen av markedet. I hovedkategoriene gardiner, sengetøy, puter og dyner er Kid markedsleder med 32% av markedet, Princess Gruppen på andre plass med 24% av markedet i 2014. Dette vises i figur 4.



Figur 4 Omsetning 2014 (Kilde: Proff.no)

3. Fusjoner og oppkjøpsteori

Kid har etter millennium vært gjennom flere oppkjøpsprosesser. Først kjøpte svenske IK Investment Partners opp Kid for 1,6 mrd. kroner i 2005. Interiørkjeden med en total gjeld på nesten 1,1 mrd. kroner endte med brudd på låneforpliktelser. DNB tok over kontrollen i 2009, da IK Investment Partners og DNB ikke klarte å komme til enighet om ny kapitalstruktur. Senere kjøpte Gjelsten Holding opp selskapet for 925 MNOK. Kid ble verdsatt til 1,26 mrd. kroner som tilsvarer 31kr aksjen ved børsintroduksjonen. Gjelsten har gjenopptatt en vekststrategi for Kid. Vekst kan bety å øke markedsandeler, omsetning, resultat og antall ansatte. For Kid kan det videre bety å trenge inn i et nytt marked, eller strategisk fusjon eller oppkjøp i et nytt marked. Etter Kid fikk nye eier (Gjelsten Holding) har fokuset vært på opprettelse av nye butikker, butikkoppgraderinger og kreativt sortiment utvikling. Den nye vekststrategien har medført sterk vekst i inntekten som i snitt har økt 11% CAGR fra 2012 til 2014. Kid er nå ledende i boligtekstil markedet i Norge med 31% markedsandel, da det kommer til rendyrket boligtekstilforhandler.

Årsaker til at et selskap ønsker å gjennomgå en fusjon eller oppkjøp kan være flere og er ofte drevet en blanding av aksjonær- eller ledelsesmotiv. Det kan være interessekonflikter og forskjellig og motstridende motiv avhengig av hvor man står i denne prosessen. Det skal ikke fremlegges i denne avhandlingen alt rundt dette temaet, dog skal noen motiver belyses. Det kan hjelpe med å fremheve hvorvidt selskapet Kid AS var eller fremdeles er feilpriset. Det er ikke uvanlig å bruke begrepene fusjoner og oppkjøp om hverandre selv om en fusjon er ulik oppkjøp. En fusjon er en aktivitet mellom 2 eller flere selskaper, ofte på samme størrelse som slår seg sammen for å fortsette virksomheten i et sammenslått selskap. Dersom det ene selskapet er vesentlig større enn det andre kalles det ofte et oppkjøp. Et oppkjøp er når det ene selskapet kjøper opp eiendeler i et annet. Dette skjer ofte ved å kjøpe opp aksjer i det andre selskapet direkte av eierne, eller ved at selskapet utsteder nye aksjer og dermed utvanner eksisterende eiere. Fusjoner og oppkjøp kategoriseres ofte som horisontale (innenfor samme bransje), vertikale (innenfor ulike stad av produksjonen) eller konglomerater (urelaterte virksomheter) (Brealey m.fl., 2014).

Motiver for fusjoner og oppkjøp kan summeres i tabell 1 under. Tabellen bygger på Boye og Meyer (2008) og Trautwein (1990), men er kun et utsnitt, hvor fokuset vil være på de

verdimaksimerende motivene. Ellers kan det nevnes alternative motiver som lederdrevne (egeninteresse, begrenset rasjonalitet) og institusjonelle forklaringer (fusjoner skjer i bølger)

Tabell 1 Fusjoner og oppkjøp motiver (Kilde: Boye og Meyer, 2008)

Verdimaksimerende motiver	Verdiskapning	Finansiell synergier Operasjonelle synergier Ledelsessynergier Diversifiseringssynergier Restrukturering
	Verdikapring	Økt makt Privat informasjon Skattereduksjon

3.1 Synergier

Det finnes flere definisjoner på synergier. Store norske leksikon definerer synergier: «synergier er en gjensidig forsterkning gjennom å virke samtidig». En mer spesifikk definisjon: «en forbedring i konkurranseevnen og resultatet av kontantstrømmer som overgår hva begge selskapene forventes å klare på egenhånd (Sirower, 1997, s. 6). Altså, dersom kombinasjonen av kjøper og selgers virksomhet har høyere verdi enn selskapene hver for seg ville klare å oppnå, vil man ha positive synergieffekter og vice versa (Seth, 1990a og Bradley m.fl., 1988). Denne effekten blir synlig ved å se om den kombinerte kontantstrømmen er større enn før oppkjøpet (Koller m.fl., 2010). Motiver bak fusjoner og oppkjøp kan ifølge Trautwein (1990) være verdiskapning som følge av synergieffekter mellom oppkjøper og selgers selskap. Denne verdiskapningen kommer av effektivisering av virksomheten. Alternativt kan verdier kapres fra ulike interessegrupper i selgers selskap og over til oppkjøper.

I følge Koller m.fl. (2010) vil nevnte strategier bidra til verdiskapning om én eller flere passer inn i strategien; forbedre resultatene i selgers selskap, konsolidere for å fjerne overkapasitet fra en bransje, tilgang til selgers marked, kjøpe ferdigheter eller teknologier raskere og til lavere kostnad enn kjøper klarer på egenhånd, velge vinnere tidlig og hjelpe dem utvikle selskapet. Den første strategien er av interesse for Kid. Oftest kjøper selskaper for å forbedre selgers selskap gjennom radikalt reduksjon av kostnader for å forbedre marginer og kontantstrøm, men kjøper kan også starte aktiviteter å akselerere inntektsvekst (Koller m.fl., 2010). Gjelsten Holding har både fått tilgang til boligtekstil markedet og klart så å snu svake

resultater til sterke for Kid. Det er lettere å forbedre resultater i selskaper med lave marginer og lav ROIC enn selskaper med høye marginer og høy ROIC. (Koller m.fl., 2010). Dette er fordi en margin økning fra 3% til 6% er en dobling, mens en økning fra 10% til 13% kun er økning på 30%.

Effektivitetsteorien ser på fusjoner og oppkjøp som en planlagt og utført på bakgrunn av synergier. Generelt splittes synergier inn i tre kategorier; finansielle, operasjonelle eller ledelsessynergier (Trautwein, 1990). Selskaper som begrunner oppkjøp med oppnåelse av finansielle synergier mener at man gjennom å redusere systematisk risiko i investeringsporteføljen, tilgang til billigere kapital ved å øke selskapsstørrelsen, eller etablering av et internt kapitalmarked som kan gi mer effektivt allokering av kapital - kan oppnå en lavere kapitalkostnad. Gjelsten uttrykte i finansavisen i 2012 at deres aktive eierskap ville kunne bidra med tilføring av valuta (Stocklink, lest 19 januar 2016). Tilgangen til billigere kapital fra banker og lignende er kun gjeldene dersom eiendelene til Gjelsten Holding er kausjonert. Gjelsten Holding og Kid er to separate selskapsenheter. Det vil si at dersom Kid går konkurs, vil Gjelsten Holding kun tape investert kapital. Dermed er det ikke trolig at Kid vil kunne få låne billigere fordi konkursfaren er uendret. Dette medfører uendret gjeldsrente. I etterkant av oppkjøpet har Kid investert vesentlig i vekst orienterte aktiviteter som nye oppgraderinger og butikker. Operasjonelle synergier er de mest krevende synergiene å ta ut og innebærer samordning av ressurser mellom oppkjøper og selgers selskap (Boye og Meyer, 2008). Selskaper kan kjøpe opp et selskap kun for å få tilgang til ressurser. Ikke nødvendigvis fordi man selv ikke kan oppnå ressursen, men tiden det tar for kjøper å tilegne seg det. Virksomheter som gjør oppkjøp av operasjonelle motiver ser synergier ved å kombinere driften og rasjonaliseres ved uthenting av skala- eller breddefordeler (economies of scale eller economies of scope). Ofte er målet ved horisontale fusjoner og oppkjøp skalafordeler, hvor kostnadene reduseres med økt volum. Viser til likheter med Koller m.fl. (2010), nevnt tidligere om det å forbedre resultater i selgers selskap. Innunder operasjonelle synergier er kunnskapsoverføring, som vil si at virksomhetene kan forbedre sin konkurranseevne gjennom å hente inn bedre kompetanse fra kjøper eller selger. IK Investment Partners var i perioden 2005 til 2009 eier i både Kid og Europris. I dag er Kid og Europris konkurrenter indirekte da Europris også selger deler av sortimentet til Kid. I denne perioden kan det tenkes det har vært kunnskapsoverføring fra Kid til Europris som har skapt synergieffekter begge veier. I innenlands oppkjøp vil verdiskapning kunne komme fra økt operasjonell effektivitet, økning i markedsmakt eller en eller annen form for finansiell gevinst

(Singh m.fl. 1987 og Seth, 1990b). Gjelsten har uttrykt at logistikk kan gi en mulig synergieffekt da holdingselskapet eier Sport1 kjeden. Sport1 består av ca. 200 selvstendig butikker og er på mange måter sammenlignbar med Kid AS. Det kan tenkes at det er mye å hente via kompetanseoverføring. Gjelsten Holding har i etterkant av Sport1 og Kid oppkjøpet startet eiendomsutviklingsprosjekter for å effektivisere selskapene, og dermed redusere de variable kostnadene. I disse prosjektene Fabritius Gruppen, eid av Gjelsten Holding, som er et eiendomsutvikler selskap blitt brukt. Fabritius Gruppen har utviklet Sport1 og Kid sine logistiksenter og lager på henholdsvis Kløfta (ferdigstilt 2010) og i Lier (ferdigstilt 2015) (Fabritius, lest 29 februar 2016). Både det at Gjelsten Holding er eier av eiendomsutviklingsselskapet, samtidig som de er eier av Sport1 og Kid, gir store muligheter for å kunne oppnå synergier gjennom effektivisering i logistikk. Ved siden av er det inngått en leieavtale for Kid butikk i Sandnes, lager og hovedkvarteret i Lier, og en ny butikk på Bekkestua mellom Kid og Gjelsten Holding.

Ledelsessynergier kan oppnås ved at ledelsen hos oppkjøper besitter bedre kompetanse spesielt innenfor planlegging og styring som overgår oppkjøpt selskap. Synergiene realiseres ved utskifting, påvirkning og forbedring av både økonomistyring og investeringsbeslutning (Boye og Meyer, 2008).

Et annet motiv for fusjoner og oppkjøp er diversifiseringssynergier. Det kan være potensielt flere gode effekter av å diversifisere. Først vet vi investorer ønsker å spre risikoen ved å investere i en portefølje. Gjelsten Holding har en portefølje bestående av eiendom, industri og handel. Gjelsten har uttrykt i Dagens Næringsliv at han er blitt mindre risikovillig (lest 10 februar 2016). Dette kan gi støtte for at det å diversifisere kan være en del av motivet for å kjøpe opp Kid. For det andre er det slik at dersom et selskap ikke ønsker å utbetale utbytte, men istedenfor reinvestere overskuddet i prosjekter som gir høyere avkastning enn det investorer ville kunne oppnå privat, vil det å diversifisere via oppkjøp være legitimt. Det gjelder ikke for Kid, da de lover 60-70% av overskuddet skal utbetales i utbytte. Dersom private investorer kan diversifisere rimeligere enn selskapet og oppnå samme risikoreduksjon som helhet, vil ikke argumentet holde. (Brealey m.fl., 2014, s. 812; Seth m.fl., 2002; Koller m.fl., 2010). Og dermed vil det ikke være diversifiseringssynergier.

Verdiskapning kan også oppnås ved å restrukturere oppkjøpt selskap. Det kan oppstå nye muligheter som følge av skala- eller breddefordeler, hvor restruktureringsgevinster realiseres ved å sammenslå, dele opp eller selge aktiviteter og avdelinger (Boye & Meyer, 2008).

Verdikapring er å overføre verdier fra andre interessenter til egne aksjonærer. Overføring av verdier kan skje gjennom økt maktforhold til kunder og leverandører. Det kan også skje mellom kjøp av undervurderte selskaper og skattemessige forhold som er å overføre verdier henholdsvis fra selgende aksjonærer og myndigheter (Boye og Meyer, 2008). Verdikapring gjennom økt maktforhold skyldes ofte horisontale oppkjøp ved å sikre seg monopollignende makt. Ved oppkjøp av leverandører eier virksomheter større deler av verdikjeden som gir økt makt og sterkere forhandlingsposisjon. Verdikapring gjennom kjøp av undervurderte selskaper er basert på verdsettelsesteori. Teorien forutsetter at kapitalmarkedet er imperfekt (Trautwein, 1990; Brealey m.fl. 2014; Koller m.fl. 2010), da oppkjøper må besitte informasjon som ikke er kjent i resten av markedet. Det kan være at ledelsen i oppkjøpsselskapet besitter bedre informasjon om bransjetrender eller synergimuligheter enn sine omgivelser. Det er viktig at markedet ikke kjenner til motivet bak oppkjøpet for at prisen ikke skal overstige budet. Oppkjøper ønsker ikke havne i en «winner's curse» situasjon. Verdsettelsesteorien har vært mye omdiskutert, men Trautwein (1990) mener at med mindre kjøper røper strategien, vil ikke markedet kunne inkorporere privat informasjon inn i markedsprisen, fordi de ikke besitter den nødvendig kunnskapen eller informasjon. Skattemessig fordeler kan være motivet bak oppkjøp dersom fremførbare underskudd kan redusere fremtidig skattekostnad (Boye og Meyer, 2008).

I tillegg til nevnte verdimaksimerende motivene har man flere som lederdrevne motiver (egeninteresse og begrenset rasjonalitet) og institusjonelle forklaringer (rasjonelle motiver, egeninteresse, begrenset rasjonalitet, kopiering og legitimering). Dog sees det ingen, eller lav tilknytning til Kid. Det kan aldri helt utelukkes at ledelsen i Gjelsten Holding også kan drives av å maksimere egen nytte på bekostning av eierne, men det antakelsen er at det ikke er tilfellet.

3.2 Integrasjonsutfordringer

Det vil være omfattende utfordringer i fusjoner og oppkjøpsprosesser. De største utfordringene oppstår ved implementering og integrering av selskapene. Utfordringene kan medføre økte kostnader som gjør at synergiene ikke realiseres. Boye og Meyer (2008, s. 237) vektlegger at skjulte kostnadene; fall i produktivitet og tap av markedsfokus, kan stjele aksjonærgevinster. Med produktivitet menes fallende output for lik mengde input, mens sistnevnte; tap av markedsfokus er relatert til at oppmerksomheten forskyves fra kundeforhold

til integreringsprosjekter. Årsaker til fallende produktivitet er redusert arbeidsinnsats, nøkkelpersonell forlater selskapet, økt sykefravær og motivasjonstap. I 2012 gjennomgikk Kid en lang oppkjøpsprosess hvor Gjelsten Holding var kjøper. Denne prosessen varte i seks måneder. Driftsfokuset ble negativt påvirket og resulterte i en like-for-like vekst i antall butikker gikk ned med -3,1%, høyeste reduksjonen i perioden 2010-2015. Boye og Meyer (2008) argumenterer for at det er de beste og mest produktive ledere og ansatte som forsvinner først, da de er mest ettertraktet i arbeidsmarkedet. I tillegg kan ledelsen og ansatte måtte «kjøpes» for å opprettholde fokus på integrering i motsetning til andre egeninteresser. Et insentivprogram for ledelsen ble implementert i 2012 som økte personal kostnadene i denne perioden. Både fusjoner og oppkjøp er en organisasjonsendingsprosess hvor man transformerer seg fra en tilstand til en annen. Kotter (1995) argumenterer for at ved å hoppe over, eller kutte ned på elementer i en endringsprosess, vil kun skape en illusjon av hastighet og vil aldri produsere tilfredsstillende resultater. Kritisk feil i et steg av en lang endringsprosess kan ha ødeleggende virkninger.

3.3 Utvalg av forskningsresultater / diskusjon

I følge Andrade m.fl. (2001) er det mest nøyaktige og pålitelig statistiske verktøyet for å undersøke om fusjoner og oppkjøp skaper verdi for aksjonærene utviklingen i aksjekursen. Det å se på hvordan nyheten om fusjoner og oppkjøp vil påvirke aksjekursen dagene før, på og etter nyheten om fusjon eller oppkjøp. Forskning fra 2001 viser at fusjoner og oppkjøp skaper aksjonærverdier. Selgers selskap kaprer mesteparten av verdien med et gjennomsnitt på 16 % avkastning, mens det nye kombinerte selskapet oppnår i snitt 2 % avkastning, kjøper isolert straffes med en nedgang med et snitt på -0,4 % (Andrade m.fl., 2001, s. 110). Det kan tolkes som at aksjekursen på selgers selskap øker da bud ligger over gårldagens aksjekurs, mens investorer straffer kjøper da de ikke tror på synergieffektene, samtidig som investorer er kjent med at selskaper ofte betaler for mye i premie. Oppgjørsformen mellom kjøper og selger viste tydelig forskjeller i forskningen. Oppgjør i kontanter ga i snitt 7,1% høyere avkastning (20,1%-13%) for selger og 1,1% høyere avkastning for kjøper. Kombinert selskap ga med kontantkjøp 3,6% avkastning, mens ved helt eller delvis aksjebasert ga 0,6% avkastning. Det er kjent at investorer tolker oppgjørsformen valgt av ledelsen; ved aksjebasert oppkjøp tolkes det at aksjekursen er for høy, noe som gjør at investorer straffer aksjen ved å selge seg ned.

Dersom ledelsen mener at aksjeprisen i eget selskap er lav vil de i større grad benytte seg av kontantoppkjøp (Brealey m.fl., 2014 s. 388; Boye & Meyer, 2008 s.44).

Healey m.fl. (1992) undersøker 50 selskapers driftsresultater i etterkant av de største fusjonene mellom 1979 og 1984. Analysen deres gikk ut på å måle driftsresultatet på det kombinerte selskapet relativt til den bransjemedianen. Resultatet var at de fusjonerte selskapene hadde forbedringer i produktivitet som ledet til høyere operasjonelle kontantstrømmer i forhold til andre aktører i bransjen. Funnet viste at kontantstrømmen etter fusjon var lavere enn før fusjonen, dog falt kontantstrømmen mer for ikke-fusjonerte selskap i samme bransje. Det ble vektlagt i artikkelen at oppkjøpspremien måtte fjernes helt fra regnestykket for å identifisere produktivitetsøkningen.

Undersøkelse gjort av KPMG (Kelly m.fl., 1999) viste at 82 % av respondentene i grenseoverskridende handler fullført mellom 1996 og 1998, trudde at fusjon og oppkjøp aktiviteten var en suksess, og at de hadde nådd sine forhåndsatte mål. Resultatene er funnet på bakgrunn av en uavhengig benchmark, basert komparative aksjeprestasjon ett år etter fusjon gjennomførelse. Verdt å merke seg at det kan oppstå mange målefeil i en så lang måleperiode. En aksje kan enkelt ha større svingninger som ikke direkte kan tilknyttes økt eller redusert avkastning som følge av informasjonen om fusjon og oppkjøp. Resultatene gjort av KPMG viser at bare 17 % av de kombinerte selskapene hadde gitt merverdi til aksjonærene, 30% produserte ikke-merkable forskjeller, og så mange som 53 % faktisk var ødeleggende. Totalt var 83 % av fusjonene mislykket når det kom til verdiskapning for aksjonærene.

Hovedgrunnen til fusjoner og oppkjøp feiler er at oppkjøper betaler for høy premie (Hitt m.fl., 2009). De siste 20 årene har gjennomsnitts premie vært i intervallet 40%-50% (Laamanen, 2007). Oppkjøp er kun lønnsomt og burde gjennomføres dersom man kan oppnå høyere synergieffekter enn premien over selgers iboende verdi (Koller m.fl., 2014).

Seth m.fl. (2002) referer til Shaked, Michen og McClain (1991) og Harris og Ravenscraft (1991) hvor forskningsfunn viser at kunngjøringer om fusjoner og oppkjøp på tvers av landegrenser gir høyere avkastning enn innenlands. Seth m.fl. (2002) skriver at dette kan skyldes at utenlandske investorer tendere til å betale for mye, eller at fordelene ved å komme inn på nytt marked er store. Kan også være pga. forventet reduksjon i risiko.

Forskningsresultatene viser at det er selgerne som historisk har gjort det bra, mens kjøperne ikke har gjort det like bra.

4. Børsnoteringsteori (IPO)

I litteraturen brukes akronymet IPO for «Initial Public Offering», videre vil begrepet børsnotering eller børsintroduksjon brukes om hverandre. En børsnotering er en aktivitet som gjør det mulig å handle aksjene til et selskap på en offentlig markedsplass. I Norge kreves det at selskapet må være allmennaksjeselskap (ASA). For å være et ASA må styret og ledelsen være kjent med de lover, regler og retningslinjer som ligger til grunn i allmennaksjeloven. Selskaper med gode resultater vil i løpet av livssyklusen vurdere om de skal gjennomgå en børsnotering eller forbli private. En børsnotering kan gjøres gjennom en emisjon hvor nye aksjer utstedes av selskapet for å selges til nye eller eksisterende aksjonærer. Kontantene fra salget skytes så inn i selskapet som ny egenkapital. Alternativ metode er et såkalt sekundær tilbud (secondary offering), hvor eksisterende aksjonærer selger egne aksjer for å realisere gevinster (Brealey m.fl., 2014). Litteraturen viser til både positive og negative effekter ved å være børsnotert. Et utvalg vil bli nevnt. Det vil være matnyttig å introdusere noe børsnoteringsteori da Kid nylig ble godkjent, og kan dermed omsettes på Oslo Børs. På bakgrunn av teorien vil leser kunne stille kritiske spørsmål om hvorvidt prisen er riktig satt av tilrettelegger (underwriter).

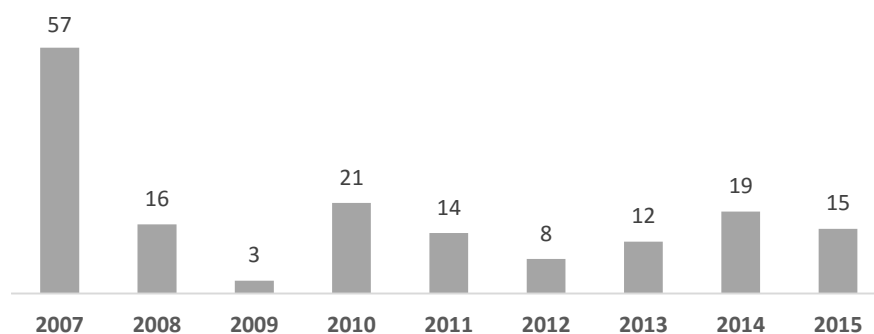
4.1 Hvorfor børsnotering

Fordeler

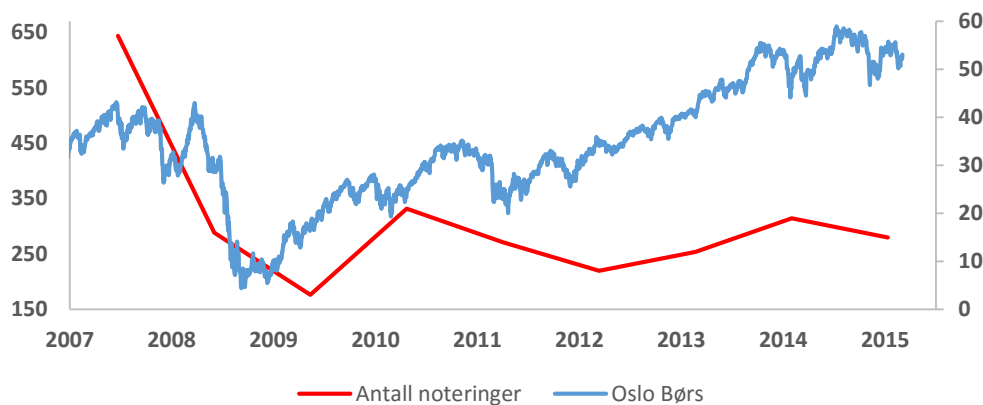
Det er fordeler og ulemper ved å børsnotering og et utvalg bør nevnes. Fordeler er økt kapitaltilgang, mulighet for eksisterende aksjonærer å selge, overvåking og økt likviditet i aksjen. Entreprenørene, de ansatte og andre aksjonærer kan ønske å gjøre sine investeringer mer likvide. Ved børsnotering får de mulighet til å diversifisere sin portefølje gjennom nedsalg, helt eller delvis for å investere i andre selskap, relatert eller urelatert til samme bransje. Økt kapitalinngang er spesielt viktig for selskaper som ønsker høy vekst. Ny kapital gir mulighet til å ekspandere, fusjonere, kjøpe opp, nedbetale gjeld eller innovere. Etter overtakelsen i 2012 av Gjelsten Holding har Kid aktivt jobbet for å skape vekst innenfor boligtekstiler. Selskapet har skapt nye butikker som har medført bedre topp- og bunnlinje. Pagano (1998) mente at hovedfaktoren for børsintroduksjon er marked-til-bok forholdet til selskaper i samme bransje. Dette forholdet kan beregnes ved å dividere aksjeprisen på bokført verdi per aksje (P/B) (Brealey m.fl., 2014; Koller m.fl., 2010). En økning på ett standardavvik

i dette forholdet økte sannsynligheten for en børsintroduksjon med 25% (Pagano m.fl., 1998). Indikasjonen er at aksjonærer vil kunne prøve å time markedet. Det vil si å børsnotere når investorer er positive til markedet. Benninga m.fl. (2005) viser til likheter med Pagano (1998) at man opplever økt antall børsnoteringer når markedet befinner seg i en «hot issue market» tilstand. Dette er en periode hvor investorer verdsetter selskaper høyt. Videre viser forskningen at entreprenører velger å utstede aksjer når kontantstrømmen er relativt høy, som er sammenfallende med høye aksjepriser. Omvendt når kontantstrømmene er lave. Da ser man en økning i tilfeller hvor selskaper går fra offentlig til privat marked (Benninga m.fl., 2005).

Konkurrent av Kid, Europris ble børsnotert 19 juni 2015 fem måneder før Kid ble børsnotert. I 2014 ble sportsgiganten XXL notert som på ingen måte er konkurrent, dog et selskap innen varehandel. Det kan tyde på at P/B forholdet og høye kontantstrømmer, kan være årsaker til børsnoteringen akkurat i perioden 2014 til utgangen av 2015. Fremover de to til tre nærmeste årene vil det trolig forekomme færre eller ingen børsnoteringer innenfor varehandel da makro og mikroomgivelsene ser dårligere ut jamfør PESTEL i den strategiske analysen senere. Det såkalte «hot issued market» man nå har gjennomgått i Norge siden finanskrisen vil trolig ikke fortsette i nærmeste fremtid. Figuren 5 og 6 viser børsnoteringstrenden fra 2007, markant reduksjon i antall noteringer med en bunn i 2009, i etterkant av kredittboblen som sprakk i 2007 og startet en finanskrisen.



Figur 5 Antall børsnoteringer, YTD 2016 3 Mars 2016 (Kilde: Oslo Børs)



Figur 6 Oslo Børs utvikling og antall børsnoteringer (Kilde: Oslo Børs)

Figur 7 viser en fordeling på spørsmålene gitt i en spørreundersøkelse til finansdirektører hvorvidt de var enig eller helt enig i ulike utsagn (Brau og Fawcett, 2006).

Spørreundersøkelsen kan gi noen indikasjoner på hvorfor selskaper børsnoteres.



Figur 7 Kartlagt bevis på motiver bak børsnotering (Kilde: Brau & Fawcett, 2006)

Selskaper som er børsnoterte gir styret og investorer bedre overvåkingmuligheter av ledelsen. Aksjeprisen gir en pekepinn på hvordan ledelsen presterer i selskapet samtidig blir det enklere å belønne ledelsen ved gode prestasjoner gjennom opsjonsavtaler (Brealey m.fl., 2014). Ledelsen kan også raskere bli avslørt ved underprestasjon ettersom symmetrisk informasjon gir tidsriktig tilbakemeldinger til sine omgivelser gjennom prisfall i aksjen.

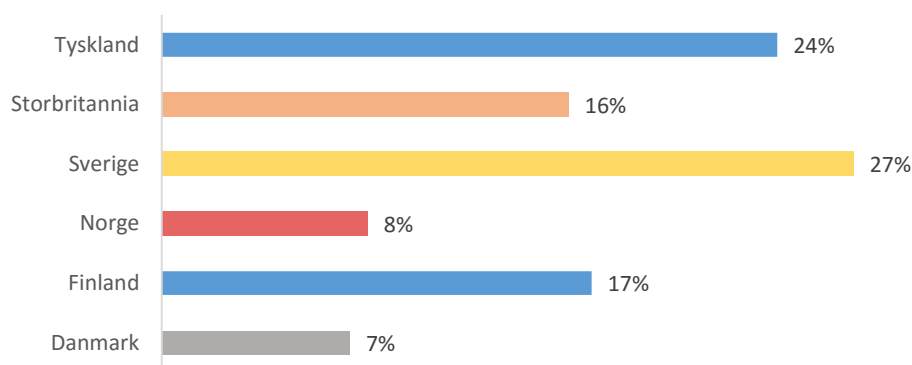
Ulemper

For at en børsintroduksjon skal være fordelaktig må ulempene ikke være større enn fordelene. Ulemper som bør merkes er økt rapportering, økte kostnader og «penger på bordet». Det er strengere krav til rapportering og kommunikasjon for børsnoterte selskaper til markedet. Børsen krever tilgang til rapporter tilknyttet juridisk, skattemessig, økonomiske og andre forhold som har betydning for verdien av selskapet. Dette fordi informasjon skal være tilgjengelig for alle aksjonærer samtidig. Den største direkte kostnaden er til tilrettelegger (underwriters). Kostnaden til tilrettelegger i USA var i 1987 en fastpris og en variabelkostnad som utgjorde 7% av innhentet kapital (Ritter, 1987; Brealey m.fl., 2014). I tillegg kommer noteringsavgift til Oslo børs, samt andre årlig avgifter. Penger på bordet er et begrep som kan forklare høye indirekte kostnader som følge underprising. Historisk sett har avkastningen første dag for børsnoterte selskap vært spesielt høy. Dette medfører en verdikaping fra entreprenører og tidligere aksjonærer over til tilrettelegger og nye investorer. En årsak til hvorfor utsteder har latt tilrettelegger legge penger på bordet, da dette er en kjent metode kan være betydningen av analysedekningen (Loughran m.fl., 2002). Utover nevnt indirekte kostnad er det andre ulemper verdt å nevne som ansattes tidsbruk, motivasjon, samt en periode hvor fokuset flyttes fra kunden til å handle om børsnotering. Andre nevnte indirekte kostnader vil akkumuleres betydelig.

4.2 Underprising ved børsnoteringer

Egenkapitalen som selges ved børsintroduksjoner er ofte underpriset. Det betyr at investorer som var med i IPO eller handler første børsdag kan forvente seg gjennomsnittlig høy avkastning. I USA har rabatten på børsnoterte selskap variert mellom 21% og 12% fra 1960 frem til 2004 (Ljungqvist, 2007). Hvorfor det er slik er det forsket mye på og det finnes mange ulike og overlappende forklaringer. Underprising kan åpenbart være dyrt for eierne, mens det er lukrativt for nye investorer. Nøkkelinteressenter i en børsintroduksjon består av utsteder, tilrettelegger (underwriters), markedsførere av avtalen og investorer (Ljungqvist, 2007). Teori fra asymmetrisk informasjonsperspektiv prøver å forklare at siden noen interessenter besitter mer informasjon enn andre, så har de dermed også mer forståelse. Dette kan betegnes som vinnerens forbannelse. Informerte investorer vil kun gi bud på attraktive børsintroduksjoner, mens uinformerte vil gi bud på alt. Dette skaper vinnerens forbannelse fordi uinformerte vil kjøpe alle utestående aksjer ved ikke-attraktive - overvurderte

børsintroduksjoner, mens de vil få en mindre andel aksjer ved attraktive børsnoteringer - undervurderte børsintroduksjoner. Dette betyr hvis uinformerte investorer får alle aksjene de etterspør så er det fordi informerte investorer ikke vil ha aksjene. En implikasjon av modellen ifølge Ibbotson m.fl. (1994) er at risikofylte børsintroduksjoner vil være mer underpriset enn mindre risikofylte i gjennomsnitt. Videre argumenterer Ibbotson m.fl. (1994) langsiktig prestasjoner for større, mer etablerte selskaper ikke gir like store utslag i avkastningen som børsnoteringer av nyetablerte gründerbedrifter. Flere årsaker til hvorfor børsintroduksjoner feilprises ved at man ofte oppnår relativ god avkastning allerede første handelsdag; vinnerens forbannelse, dynamisk informasjonskjøp, informasjonskaskader, redusert juridisk ansvar, styrket bank-investor relasjon, regulatoriske begrensninger og politiske motiver (Ibbotson m.fl., 1994).



Figur 8 Gjennomsnittlig avkastning på å investere i IPO (Kilde: Loughran m.fl., 1994, oppdatert 2015)

Figur 8 over viser historisk gjennomsnittlig avkastning på børsnoteringer. Avkastningen på nylig børsnoterte selskap har vært god. I Norge har avkastningen (8%) vært lavest av utvalgte land i tidsperioden, etterfulgt av Danmark, Finland, Storbritannia, Tyskland og Sverige (27%) i den rekkefølgen (Loughran m.fl., 1994, oppdatert 2015). Statistikken er målt over en lang tidshorisont og måleperioden er ikke lik for alle landene. Dermed er ikke dataene helt sammenlignbare, dog gir det en indikasjon på Norge og Danmark har vært minst underpriset med beskjedene 8% og 7% mellom henholdsvis 1984-2013 og 1984-2011. Målingene for Finland, Storbritannia, Sverige og Tyskland er; 1971-2013, 1959-2012, 1980-2011 og 1978-2011.

5. Avkastningskravteori

Et selskap er kun attraktiv for egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer dersom man kan tilby dem høyere avkastning enn de kan oppnå selv. Avkastningskravet skal ta hensyn til inflasjon, risiko og tidsverdi («time value of money»). For å forklare avkastningskravteori vil risiko kort gjennomgå, etterfulgt av forklaring av kapitalverdimodellen. Deretter vil elementer i kapitalverdimodellen som risikofri rente, beta og markedsrisikopremien defineres. Avslutningsvis vil total kapitalavkastningskravet gjennom WACC utdypes.

5.1 Risiko

Risiko handler om usikkerhet og sannsynlighet for en hendelse. Risiko i avkastningskravteori dreier seg om investorer påtar seg risiko – usikkerhet – ved å investere i en bedrift. Denne risikoen kan deles inn i systematisk (markedsrisiko eller ikke-diversifiserbar) risiko og usystematisk (bedriftsspesifikk eller diversifiserbar) risiko (Bøhren og Michalsen, 2006). Systematisk risiko er usikkerhet som investorer ikke kan kvitte seg ved å diversifisere. Eksempler på systematisk risiko er makrobegivenheter som; oljepris, lovendringer, inflasjon, valutakurser, konjunkturbevegelser og krig. Usystematisk risiko er usikkerhet tilknyttet en bedrift eller et fåtall bedrifter på lokalnivå (mikrobegivenheter) som kompetanse hos ledelse, tørt eller vått borehull, varm eller kald sommer og teknologi. Sistnevnte er risiko man teoretisk kan fjerne i en veldiversifiserbar portefølje. Summen av de to kalles totalrisiko. Helt essensielt i avkastningsteori og kapitalverdimodellen er at desto mer risiko investor påtar seg gjennom å investere, desto høyere forventet avkastning krever investor. Eller forklart på en annen måte. En investering i et risikofyllt prosjekt skal gi høyere forventet avkastning enn en sikker investering. Derfor kan forventet avkastning på hvilke som helst investering skrives som summen av risikofri rente og en risikopremie som skal kompensere for påtatt risiko (Damodaran, 2015)¹.

¹ $r_m = r_f + \text{risikopremie}$

5.2 Kapitalverdimodellen (KVM)

Kapitalverdimodellen er en kortsiktig modell som brukes til å estimere egenkapitalkostnaden, r_e (cost of equity)². KVM forutsetter at alle investorer kan diversifisere og dermed vil investorene kun ta høyde for systematisk risiko i avkastningskravet. Bedriftsspesifikk risiko elimineres i KVM. Risikofri rente ligger i bunn av denne formelen da investor som et minimum ønsker høyere avkastning enn en risikofri investering. Investor alltid velge å investere i prosjekt eller aksje med høyest avkastning alt annet likt.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Hvor;

r_f = risikofri rente,

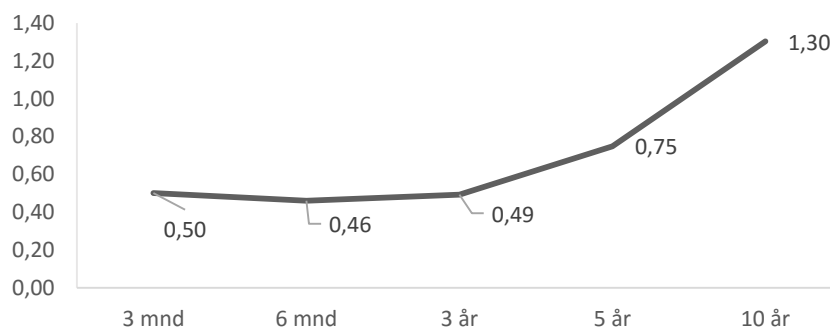
r_m = avkastning på markedsporteføljen,

$(r_m - r_f)$ = forventet avkastning ved å investere på børsen, markedets risikopremie,

β = Selskapets egenkapitalbeta, mål på systematisk risiko, markedsrisikoen.

5.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011). Det nærmeste man kommer er statsobligasjoner. Statsobligasjoners rente avhenger av hvilke rating statsobligasjonen er tildelt. Ratingklasser er et mål på sannsynligheten for mislighold. Norske statsobligasjoner er sikrere enn de greske, da Norge med høy sannsynlighet ikke vil gå konkurs i nærmeste fremtid.



Figur 9 Norske statsobligasjoner pr. april 2016 (Kilde: Norges Bank)

² Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Figur 9 viser at lengden på renten har en betydning for avkastningskravet. Siden KVM er en kortsiktig modell kunne man tenkt seg at man skal bruke en kortsiktig rente, som f.eks. 0,46%. Spørsmålet blir da om det er riktig å benytte seg av en 3 måneders rente på en kontantstrøm som løper over flere år? Antageligvis blir dette feil. Kaldestad og Møller (2011) antyder at det er fire alternativ til valg av risikofri rente, med fordeler og ulemper. Første alternativ går ut på å velge ulik risikofri rente for hver periode. Dette betyr at man benytter en ettårsrisikofri rente ved beregning av egenkapitalkostnaden for første året, toårsrisikofri rente for andre året osv. Denne metoden som velges bort. Alternativ 2 er å velge en kort rente som antydes å være mer nøyaktig da forventet avkastning og faktisk avkastning blir lik. Dog er ulempen at kort rente svinger mye og skaper avvik i avkastningskravet. Neste alternativ vil være å benytte seg av en langsiktig risikofri rente på 10 år. En langsiktig rente naturlig nok vil ha mindre volatilitet enn kortsiktig rente og skaper stabilitet i avkastningskravet. Et argument for å benytte seg av langsiktig risikofri rente er at det er en match mellom langsiktigheten i kontantstrøm diskontering i selskapet som verdsettes. Siste alternativ er det Kaldestad og Møller (2011) kaller stivt avkastningskrav – langsiktig forventning til risikofri rente. Dette innebærer å søke etter en langsiktig WACC og se bort fra kortsiktig svingninger. I dette alternativet settes den langsiktig risikofri renten til forventet realrente pluss langsiktig forventet inflasjon. Ulempen med metoden er at man antar at rentemarkedet er feilpriset, ettersom yielden vil avvike fra rentemarkedene. Videre vil det bli benyttet langsiktig statsobligasjonsrente på 10 år som risikofri rente.

5.2.2 Beta (β)

Beta er et mål på grad av samvariasjon mellom en bestemt aksje og markedsporteføljen (Bøhren og Michalsen, 2006, Brealey m.fl., 2014, Kaldestad og Møller, 2011, mfl.). I gjennomsnitt er betaen for en aksje lik 1. En beta på 0,5 vil bevege seg halvparten av hva markedet gjør, og en beta på 1,5 vil svinge over halvparten så mye som markedet gjør. Formelen for egenkapitalbeta er som følger:

$$\beta_e = \left(\frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \right)$$

Den enkleste metoden for å finne betaen vil være å foreta en regresjonsanalyse av avkastningen i Kid mot avkastningen til referanseindeks, deretter kjøre en regresjonsanalyse. Mangel på målinger, eller høyt nok gjennomsnittsvolum er normalt en svakhet. Fra andre

november og frem til første april har Kid hatt et gjennomsnittsvolum på 103 511 solgte aksjer per virkedag, mens medianen ender opp på et volum 57 475. Samtidig vil det kun være i underkant av 6 måneder med historikk, dog er det 109 målinger. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler en analyseperiode som viser både opp- og nedgangstider. Samt bør analyseperioden være på over 3 år med månedlige observasjoner. Siden dette ikke er tilfelle med Kid, vil dette kunne gi beta med lav korrelasjon til markedsporteføljen. I følge Kaldestad og Møller (2011) er det to metoder for å komme frem til beta dersom det er nødvendig å estimere beta. Første metode er en «bottom up beta» som består av å observere sammenlignbare selskaper og foreta en regresjon. Problemet er at det kan være forskjellig kapitalstruktur mellom Kid og sammenlignbart selskap. Man kjenner til at ved økt gjeldsgrad øker risikoen i selskapet i form av økte rentekostnader og variansen i resultat³. Siden økt risiko og usikkerhet i resultat er negativt for fremtidig kontantstrømmer vil dette gi utslag i aksjeprisen som medfører økt beta. Ved bruk av en tretrinnsmetode kan man korrigere for gjeldsgrad. Første trinn består av å identifisere egenkapitalbetaen (${}^L\beta_e$, «levered beta») til Kids sammenlignbare selskaper (regresjon). Neste trinn består av å konvertere egenkapitalbetaen (${}^L\beta_e$) om til en forretningsbeta (${}^U\beta_e$, «unlevered»). Viktig i konverteringen er å anse selskapet som 100% egenkapitalfinansiert, uavhengig av faktisk kapitalstruktur. Dette vil gi en justering tilknyttet ulik finanseringsgrad.

$$\text{Forretningsbeta: } {}^U\beta = \beta_e x \left(\frac{E}{EV} \right)$$

Hvor EV er verdien av egenkapital pluss rentebærende gjeld. Siste trinn vil bestå av å konvertere unlevered beta (forretningsbeta) om til ny levered beta (egenkapitalbeta), men nå med gjeldsgraden i Kid:

$${}^L\beta = \beta_U x \left(\frac{EV}{E} \right)$$

En alternativ metode er en fundamental analyse av betaen. Antakelsen er at selv om betaen er grei å regne seg frem til med matematikk så er det ikke nødvendigvis en sterk korrelasjon, istedenfor kan det være en helt tilfeldig korrelasjon som ikke har noen kausal sammenheng. Denne tilnærmingen anbefaler å ikke stole blindt på estimert beta, men gjøre en rimelighetsvurdering av beta. Det er to faktorer som kan brukes for å evaluere i hvilke området betaen bør ligge og det er operasjonell giring – høy andel faste kostnader bør ha høyere forretningsbeta enn selskap med større andel variable kostnader. Neste faktoren er

³ $Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$

etterspørselsmønster – der hvor etterspørselen svinger sterkt i forhold til konjunkturer betyr at det er høy risiko, mens små svingninger betyr lavere risiko. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler bruk av regresjonsanalyse hvis mulig.

5.2.3 Markedets risikopremie

Estimering av størrelsen på markedets risikopremie, differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente, har vært mye debattert i finans (Koller m.fl., 2010). Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer forventer å få eller krever ved å investere i selskaper eller prosjekter med risiko utover risikofri rente. Koller m.fl. argumenterer for at det ikke eksisterer en entydig fremgangsmåte for å estimere premien. Den mest brukte metoden er å estimere fremtidig markedspremie er ved å anta at historien er et godt estimat for fremtidig avkastning. En alternativ metode er å bruke regresjonsanalyse for å koble dagens markedsvariabler og aggregere dividend-til-pris ratio, for å estimere forventet markedets risikopremie. Andre fremgangsmåter er spørreundersøkelser blant investorer/akademikere (Kaldestad og Møller, 2011) eller bruk av diskontert kontantstrømverdsettelse sammen med estimering av avkastning på investeringer og vekst for å reversere markedets kapitalkostnad (Koller m.fl., 2010). Mest brukt virker å være å se på forskjellen mellom historisk premie over tid på en markedsindeks og statsobligasjoner. Metoden går ut på å måle differansen mellom faktisk avkastning på aksjer over en lang periode og sammenligne med faktisk avkastning på risikofri investering⁴ (Damodaran, 2015).

$$\text{Markedets risikopremie} = E(r_m) - r_f$$

Hvor;

$E(r_m)$ er forventet avkastning på markedsporteføljen

r_f er risikofri rente

Markedets risikopremie i KVM er ekstremt viktig for verdsettelsen da den har stor påvirkning på egenkapitalkostnaden som vil vises i en sensitivitetsanalyse. Bruk av en stor risikopremie vil øke forventet avkastning på alle investeringer og dermed ha stor påvirkning på selskapsesifikke størrelser som kontantstrøm, vekst og selv firmaspesifikke størrelser som betæen (Damodaran, 2015). Forventet avkastning på markedsporteføljen påvirkes av

⁴ Ofte statsobligasjoner

investorers forventning til fremtidig kontantstrøm fra virksomheter. Dersom investorene er positive, vil dette gjenspeiles i høyere aksjepriser (P/E) og lavere markedsrisikopremie. Det kan sies at det har en klar sammenheng med investorers risikoaversjon. Investorer er mindre risikosøkende dersom de stiller seg tvilende til økende kontantstrømmer i nærmeste fremtid. Dette vil kunne resultere i fall eller stagnasjon i markedet på kortsikt som medfører en økning i markedets risikopremie.

5.3 Weighted average cost of capital (WACC)

WACC på godt norsk er avkastning på totalkapitalen, eller vektet gjennomsnitt av kapitalkildene, egenkapital og gjeld. Avkastningen på totalkapitalen er hva investorene forventer og krever å tjene på sine investeringer og er dermed diskonteringsfaktoren som benyttes på fri kontantstrøm (Koller m.fl., 2010). WACC innebærer både avkastningskravet på egenkapitalen (egenkapitalkostnaden) og avkastningskravet på gjelden etter skatt (gjeldskostnaden). WACC inkorporer både egenkapitalen, gjeld og skatteskjoldet som følge av skatt på renter er fradragsberettiget. MM2 (Miller og Modigliani teoremet) sier at WACC reduseres ved økt gjeldsgrad på grunn av skatteskjoldet. Ser man bort fra skatteskjoldet vil WACC vil kapitalkostnaden forbli lik uavhengig av gjeldsgrad (Brealey m.fl., 2014).

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{V} + r_g \cdot (1 - s) \cdot \frac{G}{V}$$

Hvor:

r_e = egenkapitalkostnaden,

r_g = gjeldskostnaden⁵

E = markedsverdi på egenkapital

G = markedsverdi på netto rentebærende gjeld

(1-s) = skatteskjold

V = markedsverdi på (E+G)

Bruken av WACC-baserte modeller egner seg best når selskaper har et relativt stabil gjeldsandel (Koller m.fl., 2010). Dersom selskapet har variasjoner i gjeldsandelen bør ny WACC beregnes for hver periode.

⁵ Gjeldskostnad = risikofri rente + konkurrisikopremie

6. Metode

Metode består i hovedsak av kvantitativ eller kvalitativ tilnærming. Kvantitativ metode involverer en numerisk analyse av forholdet mellom variabler, mens kvalitativ metode involverer verbale beskrivelser av situasjoner i det virkelige liv (Silverman, 2014).

6.1 Datainnsamling

Datainnsamlingen består av prospektet, årsrapporter, kvartalsrapporter og kan kategoriseres som sekundærdata. Dataene er tolket og bearbeidet av Kid og revisorer før dataene på nytt blir åpne for videre tolkning i denne oppgaven. Dataene er primært av økonomisk verdi gjennom regnskap og framtidsutsikter. De tidligere kapitlene består av forskningsdata gjennom teori, mens videre i oppgaven anvendes teorien gjennom et sett av verdsettelsesmetoder med bakgrunn i teori og datatolkning.

6.2 Validitet og reliabilitet

Reliabilitet betyr pålitelighet og forbindes med målesikkerhet. Ved høy reliabilitet vil gjentatte målinger ved bruk av samme datamaterialet likt resultat. Validitet sier noe om vi måler det vi faktisk er ute etter å måle (Silverman, 2014). Beskriver vår data det som faktisk skjer? Validitet avhenger av reliabilitet, men ikke omvendt. Det vil si at man kan ha lav validitet, men ikke omvendt. I en verdsettelses gis det mye rom for tolkning og skjønnsmessig vurderinger. Det vil være skjønnsmessige vurderinger av sekundærdata som regnskapsdata. Verdsetteren kan videre ha ulik grad av optimistiske eller pessimistiske tolkninger av framtidsutsikter til prosjekt eller selskap. I et forsøk på å styrke validitet og reliabilitet vil det være en grad av datatriangulering og teoritriangulering. Det vil bli brukt to verdsettelsesmetoder, samt a man har tilgang til Kids børsnoterte aksjepris. I tillegg er leser opplyst om fusjoner og oppkjøp, typisk underprising av børsnoterte selskap og avkastningskravteori.

7. Verdsettelsesmetoder

Det finnes flere verdsettelsesmodeller. I avsnittet vil inntjeningsbasert metode vektlegges, mens det vil være en kort introduksjon til balansebasert og markedsbasert tilnærming. Ingen av modellene er perfekte da verdsettelse innehar mye subjektive meninger og forutsetninger om fremtiden.

7.1 Balansebaserte metoder

Utgangspunktet i substansbasert metode går ut på se på hva eiendelene kan selges for i markedet. Substansverdimetoden går ut på at det finnes et aktivt marked for selskapets eiendeler slik at man kan måle historiske verdier opp mot markedsverdi. Metoden er minst hensiktsmessig ved tradisjonelle virksomheter hvor den kan undervurdere verdiene ifølge Kaldestad og Møller (2011). Spesielt er dette tilknyttet immaterielle eiendeler som ikke kan selges på det åpne marked. Kid besitter ikke store verdier i anleggsverdier da de leaser alle sine butikker, lager og hovedkontor. Kun 5,6% av anleggsverdiene er materielle, resterende del av driftskapitalen består av immaterielle eiendeler klassifisert som varemerke.

7.2 Inntjeningsbaserte metoder

Den inntjeningsbaserte tar utgangspunkt i kontantstrømmer fra selskapet og hva som forventes å genereres fremover (Kaldestad og Møller, 2011). Verdien på selskapet vil så være nåverdien av forventet kontantstrøm, derav kallenavnet DCF for «discounted cash flows». Tilnærmingen vil deles i tre; lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere et avkastningskrav og til slutt diskontere kontantstrømmen tilbake til dagens verdi basert på avkastningskravet til egenkapital eller total kapital (Kaldestad og Møller, 2011).

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + avkastningskrav)^t}$$

Formelen over beregner nåverdien av et prosjekt eller selskap for en periode t . En videre antakelse er at et selskap vil nå en såkalt «steady-state» hvor veksten stabiliseres (konstant vekst). Ved steady-state forutsettes konstant vekst og man tillegger en restverdi (terminalverdi) til formelen over kalt Gordons formel.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm}_t}{(\text{Avkastningskrav} - \text{vekstfaktor})}$$

To varianter av inntjeningsbasert metode er nevneverdig og det er dividendemodellen og fri kontantstrøm til egenkapital eller total kapital. Den førstnevnte er mindre brukt i Norge (Boye og Meyer, 2008). Årsaken kan være at en mindre del av overskuddet i norske selskap blir utbetalt som dividende. Dersom utdelingsforholdet øker i Norge kan denne metoden bli mer brukt.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Dividende}_t}{(1 + \text{avkastningskrav til egenkapital})^t}$$

Hvor;

P_0 = verdien av en aksje på verdsettelsestidspunktet

D_t = forventet dividende i år t

Likt med diskontering av fri kontantstrøm verdsettelse vil det også i dividendemetoden legges til en restverdi når selskapet når en steady-state i dividende i all overskuelig fremtid. Terminalverdi utregnes ved bruk av Gordons vekstformel.

Den sistnevnte varianten går ut på å beregne fri kontantstrøm for å predikere kontantstrømmen som utbetales til investorer etter å ha utført alle investeringer nødvendig for videre vekst (Brealey m.fl., 2014). Fri kontantstrøm til egenkapital (egenkapitalmetoden) verdsetter egenkapitalen direkte ved å trekke fra eller legge til netto endring i gjeld allerede i kontantstrømmen. Egenkapitalmetoden er lik dividendemetoden. I metoden benyttes avkastningskrav til egenkapital (KVM og ikke WACC).

Tabell 2 Fri kontantstrøm til egenkapital (Kilde: Boye og Meyer, 2008)

Egenkapitalmetoden

Resultat etter skatt
+ Avskrivninger og nedskrivninger
- Investeringer
+/- Netto endring arbeidskapital
+/- Netto rentebærende gjeld ⁶
= Fri kontantstrøm til egenkapital

Fri kontantstrøm til total kapital (total kapitalmetoden) innebærer å finne kontantstrømmen som ikke bare tilfaller eierne, men også kreditorene. Forskjellen kommer tydelig frem ved å se på forskjellene i tabell 2 og tabell 3. Først forutsettes det at selskapet kun er egenkapitalfinansiert (gjeld=0). EBIT⁷ multiplisert med 1 minus skattesats er det samme som driftsresultat etter skatt. Ved å starte med driftsresultat etter skatt i total kapitalmetoden ser man bort fra finansresultatet. I total kapitalmetoden trekkes rentebærende gjeld først ifra etter at man har beregnet total kapitalen (Enterprise Value)⁸. Forskjellen innebærer at netto endring i lån ikke vil påvirke fri kontantstrøm. Dog vil rentebærende gjeld påvirke markedsværdien på egenkapitalen (market capitalization).

Tabell 3 Fri kontantstrøm til total kapital (Kilde: Boye og Meyer, 2008)

Total kapitalmetoden

EBIT (1-skattesats)
+ Avskrivninger og nedskrivninger
- Investeringer
+/- Netto endring arbeidskapital
= Fri kontantstrøm til total kapital

Ved bruk av total kapitalmetoden brukes ikke lengre avkastningskravet på egenkapitalen alene, men som en del av vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad.

⁶ Netto rentebærende gjeld minus overflødig kontanter

⁷ EBIT – Earnings Before Interest and Tax på norsk kalt Driftsresultat før skatt

⁸ $Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{KS_t}{(1+WACC)^t} + \frac{KS_{+1t}}{(WACC-g)} = virksomhetssverdi - rentebærende gjeld$

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Kontantstrøm_t}{(1 + WACC)^t}$$

7.3 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er en markedsbasert tilnærming hvor man sammenligner hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet (Kaldestad og Møller, 2011). Sammenligningen skjer mellom et selskap og andre sammenlignbare selskap innenfor samme bransje eller sektor. Det er ikke alltid enkelt å finne sammenlignbare selskap og i slike tilfeller er ikke dette en optimal verdsettelsesmetode. Fordelen ved bruk av komparativ verdsettelse er enkeltheten og tidsbruken, som er mye kortere enn en fundamental verdsettelse, og dermed mindre kostbar, nyttig sammenligningsgrunnlag for kontantstrømbasert verdi. Ulempen er at den antagelig er mindre presis enn en fullverdig verdsettelse. Samt at kjerneområdene og kapitalstruktur kan virke like, mens de i realiteten er svært ulike. Dog er metoden ypperlig til å supplement for en fundamental verdsettelse. En komparativ verdsettelse bygger på multiplervurderinger. Utgangspunktet i multiplervurderingen er nøkkeltall basert på resultatoppstillingen eller i balansen multiplisert med en faktor (Kaldestad og Møller, 2011). Mye benyttede multipler kan deles inn etter resultat- og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte eller ikke-finansielle multipler. Nevneverdige er følgende resultatorienterte multipler:

$$\frac{EV}{Salg}$$

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

$$\frac{EV}{EBIT}$$

$$\frac{P}{E}$$

Hvor:

EV = Enterprise value, total kapital (markedsverdi EK + netto rentebærende gjeld)

P = Markedsverdi på egenkapital

E = Resultat etter skatt («Earnings»)

Den svært populære P/E multiple er enkel i bruk og virker godt dersom et selskap er i en stabil vekstfase og kan være et godt estimat for kontantstrømmen til egenkapitalen. Ulempen er at man totalt ignorerer kapitalbehovet og forskjeller i risiko. Samtidig er resultat etter skatt påvirket av finansresultat og andre potensielle ekstraordinære inntekter og kostnader.

EV/EBITDA måler den underliggende driften ved å se på driftsresultatet før renter, avskrivninger og nedskrivninger, samt skatt. Problemet med nøkkeltallet er at man helt utelukker investeringsbehovet (CAPEX). Det vil si at det er skjevheter dersom to selskap har lik multippel, men ulikt investeringsbehov. Lignende problem er det dersom et selskap har høy operasjonell leasing. Dette vil gi høye driftskostnader og dermed vil selskapet bli seende dyrt ut på papiret. EV/EBIT tar hensyn til investeringsbehovet og er således bedre i det aspektet, men også her blir kapitalbehovet ignorert (Kaldestad og Møller, 2011)

Nevneverdig balanseorientert multipler er pris/bok, hvor markedsverdi på egenkapital er i teller, mens bokført verdi på egenkapital føres i nevner. Metoden er enkel å bruke, samtidig gir en god indikasjon på selskapets evne til å skape verdi. Høy P/B indikerer at markedet tror at selskapet klarer å skape verdier på sine bokførte eiendeler. En lav verdi viser at markedet har lave forventninger til selskapets evne til verdiskapning. Markedsforventningene kommer frem gjennom prisingen av selskapets egenkapital. Et forholdstall i P/B på under 1 betyr at investorer forventer at selskapet vil ødelegge verdier gjennom svak lønnsomhet siden markedsverdien av egenkapital da er lavere enn den bokførte egenkapitalen.

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{markedsverdi på egenkapital}}{\text{bokført verdi av egenkapital}}$$

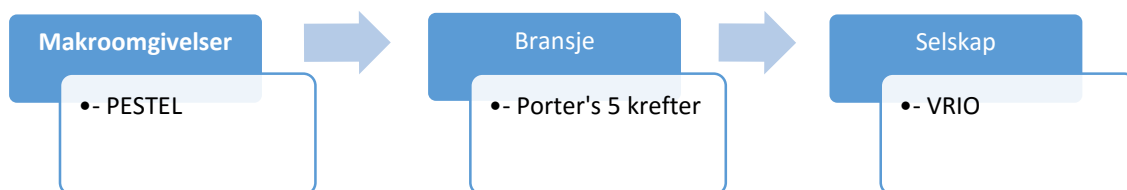
7.4 Valgt verdsettelsesmetode

Hovedvekten i denne verdsettelsen vil være å diskontere fri kontantstrøm til totalkapitalen, altså en inntjeningsbasert metode. På bakgrunn av en fremtidsprognose vil det estimeres en fri kontantstrøm til totalkapitalen ved å vekte tre potensielle scenarioer. En rimelighetssjekk vil så bli gjort ved bruk av komparativ multippel verdsettelse. Først vil det utarbeides en strategisk analyse for å kunne ha noen formening om framtidssiktene til Kid.

8. Strategisk analyse

De aller fleste selskap må på en eller annen måte forholde seg til konkurrerende selskaper. Dette er gjeldende i aller høyeste grad for Kid. En strategisk analyse skal ta for seg eksterne og interne forhold med mål om å avdekke Kids konkurransesituasjon og verdidrivere. Det skal utredes en ekstern og intern analyse som tar for seg de makroøkonomiske omgivelsene, bransjen og konkurrentene, samtidig vil en internanalyse av selskapsressurser identifisere styrker og svakheter for Kid.

Det finnes forskjellige rammeverk for å identifisere strategiske muligheter gjennom å identifisere selskapets styrker og svakheter. Valgte strategianalyser er PESTEL og Porters 5 krefter rammeverket for å analysere de eksterne faktorene, mens for de interne faktorene vil Barney sitt VRIO rammeverk benyttes. Rammeverkene vil i tilstrekkelig grad identifisere styrker og svakheter.



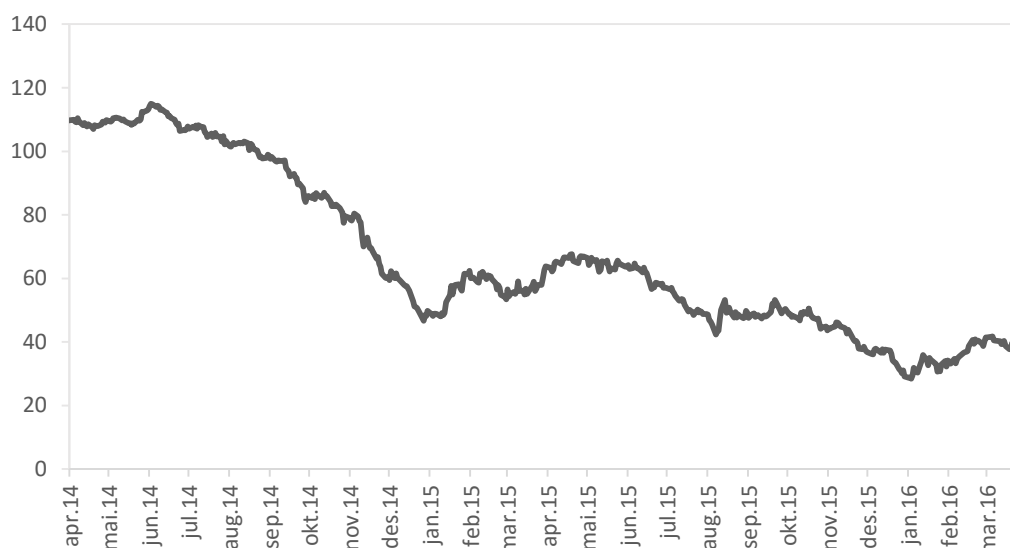
Figur 10 Strategisk analyse rammeverk

8.1 PESTEL

PESTEL-analyse er en videreutvikling av PEST-analysen (Roos mfl. 2005). Akronymet står for Political, Economical, Social, Technological, Environmental og Legal som oversatt til norsk blir; politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige, juridiske faktorer og trender som kan påvirke organisasjonen. Viktigheten i denne analysen er å identifisere endringsdrivere (Johnson mfl. 2005), og å forstå hvordan de 6 faktorene påvirker Kid som virksomhet, hvilke faktorer er viktigst nå og i fremtiden, samt hvordan de velger å møte eventuelle utfordringer knyttet til faktorene?

8.1.1 Politiske faktorer

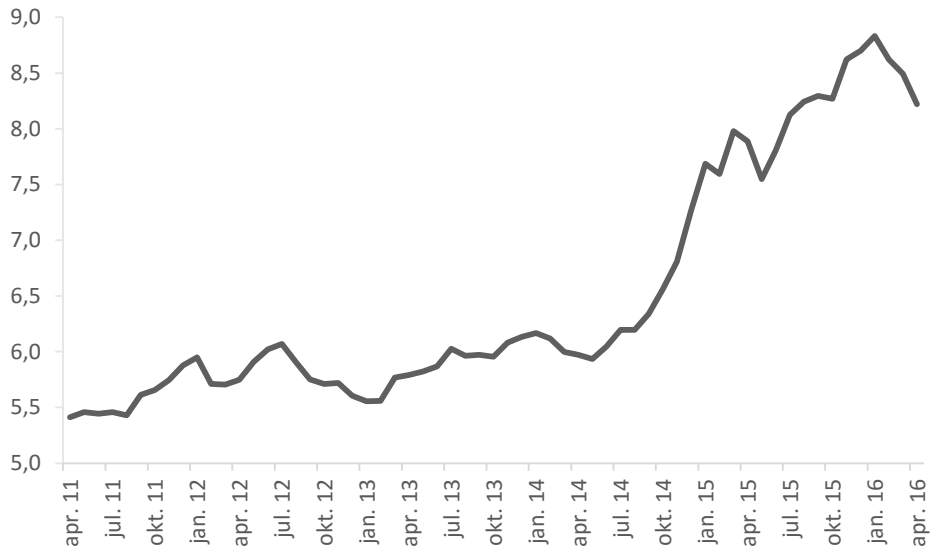
Per dags dato operer Kid kun i Norge etter de solgte Kid Hemtextil AB i 2007 med kun to år tilstedeværelse i Sverige (Prospekt). Norge er å anse som en stabil stat til tross for krakk i oljeprisen. Oljeprisen har falt fra toppen, 120 USD/fat til 30 USD/fat, tilsvarende 75% nedgang i oljeinntekter for Norge omkring 1 februar. Rundt 14 april hadde oljen klatret opp til et nivå på omkring 43 USD/fat. Fallet i oljen har resultert i fallende oljeinvesteringer som er en svært viktig årsak til den økende arbeidsledighet man har sett i oljeservice sektoren. Forklaringen på hvorfor oljen har falt er ikke entydig, dog er det i all hovedsak tilknyttet tilbud og etterspørsel. Tilbudssiden av oljen er større enn etterspørselen, da oljenasjoner som Russland, Saudi Arabia og OPEC har sprengt sin produksjonskapasitet. Samtidig har Iran fått sanksjonene lettet som vil øke tilbudet betraktelig. Dog er hovedårsaken til oljenedturen USA, som år etter år har økt sin skiferoljeproduksjon. Normalt ville OPEC og Russland kunne redusere produksjonen for å heve prisen, men dette ville garantert resultere i økt produksjon av skiferoljen i US. Spillet som nå foregår er klassisk spillteori. Det vil si at noen nasjoner ville være tjent med å øke produksjonen dersom andre redusere den. Dette er et komplisert tema som ikke vil bli prøvd forklart videre.



Figur 11 Oljepris utvikling 2 siste årene (Kilde: Euroinvestor)

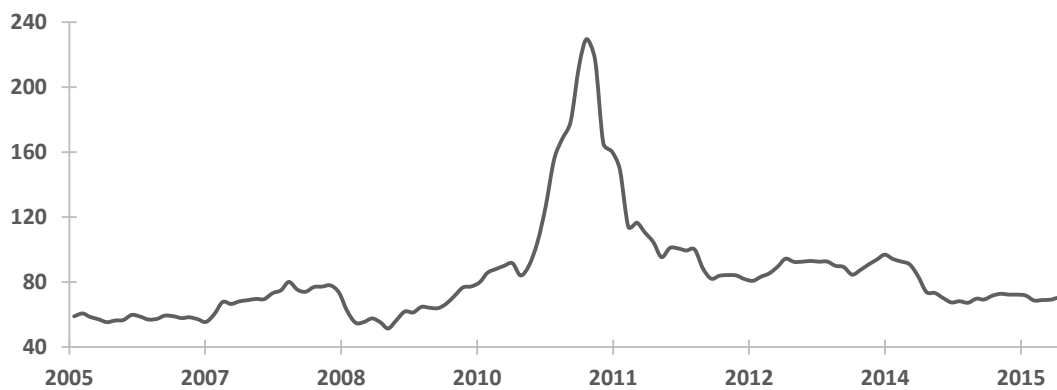
Kid og boligtekstil industrien i Norden kjøper majoriteten av sine produkter utenlands og ofte denominerte priser i dollar. Hele 90% av sine varer i amerikanske dollar (Q4 delårsrapport 2015). Av den grunn er USD mot NOK vekslingskursen viktig, siden en økning i dollarkursen

direkte øker forsyningskostnadene. Siden bransjen i Norge ikke selger disse varene utenlands får man ikke fordelene av økt vekslingskurs. Dermed får Kid og resten av boligtekstil segmentet økte kostnader som følge av svak krone mot USD.



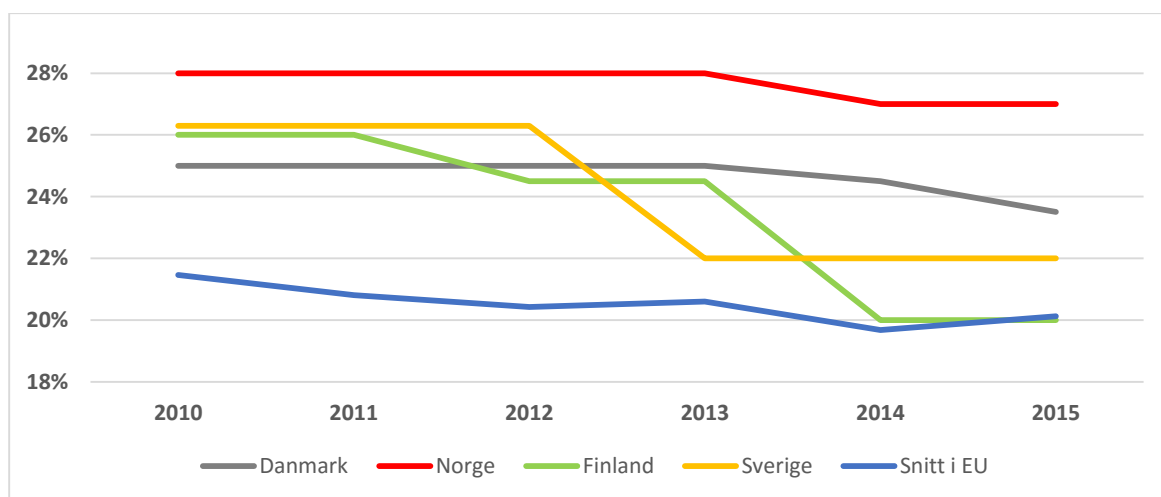
Figur 12 USD/NOK siste 5 årene (Kilde: Norges Bank)

Varekostnaden til Kid er avhengig av prisen på bomull. Utviklingen de siste 10 årene i figur 13 viser sterk volatilitet. Det er utenfor denne oppgaven å predikere bomullsprisen i fremtiden. Jeg antar at bomullsprisen vil holde seg stabil i det lavere sjiktet grunnet Kinas vekst ikke stiger i lik takt som tidligere.



Figur 13 Bomullspriser (Kilde: Indexamundi)

Den norske regjeringen reduserte skattesatsen med 1% til 27% i 2014, og i statsbudsjettet for 2016 reduserte de den ytterligere 2%, ned til 25% både for privatpersoner og bedrifter. Den blå regjeringen har signalisert ytterligere reduksjoner frem til 2018 med et mål på 22% selskapsskatt (Adekvat.no av J.A. Vold og e24.no av J. Nordstrøm, lest 1 februar 2016). Det kan tyde på at signaliseringen kan stemme, da disse endringene har kommet i etterkant av Scheel-utvalget (Regjeringen.no, ledet av H.H. Scheel, lest 1 feb. 2016). Utvalget foreslo reduksjon av selskapsskatten fra 27% til 20% og at denne reduksjonen skulle kombineres med andre tiltak for å motvirke overskuddsflytting. En slik endring måtte tilpasses videre i personskatten som formuesbeskatning og merverdiavgift. En reduksjon i selskapsskatten vil gi økt konkurransekraft for interiør og tekstilbransjen bransjen – både innlands og utenlands. Den 5 mai skrev e24 at stortinget har kommet til enighet i skatteforliket. Selskapsskatten og personskatten vil settes til 23% innen 2018 (e24.no av V. Armstrong og J. Lilleby, lest 5 mai 2016). En selskapsskatt på 23% vil brukes i fremtidsprognosen fra og med år 2018.



Figur 14 Selskapsskatt (Kilde: KPMG⁹, lest 19 april 2016)

Ser av grafen i figur 14 at Skandinavia, samt snittet av EU sine medlemsland de siste fem årene har redusert selskapsskatten. Norge har vært trege i forhold til resten og det må ansees som høyst sannsynlig at Norge også vil redusere ytterligere til minst 23%.

Regjeringen økte den avgiftsfrie merverdiavgiften på importerte varer fra 200kr til 350kr (inkludert frakt og forsikring) i 2014. Dette er ugunstig for Kid da de har et stort sortiment som selges for under minimumsbeløpet på 350kr. Dog har EU fremlagt forslag om enklere netthandel over landegrensener som kan resultere i at det norske momsfrirket vil kunne

⁹ <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html>

forsvinne på sikt fordi momsfritaket skaper problemer med rapportering til skattemyndighetene (Aftenposten, Østgårdsgjelten og Solberg, åpnet 11 mai 2016)

Totaleffekten fra politiske faktorer vil kunne påvirke boligtekstil og interiør negativt.

Virkningene av lavere oljepris er økt arbeidsledighet som påvirker kjøpekraften til kundene.

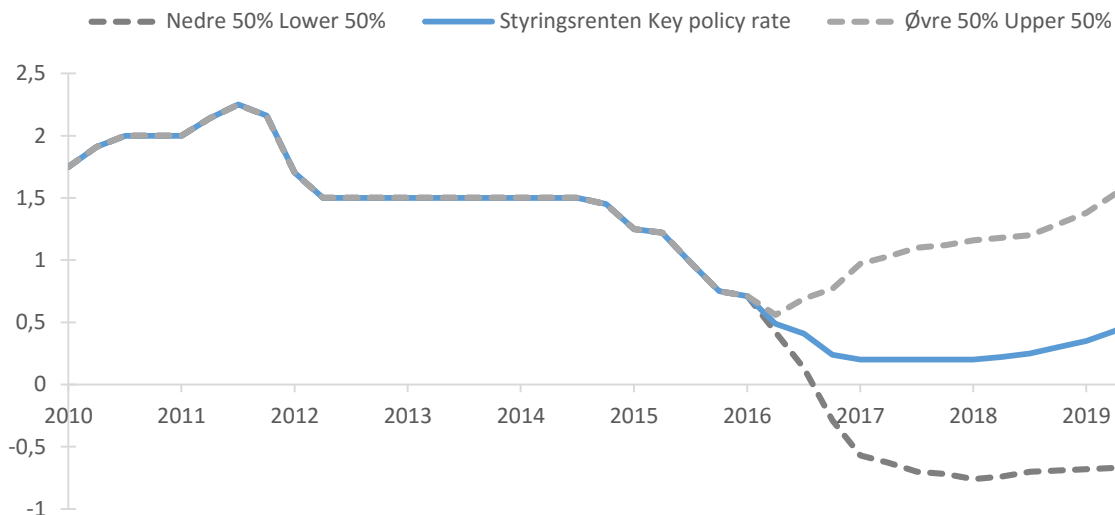
Lavere skattesats vil kunne gi bransjen bedre lønnsomhet i Norge.

Råvarer (olje og bomull)	Positiv	Nøytral	Negativ
Valuta	Positiv	Nøytral	Negativ
Skatt	Positiv	Nøytral	Negativ
Totaleffekt politiske faktorer	Positiv	Nøytral	Negativ

8.1.2 Økonomiske faktorer

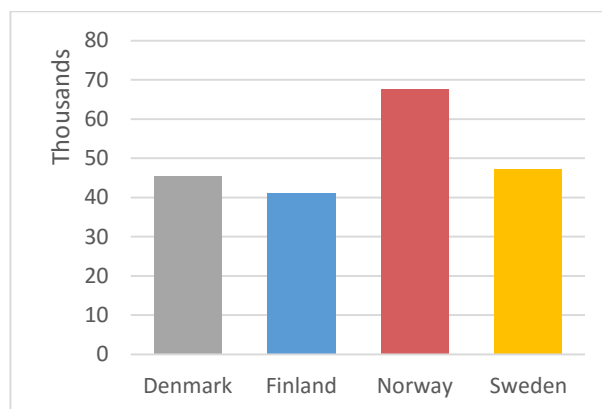
Rentenivå, disponibel inntekt, arbeidsledighet og trender i BNP er noen av de økonomiske faktorene som vil kunne påvirke Kid, da de påvirker konsumentteterspørselen.

Styringsrenten har falt 0,5% fra tredje kvartal i 2014 til 1% i tredje kvartal i 2015. Videre estimeres nedgang ned til 0,39% før Norges Bank signaliserer en økning av styringsrenten fra 2 kvartal i 2018. Norges Bank setter styringsrenten hvert kvartal. Styringsrenten bestemmer hvilke rente de norske bankene må betale til Norges Bank og er sådan et godt mål på hvilke utlån- og sparerente som gis videre til forbruker. For Kid og interiørbransjen kan en vekst i styringsrenten ha negative effekter på vekstraten. Oppjusterer Norges Bank styringsrenten vil privateide banker gjøre det samme som resulterer i høyere boligkostnader, lavere privatkonsum i boligtekstiler og interiør. Forbrukere vil da flytte fokus fra «luksusvarer» og over til mer nødvendige forbruksvarer. Dette vil da kunne redusere den overordnede veksten i bransjen fra starten av 2018 dersom styringsrenten følger kurven nedenfor i figur 15. Dersom styringsrenten følger den nedre banen vil vekstraten i bransjen kunne øke. I base og best-case scenarioet estimeres et fall i inntektsveksten

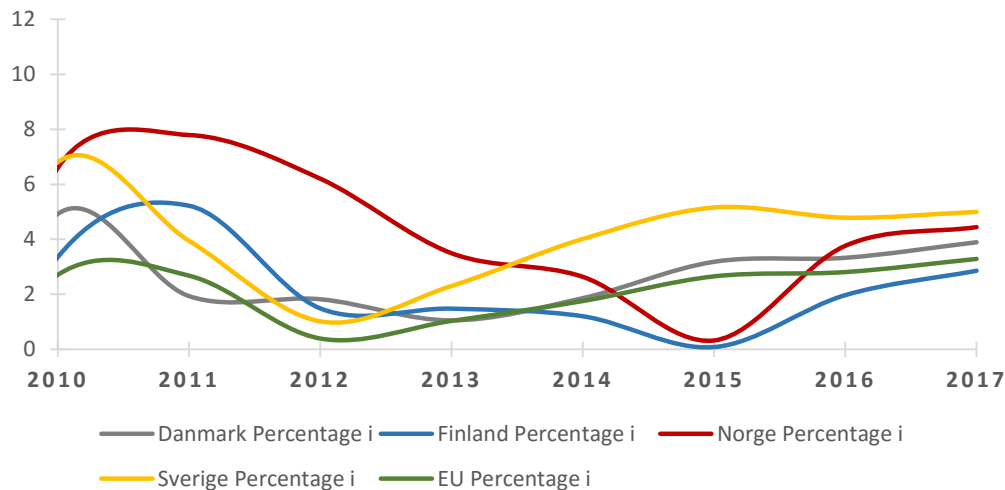


Figur 15 Prognostisert styringsrenten (Kilde: Norges Bank)

Ser av figur 17 nedenfor at de Skandinaviske landene og viktigst Norge tidligere har hatt bedre vekst enn snittet av EU. Norges vekst i BNP viser en stigende trend. Veksten i 2010 var høy, en respons av svært lav vekst gjennom kredittboblen, som startet finanskrisen i 2007. Perioden etter 2011 viser et fall fra over 7% til 0,3% i 2015 før OECD estimerer en drastisk økning i 2016 med videre vekst i 2017. Dog, fortsetter oljeuroen vil oljeprisen resultere i fortsatt lav BNP vekst ut 2016. Sett fra et historisk perspektiv er veksten svak og det er signalisert fra OECD at veksten i BNP vil være lav i nærmeste fremtid.

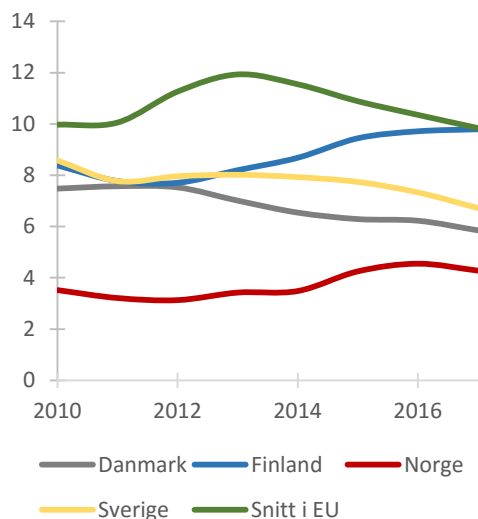


Figur 16 BNP per innbygger og PPP \$000 i 2015 (Kilde: IMF world bank)

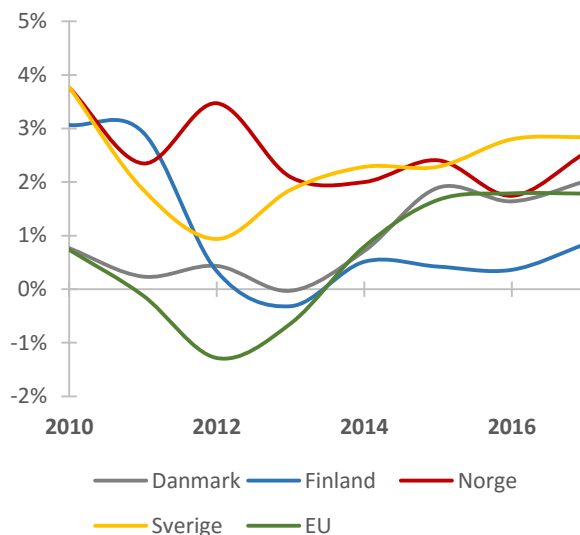


Figur 17 Prognose vekst i BNP fra foregående år (Kilde: OECD)

Norge har hatt spesielt lav arbeidsledighet i forhold til eurosonen (figur 18). Det kommer av Norge har vært skjermet i lang tid grunnet høye oljeinvesteringer pga. rekordhøye oljepriser. Oljeinvesteringene er ikke lenger bærekraftig med en oljepris som er over halvert. Oppsigelser og sluttpakker har preget nyhetsbilde i både 2015 og starten av 2016. Det er ikke noe som kun har preget Norge, men alle verdens oljenasjoner. Årene fremover kan være preget av høyere arbeidsledighet i Norge, mens land og næringer som ikke utvinner og selger olje kan få positive effekter ved lave energikostnader. Arbeidsledigheten i Norge har hatt en årlig vekstrate på 2,83% (CAGR) siden 2010 mot Danmark og Sverige sine -3,43% (CAGR). NAV (Ny arbeids- og velferdsforvaltning) publiserte 26. januar statistikk på forhåndsinnmeldte driftsinnskrenkninger for hele 2015. Statistikken viser at fra 2014 til 2015 økte antall innrapporterte oppsigelser med 109% fra 23,6 tusen til 49,6 tusen. Av de 49,6 tusen var 20 tusen personer varslet oppsagt i industrinæringen (Nav, lest 4 februar 2016).



Figur 18 Arbeidsledighet
(Kilde: OECD)



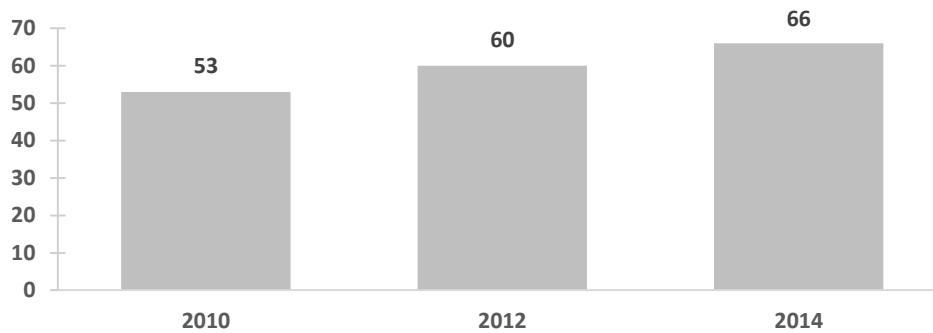
Figur 19 Privat konsum (Kilde: OECD)

Total forventet effekt av de økonomiske forhold vil ha en nøytral til negativ effekt for Kid i prognoseperioden. Årsaken er historisk lav styringsrente som ventes å settes ned frem til 2017 før den økes i slutten av 2018. En økning av styringsrenten vil kunne gå hardt utover folk med høy gjeldsgrad. Samtidig er OECD forsiktig med å estimere like sterk vekst i 2017 som 2015. I figur 5 og 6 i kapittel 4 viser en fallende børsnoteringstrend. Det kan virke på kort sikt som «hot issued market» er over. Det er en indikasjon på at flere industrier, inkludert boligtekstil og interiør vil kunne møte utfordringer de nærmeste årene rent makroøkonomisk.

Styringsrenten	Positiv	Nøytral	Negativ
Vekst i BNP	Positiv	Nøytral	Negativ
Arbeidsledighet	Positiv	Nøytral	Negativ
Privat konsum	Positiv	Nøytral	Negativ

8.1.3 Sosiale faktorer

Sosiale faktorer går på faktorer i demografi og kulturelle holdninger. I Norge er interessen generelt stor for interiør og design. Dette ses ved økende grad av design magasiner, fjernsynsprogrammer og ikke minst interiørblogger. I 2014 passerte årlig oppussingskostnader 66 milliarder (prognosesenteret, E. Horgmo, lest 8 februar 2016).



Figur 20 Årlig investert beløp i oppussing (Kilde; Prognosesenteret- Halve Norge foretar oppussing av boligen årlig, E24-Vi pusser opp for 60 milliarder i år, og NRK-Vi pusser opp for 53 milliarder)

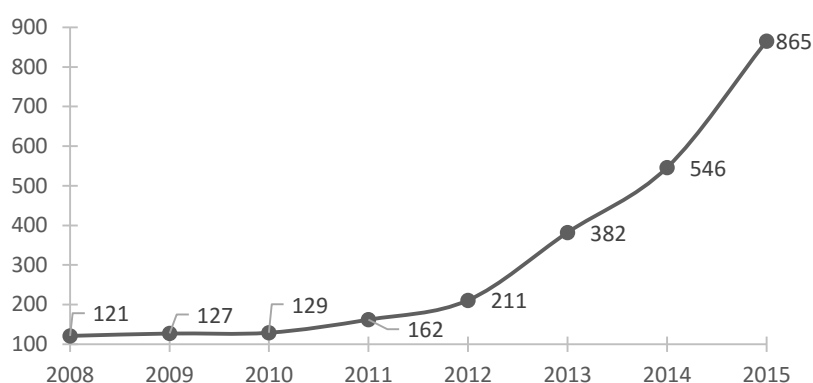
Det har vært økende grad av viktighet med samfunnsansvar (CSR-Corporate social responsibility) for alle virksomheter. Med samfunnsansvar tenker man på ansatteforhold i hele verdikjeden. Myers mfl. (2012) refererer til en rapport gjort av PriceWaterhouseCoopers i 2007 som beviser at samfunnsansvar påvirker generasjon Ys (unge høyt utdannede og pengesterke mellom 15-30 år) beslutningsvalg av arbeidsgiver. Siden det er viktig ved valg av arbeidsgiver er det innenfor å anta at det er viktig ved kjøp av interiør. Kid streber etter vedlikeholde sin høye standard på samfunnsansvar ved å ha etisk verdikjede, sikre leverandører signerer retningslinjer for etisk handel (code of conduct) i salgskontrakten samt regelmessig revisjoner og kvalitetskontroll av hovedleverandører (Prospekt). Produkter solgt av Kid er svanemerket og de jobber sterkt med å sikre seg andre sertifiseringer. Forventet effekt av sosiale forhold er nøytrale i fremtidsprognosen. Det er økt fokus på interiør i blader, fjernsyn og radio. Det gir kostnadsfri reklame til boligtekstil og interiør bransjen som tiltrekker kunder. Kid har sterkt samfunnsansvar som forventes å tilfredsstille kundegruppen.

Interiør fokus	Positiv	Nøytral	Negativ
Fokus på samfunnsansvar	Positiv	Nøytral	Negativ

8.1.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske faktorer verdt å merke seg for Kid er opprettelsen av kundelojalitetsprogram, ny og moderne logistikkenter og oppstart av netthandel. Lojalitetsprogrammet til Kid vil gjøre

det mulig å skaffe seg innsikt i kundepreferanser for å øke sjansene for å beholde lønnsomme kunder. Kundelojalitetsprogrammer har blitt viktigere de siste årene da det gir mulighet til bedre analyser av kunder. Et slikt verktøy er også en utmerket kommunikasjonskanal til å formidle gode tilbud og kampanjer. Bare 14 dager etter oppstart andre kvartal 2015, hadde Kid rekruttert 45 tusen kunder. Figur 21 viser sterk bransjevekst innenfor netthandel. Salgstallene har økt eksponentielt siden 2008 og frem til 2015 med årlig vekstrate på hele 32,4% (CAGR). Denne veksten blir delt av hele bransjen (Kid, Princess, Hansen & Dysvik, IKEA, Jysk og andre konkurrenter).



Figur 21 Omsetningsutvikling via netthandel i MNOK (Kilde: Virke, Møbel og Interiørbransjene 2014 og 2015, lest 21 april 2016)

Videre er det rimelig at Kid kan oppnå reduserte logistikk kostnader i fremtiden med sitt nye moderne lager i Lier som ble åpnet juni 2015. Alene vil lageret levere varer effektivt til både til alle butikker og internettkunder. Hele 99% av påfyllingen av varer er automatisert basert på varelagernivåer og leveringstiden varierer mellom 24 og 72 timer avhengig av lokalisering (prospekt). I tillegg er det potensial for å hente ut synergieffekter som følge av kunnskapsoverføringer mellom Sport1, Kid og Gjelsten Holding.

Den nye strukturen de besitter sikrer at man minimerer eventuelle lekkasjer i verdikjeden. Logistikk-senteret har ifølge prospektet hatt 100% nøyaktighet ved levering innenfor tidsfristen, mens distribusjonskontraktene stiller krav om 97% nøyaktighet.

Forventet effekt av de teknologiske forhold vil ha en klar positiv effekt på prognostiseringen. Kid er godt posisjonert til å møte økt etterspørsel fra forbrukere til netthandelen med et effektivt logistikk-senter i ryggen med ubenyttet kapasitet. Samtidig er netthandelsplattformen nyutviklet og selskapet opplever sterk vekst i segmentet som støtter at verktøyet har stor

suksess. Supplert med et godt lojalitetsprogram vil Kid være bedre i stand til å analysere sine kunder. Summen indikerer positiv vekst i netthandel for Kid prognoseperioden. Samtidig vil det på grunn av effektivisering kunne indikere lav og stabil COGS og OPEX utvikling¹⁰.

Lojalitetsprogram	Positiv	Nøytral	Negativ
Netthandel	Positiv	Nøytral	Negativ
Logistikk og lager	Positiv	Nøytral	Negativ

8.1.5 Miljømessige faktorer

Miljømessige faktorer er viktig for forbrukere og Roos m.fl. (2005) nevner faktorer som; Forurensning og avfall i form av påvirkning på naturen, muligheter for gjenvinning og kunders holdning til miljøet. Kid tilbyr sine kunder muligheten til å gjenvinne ødelagte tekstiler eller gi slitte eller ubrukte tekstiler til u-landshjelp. Dette er et samarbeid mellom Kid og UFF Norge. Utover UFF Norge er Kid medlem av IEH-Initiativ for etisk handel, Grønt Punkt Norge, samt at alle kroppsnære tekstiler er Øko-Text merket, en standard som garanterer at alle kroppsnære produkter ikke overstiger farlige grenseverdier på kjemikalier for både voksne og barn (Kid.no, lest 12 februar 2016).

8.1.6 Juridiske faktorer

Norske selskaper må til enhver tid forholde seg innenfor det juridiske rammeverket som arbeidsmiljøloven, allmenngjøringsloven, allmennaksjeloven, markedsføringsloven, monopollovgivningen, miljøvernlovgivningen og flere. Med årene har juridiske faktorer fått økt fokus, da det har vært store internasjonale kollapser som Enron på 90-tallet. I etterkant har det kommet krav om å overholde Sarbanes-Oxley Act (SOX). De siste 15 årene har man sett en økende grad av fokus også på kjønnsdiskriminering (Myers m.fl. 2012). Dette har også vært hett i media i 2015 rundt Telenor styret. Kid må forholde seg til de lover og regler som gjelder. Lovverket over gjelder for alle konkurrerende bedrifter og av den grunn har de juridiske faktorene en nøytral effekt.

¹⁰ Costs of Goods Sold og Operational Expenses

8.1.7 Oppsummering PESTEL

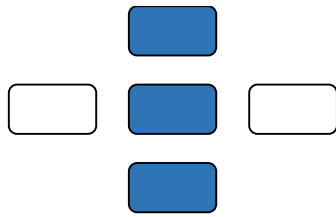
Basert på PESTEL-analysen vil totaleffekten av de makroøkonomiske faktorer med optimistiske briller ha en nøytral effekt på interiør og tekstilbransjen dersom man vektet politiske og økonomiske faktorer på lik linje med sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske. Med pessimistisk syn på fremtiden vil politiske og økonomiske faktorer vektlegges slik at det kan diskuteres om totaleffekten vil være negativ for Kid. PESTEL indikerer en nøytral til negativ trend for boligtekstil- og interiørbransjen.

Politiske	Positiv	Nøytral	Negativ
Økonomiske	Positiv	Nøytral	Negativ
Sosiale	Positiv	Nøytral	Negativ
Teknologiske	Positiv	Nøytral	Negativ
Miljømessige	Positiv	Nøytral	Negativ
Juridiske	Positiv	Nøytral	Negativ

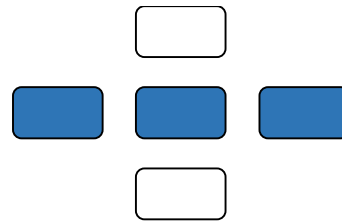
Figur 22 PESTEL oppsummering

8.2 Porter's fem krefter

Porters femkraftsmodell er et verktøy som brukes ofte for å forstå dynamikken i industrien der organisasjonen opererer. Verktøyet introdusert av Michael E. Porter i 1979, vil være avgjørende for å forklare hvordan Kid posisjonerer seg i forhold til sine konkurrenter. Rammeverket består av fem krefter eller faktorer som påvirker konkurranseevnen til selskapet. De fem kreftene består av; trussel fra inntrengere og trusler fra substitutter som befinner seg på rivaliseringsaksen, og trusler fra leverandører og trusler fra kunder som befinner seg på fordelingsaksen. Intern rivalisering befinner seg i sentrum av rivaliserings- og fordelingsaksen. De fem kreftene er gjensidig avhengig av hverandre (Grundy, 2006). Rivaliseringsaksen har fokus på rivaliseringen i bransjen, noe som påvirker verdiskapingen. Fordelingsaksen flytter fokus fra verdiskaping og over på verdikapring, altså hvordan verdiene fordeles i bransjen.

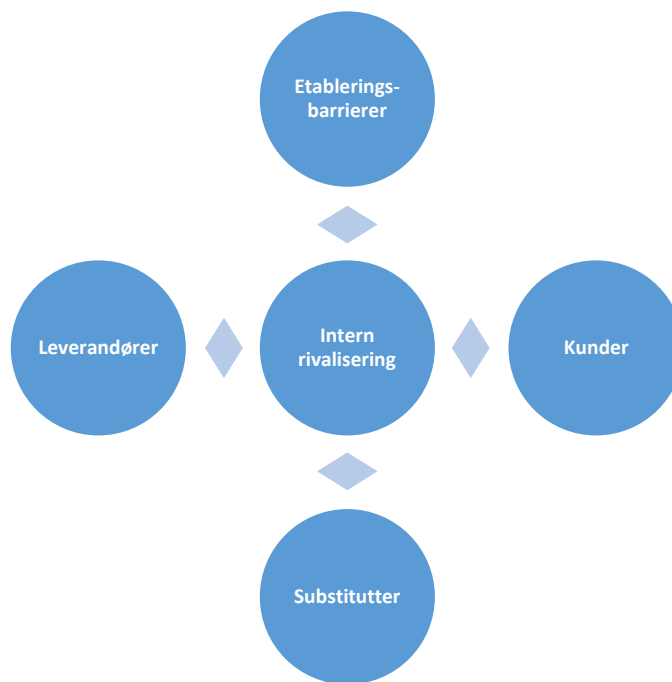


Figur 23 Rivaliseringsaksen



Figur 24 Fordelingsaksen

Konkurranselandskapet i boligtekstilmarkedet er komplekst og det kreves kort oppsummering fra kapittel 2.4 om bransjen. Kid er størst innen boligtekstiler med Princess som eneste direkte konkurrent med tanke på størrelse. Dog er det andre konkurrenter som indirekte selger like produkter innenfor samme sortiment; IKEA, Europris og Skeidar for å nevne noen (se i kapittel 2.4 for mer informasjon). Innenfor de tre hovedkategoriene gardiner, sengetøy, puter og dyner er Kid markedsleder med 32%, etterfulgt av Princess med 24%.



Figur 25 Porters fem gjensidig avhengig krefter (Kilde: Porter, 1979)

8.2.1 Trussel fra nye inntrengere

Nyetableringer i en bransje fører ofte med seg ny kapasitet, følgelig et ønske fra nye aktøren om å vinne markedsandeler og ofte en betydelig innsats av ressurser (Roos m.fl., 2005). Ny

kapasitet bringer ofte med seg priskrig eller økte kostnader for alle aktører i industrien. Lavere lønnsomhet blir resultatet av nyetableringer. Barrierer eller hindringer mot inntrengere kan komme av syv kilder i følge (Roos m.fl., 2005); stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader i form av kundelojalitet, adgang til distribusjonskanaler, kostnadsulempet og myndighetenes politikk.

Stordriftsfordeler

Stordriftsfordeler er tilstede dersom enhetskostnadene synker som følge av at produksjonsvolumet øker. Dette vil gjøre det mindre attraktivt for potensielle inntrengere å etablere seg. Kid produserer et stort antall egne varer med Kid merkevaren (97%). Hele 90% av produktene blir produsert i Asia. Produktene ankommer hovedlageret strategisk plassert i Lier som leveres gjennom egneide Kid Logistikk AS ut til sine 130 butikker. Butikkene til Kid befinner seg på de mest attraktive plasseringene som på kjøpesentre, gågater og ellers i hovedårer som folk ferdes. Gjennomsnittsstørrelsen på butikkene til både Kid og Princess er på 450kvm. Det kan argumenteres at dette er en oppskrift for stordriftsfordeler som gjør det vanskelig og dyrt å entre bransjen.

Produktdifferensiering

Innenfor hovedproduktkategoriene som gardiner, sengetøy, puter og dyner er det mindre grad av produktdifferensiering. Eneste forskjellen her er merkevaren. Kid har i sitt sortiment både rimelig produkter og produkter som anses mer luksuriøs. Et utvalg av produkter kan selges med premie som gir bedre marginer. Det er store likheter mellom Kid og Princess; produkter, kampanjer, sesongvarer, butikkstørrelse og lokasjon. Det er rimelig å si at produktene i liten grad er differensierte. Mesteparten er standardprodukter som konkurrerer på pris for å tiltrekke seg kunder. Av den grunn er det også lave byttekostnader. Siden Kid og Princess ofte er å finne på de fleste kjøpesentre, kan det tenkes at flertallet av kundene velger å handle i den rimeligste butikken. Det vil være essensielt for Kid å oppnå og beholde kostnadslederskap. Innenfor boligtekstilmarkedet konkurrer Kid også mot uavhengig forhandlere. Det er forhandlere som kan bestå av alt fra en til ett fåtall forhandlere. Markedsmakten varierer for de uavhengig forhandlerne, dog er makten lav i kontrast til andre direkte og indirekte forhandlere. En fellesnevner for uavhengig forhandlere er lave stordriftsfordeler som gir høye enhetskostnader og dermed høyere pris ut til kunden, færre lokaler og produkter. I følge Virke har det de siste fem årene vært 300 registrerte konkurser innenfor dette segmentet. For å

overleve mot de etablerte i bransjen kreves det store mengder kapital. Dog vil det kunne være mulig for uavhengige forhandlere dersom man baserer seg på nisje interiør produkter.

Adgang på distribusjonskanaler

Kid har et effektivt distribusjonsnettverk med leveransetid på mellom 4 til 6 uker fra produsent. Kid har utkontraktert distribusjonen til eksterne partnere. Kid Logistikk AS og PostNord Logistics AS har en leveranseavtale som gjør PostNord til eneste leverandør av all transport og distribusjon av Kid sine produkter fra lageret i Lier til Kid butikker over hele Norge. Leverandøravtalen har vært gjeldene januar 2014 og frem til januar 2016 med opsjon om forlengelse i fire nye år. Det er rimelig å anta at tilgang til distribusjonskanalen fra Asia til Norge og PostNord Logistics AS leveranseavtale er mulig. Dersom kapasiteten til distribusjonskanalen i Asia er sprengt eller tilsvarende distribusjonsselskaper vil det være barrierer for å entre bransjen. Derimot om det er ledig kapasitet, vil barrieren være lav for inntrengere. Det er rimelig å anta at det er ledig kapasitet, både utenlands og innenlands. Og dermed er det å anse barrieren som lav.

Trussel fra nye inntrengere

I boligtekstilbransjen er det stordriftsfordeler, lite produkt differensiering og antas normal til enkel adgang til distribusjonskanaler avhengig av volum. Norge består i tillegg av både store og små aktører, hvorav det har vært mange konkurser de siste årene for små uavhengig aktører. De to store aktørene Kid og Princess, samt indirekte konkurrenter som IKEA har mye kapital og vil kunne skape vanskeligheter for potensielle inntrengere ved å starte priskrig. På bakgrunn av dette er det rimelig å anta at det er mellom nøytral til lav trussel fra nye inntrengere.

Trussel fra nye inntrengere	Høy	Nøytral	Lav
-----------------------------	-----	---------	-----

8.2.2 Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter og tjenester kunder vurderer som en erstatning for bransjens egne. Trusler fra substitutter er kritisk når pris og ytelse er tilsvarende, eller overgår bransjens

produkter. Substitutter kan dermed øke rivaliseringen om bransjens kunder. Medfører flytting av verdi fra bransjen over til kunder. Varesortimentet til Kid er i all hovedsak standardisert slik at byttekostnadene er lave. Ved oppussing ønsker kunder ofte å handle inn nye møbler, og den prissensitive generasjon Y reiser da ofte til billigkjeden og kostnadsleder IKEA. Her kan kunden enkelt dra med seg andre varer som man finner i sortimentet til Kid. På grunn av mangel på substitutter innenfor boligtekstiler og interiør segmentet, kan andre lavpris eller luksuriøse produkter og utsalgssteder kategoriseres som potensielle substitutter.

Internetthandel er kommet for å bli, og selv om Kid har egen internetbutikk øker denne salgskanalen rivaliseringen. Dersom det skulle blomstre opp internetthandlere med gode og raske leveringsløsninger vil dette øke kapasiteten i markedet som vil presse aktører til å senke prisene som gir lavere marginer.

Trusler fra substitutter

På grunn av mangel på direkte substitutter innenfor boligtekstiler og interiør segmentet vil lavpris og luksuriøse produkter og utsalgssteder og internetthandlere kategoriseres som potensielle substitutter. Konkurransen blant billigkjeder som IKEA eller nærliggende Princess er sterk. Det kan ventes en økning i internetthandlere fremover da omsetningen har økt eksponentielt siden 2010 (se figur 21 i PESTEL analysen). Siden Kid satser sterkt på internetbutikken og har ett topp moderne automatisert lager vil trusselen ikke overstige nøytral

Trussel fra substitutter	Høy	Nøytral	Lav
--------------------------	-----	---------	-----

8.2.3 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandører kan kapre bransjens lønnsomhet dersom deres forhandlingsmakt er stor.

Leverandører kan presse ned overskuddet ved å sette opp prisene eller redusere kvalitet på produktet (Roos m.fl., 2005). Leverandører har sterk makt dersom; det er et fåtall av bedrifter som kan levere, få substitutter å konkurrere med, viktighet for kundens bedrift, differensierte produkt, høye byttekostnader og mulighet for fremover integrasjon (Roos m.fl., 2005 og Johnson m.fl., 2005).

Omtrent alle leverandørene til Kid befinner seg i Asia (90%), mer konkret Kina, India og Pakistan. Kid streber etter å ha høy standard av samfunnsansvar (Corporate Social Responsibility), og forplikter leverandører til å følge etiske retningslinjer. Mellom hvert tredje og sjette år blir leverandørene evaluert på nytt for å undersøke om videre handling kreves for å opprettholde høy standard av samfunnsansvar. Kid benytter seg av flere leverandører for å øke fleksibiliteten og redusere avhengighet til en enkelt leverandør. Dette reduserer forhandlingsmakten til leverandør og øker makten til Kid. Direkte kjøp og leveranse forholdet Kid har med sine leverandører har gjort det mulig for Kid å ha lave priser på sine produkter, men samtidig beholde respektable marginer på sine produkter. Kids leverandørbase består av over 200 leverandører, hvorav topp ti leverandører sender 36% av volumet, mens topp 52 representerer 80% av produktvolumet (Prospekt, 2015). Avtalene inneholder ikke forpliktelser tilknyttet pris eller volum. Kid har inngått leverandøravtaler med ett fåtall av leverandørene for å sikre lojalitet og unngå at produkter havner hos konkurrenter.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Kid har et stort antall leverandører, og det er rimelig å anta at konkurrenten Princess innenfor hovedsegmentet har det samme. Dette indikerer at leverandørenes forhandlingsmakt er å anta lav. Det betyr at mesteparten av leverandørene ikke kan presse opp prisen i så høy grad at det kaprer overskuddet. Dog har nok et fåtall av topp 10 leverandører bedre forhandlingsmakt grunnet kontrakter og volum. Forhandlingsmakten er å anse som lav da produktene i tillegg er i stor grad udifferensierte.

Leverandørenes forhandlingsmakt	Høy	Nøytral	Lav
---------------------------------	-----	---------	-----

8.2.4 Kundernes forhandlingsmakt

Kunder har forhandlingsmakt dersom de har mulighet til å presse ned prisene, og dermed oppnå høyere kvalitet eller bedre service (Roos m.fl., 2005). Forhandlingsposisjonen er å anse som sterk dersom kundegruppen kjøper store volum, produktet utgjør en stor andel av kundens totale kostnader eller innkjøp, standardiserte produkter, mulighet til å integrere bakover, kvaliteten har liten betydning, tilgang på full informasjon og lave byttekostnader (Roos m.fl., 2005 og Johnson m.fl., 2005).

Kundegruppen til Kid og bransjen som helhet er å anse som privatkunder med hovedfokus på kvinner. En enkelt kunde bidrar lite til totalomsetningen, men summen av kunder gir høy omsetning. Produktene i salg er i stor grad udifferensierte som gir kunden lave byttekostnader. Siden både butikkene til Kid og Princess er å finne i hovedårer så vil kunden kunne handle hos den billigste kjeden. Både lojalitetsprogrammer og internett gjør det mulig for kunder å søke opp gode tilbud, samt at det meste kan bestilles direkte hjem. Dette forsterker kundens forhandlingsmakt.

Kundenes forhandlingsmakt

Kundene kan uten byttekostnader enkelt velge mellom en stor andel tilbydere i gågater, kjøpesentre (Nille, Kremmerhuset og Princess), større varehus (IKEA, Bohus og Skeidar) og internett. Valgmulighetene er mange og det styrker forhandlingsmakten. Produktene er i større grad udifferensierte, men siden kjedene er store og kundene er uorganiserte enkeltpersoner vil kunders forhandlingsmakt være nøytral.

Kundenes forhandlingsmakt	Høy	Nøytral	Lav
---------------------------	-----	---------	-----

8.2.5 Rivalisering i bransjen

Evaluering av konkurranseintensiteten blant rivaler i bransjen krever å se i hvilken grad følgende faktorer griper inn i hverandre; antall konkurrenter, bransjevekst, faste kostnader eller lagerkostnader, strategisk satsing, avviklingshindringer og internett (Roos m.fl., 2005 og Johnson m.fl., 2005). Sterk rivalisering i bransjen er ødeleggende for lønnsomheten og gjør at større del av verdikapringen tilfaller kundene.

Bransjen består av mange konkurrenter med høy grad av udifferensierte produkter. Det er ikke utenkelig at en langvarig priskrig vil kunne oppstå dersom en av rivalene opplever sterk vekst. Det er ikke stor vekst i markedet som helhet, men Kid har etter å ha blitt oppkjøpt av Gjelsten Holding opplevd bedre vekst enn tidligere, og bedre enn sine direkte konkurrenter. Siden 2010 har Kid økt markedsandelen fra 25% til 31% i 2014. I samme perioden har Princess økt fra 21% til 23%, mens Hansen & Dysvik har tapt markedsandeler (-3%) og har

nå bare 3%. Uavhengig små kjeder har tapt 5% og ligger totalt på 43% (Virke, Møbel- og Interiørbransjene 2014, 8 februar 2016). Innenfor Norges boligtekstil butikkjeder har inntektsveksten siden 2012 og frem til desember 2014 økt med 2%, mens Kid har opplevd en årlig vekstrate på 11% (CAGR) (Prospekt, 2015). I bransjer med lav vekst vil selskapene prøve å øke produksjonen for å redusere enhetskostnader som henger sammen med å kapre markedsandeler for å bedre lønnsomheten. Kid har de siste årene hatt sterk vekst i antall butikker som tilsvarer økt produksjonen. Samtidig har de fornyet butikkporteføljen. Ledelsen i Kid har uttalt at dette er en strategi som vil fortsette på mellomlang sikt. En vekst på 6% er spesielt imponerende, da de i denne perioden har gjennomgått en oppkjøp og børsnoteringsprosess. Hvor fokuset har blitt dratt vekk fra kunden og mot interne arbeidsoppgaver.

Kostnadseffektivitet og en høy andel variable kostnader, kombinert med bredt vareutvalg, er viktige faktorer for å ha en lønnsom drift. I følge Roos m.fl. (2005) spiller bransjelederen en sentral rolle. De mindre aktørene vil unngå å utfordre større aktører fordi de frykter en gjengjeldelse.

Faste kostnader kan tenkes å være høye da det krever stort lager på grunn av sesongsortiment. Omtrentlig 35 til 45% av varene hos forhandler består av sesongvarer. Kid opplever typisk negative kontantstrømmer gjennom første halvdel av året for å bygge opp varelager, mens de har sterk positiv kontantstrøm mot slutten av andre del av året (Prospekt, 2015). Det er rimelig å anta at dette også er tilfelle for rivalene. Hovedkontoret, lageret og butikkene har leasing kontrakter som løper over flere år. I følge prospektet hadde selskapet leasing på totalt 132 enheter med en årlig kostnad i 2014 på omtrentlig 140 millioner i 2014. Kan anta at rivaler har tilsvarende avtaler og at det av den grunn er lave avviklingshindringer tilknyttet leasing, utover løpetiden på leasingavtalene.

Rivalisering i bransjen

Kid er bransjelederen og kan i større grad styre prisene, dermed vil rivalene justere prisene etter lederen for å unngå gjengjeldelse. Produktene er i høy grad udifferensierte og kan oppfattes av kundene som like. Konkurransen skjer på lokale plan som skjerper konkurranseånden. Virkemidler som bedriftene bruker består i hovedsak av pris og annonsering. I tillegg er det lave avviklingshindringer som følge av leasingavtaler fremfor

eierskap i eiendom. Grad av udifferensierte produkter, pris- og annonseringsvirkemidler gjør at rivaliseringen heller mot en høyere grad av rivalisering, mens lave avviklingsbarrierer som følge av leasing heller mot lavere rivalisering. Totalt kan rivalisering i bransjen oppsummeres mellom høy og nøytral.

Rivalisering i bransjen	Høy	Nøytral	Lav
-------------------------	-----	---------	-----

8.2.6 Oppsummering av Porters 5 krefter

Porters fem krefter analyseverktøy viser til tross for nøytral trussel i fire av fem parametere at det er høy rivalisering i boligtekstil- og interiørbransjen. Grunnet lav årlig vekstrate i bransjen og høy kapasitet så må selskapene jobbe hardt for å holde kostnadene lave. Dette styrkes ved en fremvekst av internetthandlere. Analysen indikerer en middels attraktiv bransje og bransjen vil antageligvis oppleve moderat lønnsomhet de neste årene.

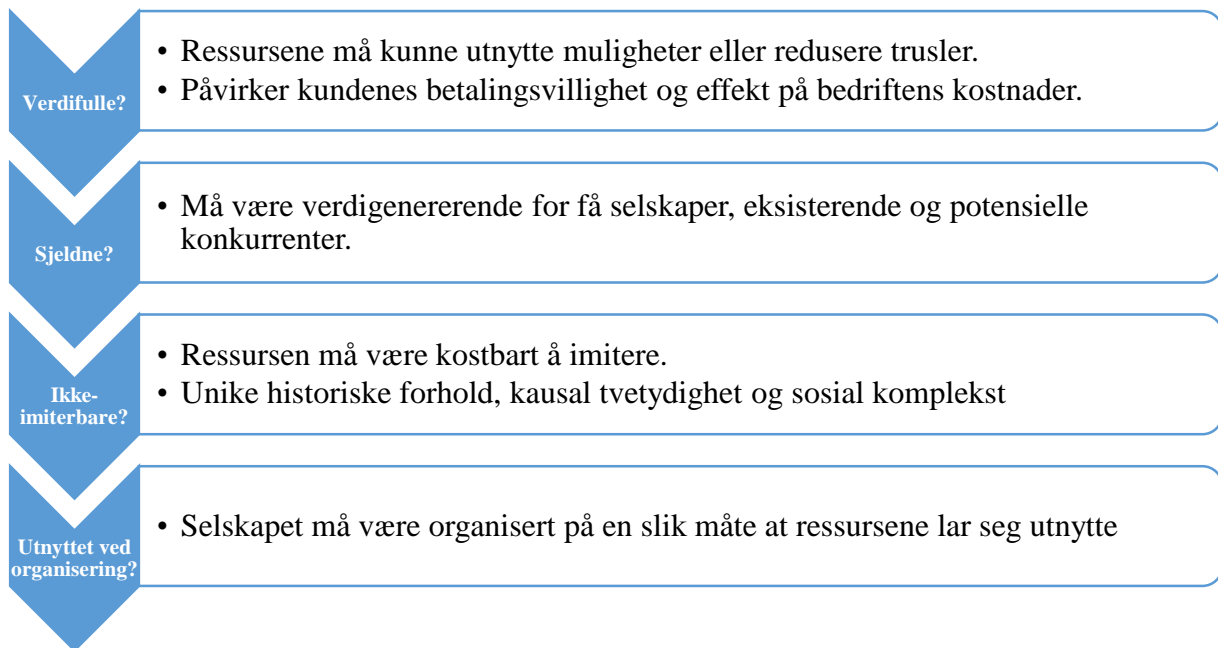
Trussel fra nye inntrengere	Høy	Nøytral	Lav
Trussel fra substitutter	Høy	Nøytral	Lav
Trussel fra leverandører	Høy	Nøytral	Lav
Trussel fra kunder	Høy	Nøytral	Lav
Rivalisering i bransjen	Høy	Nøytral	Lav

Figur 26 Oppsummering Porters 5 krefter

8.3 VRIO

VRIO er et rammeverk innenfor ressursbasert perspektiv og ble først utviklet av J. Barney i 1991 under forkortelsen VRIN, der N sto for ikke-substituerbar. I 1995 fornyet Barney modellen og er nå kjent som VRIO og vil benyttes videre. Rammeverket skal vise bedriftens evne til å utvikle og opprettholde konkurransefortrinn, enten varig eller vedvarende. Varig konkurransefortrinn har man dersom nåværende eller fremtidig konkurrenter ikke har mulighet til å kopiere strategien som gir selskapet konkurransefortrinn. Vedvarende

konkurransefortrinn baseres på ressurser som har følgende egenskaper; verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og riktig organisert (Barney, 1995).



Figur 27 VRIO (Kilde: Barney 1991 og 1995)

Oftest er det i de immaterielle ressursene hvor man kan finne varig konkurransefortrinn (Roos m.fl., 2005). Følgelig vil de immaterielle ressursene bli vektlagt i analysen, ressurser som skal belyses er; -, finansielle-, menneskelige- (spisskompetanse), merkevare, og organisatoriske ressurser, distribusjonsnettverket. Sitat fra Barney (1995, s. 55): «*In general, when a firm's resources and capabilities are valuable, rare, and socially complex, those resources are likely to be sources of sustained competitive advantage*».

Dersom en ressurs er avhengig eller påvirket av en historisk hendelse, koblingen mellom ressursen selskapet besitter og et annet selskap er kausalt tvetydig, eller dersom ressursen genererer et fortrinn som er sosialt kompleks, vil det kunne være vanskelig og kostbart å imitere ressursen (Barney, 1991). Kan være en kilde til vedvarende konkurransefortrinn (Barney 1991 og 1995). Medfører at konkurrenter er i en kostnadsulempe.

8.3.1 Finansielle ressurser

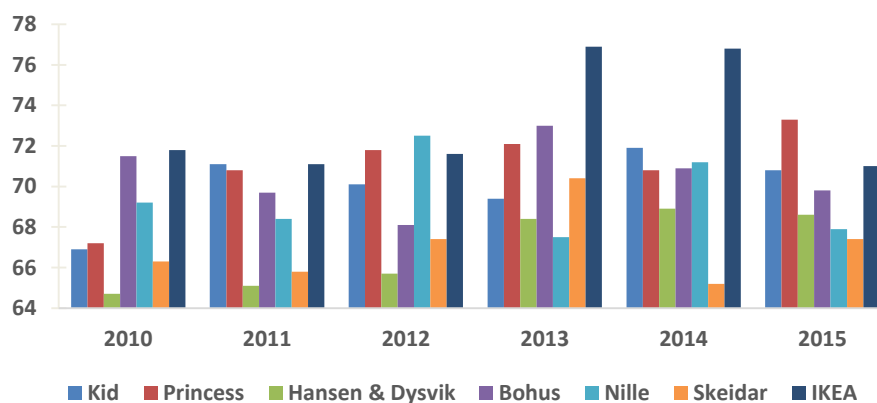
Finansielle ressursene til Kid vil bli gjennomgått i kapittel 12 som omhandler regnskapsanalyse. Dog vil det være verdt å repetere at Kid har, opptjent egenkapital opplevd en sterk økonomisk vekst etter overtagelsen til Gjelsten Holding. Det nye lederskapet har

forsterket fokuset på vekst gjennom nyåpninger av butikker, samt nedleggelse av ulønnsomme, mindre trafikkerte butikker. Dette har tydelig gitt bedret resultater. I teorikapittelet om finansielle synergier ble det ikke funnet noe som tyder på potensielle finansielle synergieffekter. Finansielle ressursene alene vil ikke kunne gi Kid konkurransefortrinn. I beste fall kun konkurranse paritet eller likevekt.

8.3.2 Merkevare

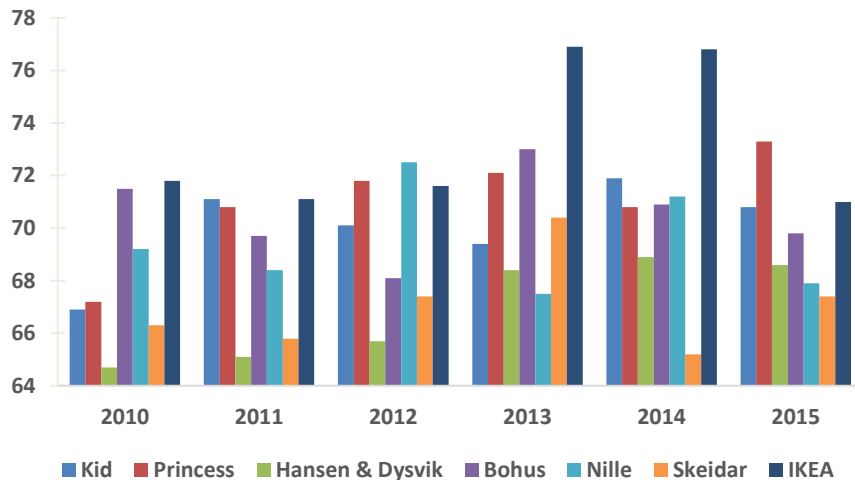
Kid som merkevare er sterk i Norge. Innenfor nøkkeldemografiske segmentet, kvinner over 20 år, har omtrent 97% av alle kjennskap til merkevaren. Så mange som 30% av kvinner under 30 år oppgir at Kid er foretrukket ved kjøp av boligtekstiler, og Kid er foretrukket handlested for de viktigste produktkategoriene – gardiner, sengetøy, puter og dyner (Prospekt, 2015). Barney (1991) argumenterer for at et sterkt omdømme kan være et konkurransefortrinn dersom bare et fåtall av konkurrenter har et godt omdømme, og er verdifull og sjelden. Den gode merkevaren er blitt bygget av et godt «value proposition». Deres hovedstrategi består av å tilby kunder et produkt som gir en opplevelse av mye verdi for pengene. Dette klarer Kid ved å ha tre prisnivåer basert på sortimentkategorier for å differensiere seg.

Kid har i forhold til Princess og Hansen & Dysvik gjort det bedre på kundelojalitet med unntak av 2015 hvor Princess har 0,9% bedre kundelojalitet. Princess har i snitt høyere kundetilfredshet, i 2015 utgjorde forskjellen 2,5% til fordel for Princess. Det kan ventes høyere kundelojalitet fremover da Kid lanserte et lojalitetsprogram i andre kvartal 2015.



Figur 28 Bransje kundelojalitet (kilde: Norsk Kundebarometer)

Det er interessant å se i figur 28 og 29 at kundelojalitet og kundetilfredshet synker i perioden fra 2011 til 2013. Det kan være en indikasjon på at det har vært integrasjonsutfordringer tilknyttet både oppkjøp og børsnoteringsprosessen. Begge prosesser krever store interne prosjekter som kan medfører tap av markedsfokus relatert til oppmerksomhet som skyves vekk fra kunden. Selv kortere perioder med tap av markedsfokus som en 6 måneders oppkjøpsprosess kan muligens gi negativ virkning på mellomlangsikt.



Figur 29 Bransje kundetilfredshet (kilde: Norsk Kundebarometer)

Siden Kid alene ikke ligger på toppen i kundetilfredshet og lojalitet er det rimelig å anta at Princess sin merkevare også er verdifull ved at det er godt kjent av kundene. Dette medfører med riktighet at merkevaren Kid er en ressurs som ikke gir vedvarende konkurransefortrinn, men i bestefall konkurranse paritet.

8.3.3 Menneskelig ressurser

Ansatte

De ansatte er helt klart en veldig viktig ressurs for boligtekstil og interiørbedrift. Kids ansatte i butikker er siste ledd i verdikjeden fra leverandører til kunden. Derfor er det essensielt at de ansatte er høyst motiverte og kompetente. Selskapets kjerneverdier er; kremmerånd, inspirasjon og dedikasjon. Verdien vises i inngangsområdet på hovedkontoret, da det skal reflektere viktigheten av verdiene i daglig drift.

Ny HR strategi som ble rullet ut i 2014 får tydelig frem fokuset på menneskelig ressurser. Utrullingen kommer etter oppkjøpsprosessen i 2012. Det er potensielle operasjonelle synergier å hente ut dersom man har positive erfaringer fra Sport1 hvor man kan hente ut, eller dele kompetanse og kunnskapsoverføring (ref. kapitel 3.1). HR strategien er basert på fire pilarer for å tiltrekke de riktige menneskene; tiltrekke de beste, utvikle talent, beholde talent og om nødvendig la de gå (Prospekt, 2015). Nøkkelt kriteriet er ikke bare å ansatte mennesker med god kompetanse og erfaring, men å bygge opp spisskompetanse med riktig verdier, profesjonalitet og positiv holdning er vektlagt. Ansatte i selskapet blir satset på, og opplæring foregår gjennom en systematisk og koordinert utdanningsprogram. En kan anta at det er en kausal sammenheng mellom ansattmotivasjon og kundetilfredshet.

Kundetilfredsheten har sunket fra 2014 til 2015 hvor Kid havnet under Princess i Norsk Kundebarometer måling, se figur 29 over. Ved å legge til alle bransjekonkurrenter er resultatet mer nedslående. Kid har mye å bevise på kundetilfredshet. Viktig å legge merke til at både Kid og Princess har tatt igjen IKEA som hadde kjempe resultater i 2013 og 2014.

HR strategien til Kid er verdifull og i bestefall sjelden, men på ingen måte ikke-imiterbar. Strategien har ingen unike historiske forhold og er ikke sosialt kompleks. Tvert imot er det godt kjent fra balansert målstyring (økonomistyringsverktøy). Balansert målstyring fokuserer på læring og vekstperspektivet rundt ansatte for å gi bedre kundetilfredshet i kundeperspektivet. Siden dette er godt kjent av økonomer så kan ikke HR strategien, ansatte, kundelojalitet og tilfredshet være en ressurs som gir vedvarende konkurransefortrinn. I bestefall kan det gi Kid konkurranse paritet

Ledelsen

Ledelse som ressurs i analysen er hvorvidt Kids ledelse er mer verdifull og tar bedre strategiske beslutninger enn sine konkurrenters ledelse. I en organisasjon er det viktig at ledere og medarbeidere er dyktig til å tilpasse seg dynamiske ferdigheter. Viktige kapabiliteter (ferdigheter) for ledelsen er raskt å; (1) oppfatte og definere muligheter og trusler, (2) gripe mulighetene, (3) opprettholde konkurransevne gjennom å styrke, kombinere, beskytte og om nødvendig rekonfigurere foretakets immaterielle og materielle eiendeler (Teece, 2007).

Ledelsen til Kid består av en erfaren gruppe ledere som er støttet av en kvalitetsorganisasjon. Ledelsen besitter signifikant detaljhandel erfaring. Administrerende direktør K. Hobøl har vært med selskapet siden 2010 (Prospekt, 2015). Hun har også tidligere vært økonomidirektør

i Coop Øst og administrerende direktør i Princess Gruppen AS. Hun har helt klart vært en nøkkelfaktor for Kids gode økonomiske resultater. Lederskapet har i sin strategi hatt fokus på forbedring av kundeservice, tilby et attraktivt sortiment til rimelig priser med god kvalitet, butikkdesign og oppsett. De aller fleste av ledergruppen har vært ansatte i selskapet under de dårlige tider, da de var eid av IK Investment Partners. Blandingen av å ha nye og gamle øyne, gjør at Kid er i god stand til å oppfatte og definere muligheter og trusler, og gripe mulighetene raskt. Ledelsen har gjennom en klar vekststrategi klart å forbedre resultatene betraktelig fra 2010, gjennom en rekonfigurering av materielle og immaterielle eiendeler med sine nye eiere. En av selskapets viktigste ressurser er ledelsen. Det er nettopp dem som initierer implementering og sikrer at strategier utføres og blir vedlikeholdt.

Ledelsen til Kid kan sies å være verdifull og sjelden, men ressursen stående alene er igjen imiterbar. Dersom selskapet implementerer en verdiskapende strategi, som samtidig ikke blir kopiert og implementert av et annet selskap så kan Kid nyte et konkurransefortrinn. Det kan diskuteres om situasjonen er sosialt kompleks og er unik pga. historisk hendelse slik at konkurrenter ikke klarer å imitere ressursen gjennom duplikasjon eller substituering. Immaterielle ressurser som spisskompetanse hos ledelse er ofte en sosial komplekse ressurs og ferdighet, dermed potensielt vanskeligere å imitere. Hvis organiseringen i tillegg gir støtte til å dra nytte av ressursen vil det kunne være et vedvarende konkurransefortrinn. Dog, hvis strategien kan kopieres, som følge av at selskapets ressurser, eller en gruppering av ressurser er imiterbar, så vil ikke ressursen ledelse være et vedvarende konkurransefortrinn, men konkurranse likegyldighet eller paritet.

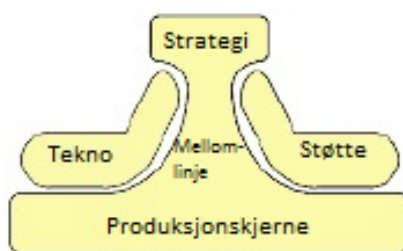
8.3.4 Organisatoriske ressurser

For å realisere ressursers fulle potensial må selskapet være organisert slik at en utnytter dens ressurser og ferdigheter. Viktige komponenter som bør evalueres er den formelle rapporteringsstrukturen, eksplisitt økonomistyrings- og dens insentivsystem (Barney, 1995).



Figur 30 Verdikjede (Kilde: Prospekt, 2015)

Mintzberg (1980) sin artikkel om organisasjonsstrukturer og design kan benyttes for å evaluere om den formelle strukturen støtter og forsterker Kid sine ressurser. Organisasjoner består av produksjonskjerne, strategisk ytterpunkt, mellomlinje, teknostruktur og støttepersonell. Typisk for tekstilbransjen er en struktur Mintzberg (1980) navngir som maskinbyråkrati. Kjentegnet i maskinbyråkratiet er et lite strategisk toppunkt, stor teknostruktur og støttepersonell, samt et enda større produksjonskjerne som står sentralt i produksjon av varer og tjenester.



Figur 31 Maskinbyråkrati (kilde: Mintzberg, 1980)

Organisasjonsstrukturen er vertikal som gir effektivitet gjennom stordriftsfordeler, kompetanse konsentrasjon og klare definerte ansvarsområder for de ansatte. Strukturen kan tenkes å være begrenset horisontal desentralisert - uformell makt flyter selektivt til analytikere i teknostrukturen. Analytikerne spiller en viktig rolle i å standardisere arbeidsoppgaver i produksjonskjernen. Samtidig vil den formelle makten ligge hos toppledelsen som av Mintzberg kalles strategisk ytterpunkt («strategic apex»). Typisk ved denne konfigurasjonen er standardisert arbeid, høy vertikal og horisontal spesialisering, mindre behov for utdanning og opplæring, formalisert atferd, store enhetsstørrelser, store selskaper, mye regulering, lav kompleksitet og bransje med lav kompleksitet (Mintzberg, 1980). Typisk for varehandel er formell kommunikasjon fra hovedkvarteret og ned til de ansatte på gulvet. Det er retningslinjer for butikk layout, opplæringsprogram for markedsføringsmaterialer og hvilke kanaler som har blitt brukt i markedsføringen, slik at butikkansatte kan bedre imøtekomme kundeforespørsler (eks. annonser og prisforespørsler). Konfigurasjonen virker utmerket for selskaper og bransjer med standardiserte (høy grad av udifferensierte) produkter og spesielt for de som ønsker å være kostnadsledere, slik som Kid.

Økonomistyringssystemer (management control systems) har mange forskjellige definisjoner. Definisjonen til Malmi & Brown (2008 s. 290) på økonomistyring: «Those

systems, rules, practices, values, and other activities management put in place in order to direct employee behavior". Styringsystemer skal ifølge deres rammeverk bestå av planlegging (kort- og langsiktig), kybernetisk kontroll (budsjetter, finansielle og ikke finansielle mål), insentivsystemer og administrative (design, struktur, prosedyrer og retningslinjer) og kulturelle kontroller.

Kid har effektive styringsystemer i sitt nye lager som i stor grad er automatisert, blant annet er de fullautomatisert ved godsmottak. Kid benytter seg av moderne programvarer som forbedrer driftskontrollen. Programvaren inneholder automatisk bestillingssystem ved varemangel (basert på butikkstall), kampanjeplanleggingssystem som tilfører butikker med produkter basert på butikkstørrelse, inntekt og kunde profiler (Prospekt, 2015). Varelageret binder opp mye kapital og dermed er det viktig for Kid og bransjen som helhet å ha effektiv lagerstyring gjennom automatiserte styringsystemer. Aktørene med best lagerstyring kan potensielt ha konkurransefortrinn gjennom lavere kostnader. Kid sitt varelager er 99% selvstyrt basert på lagernivåer. Leveringstiden innad i Kid er på 24 til 72 timer avhengig av lokalisering.

Det teknologiske verktøyet gir Kid god informasjonsflyt som kan medføre overlegen beslutningstaking. I så fall vil Kid kunne oppfatte og reagere på potensielle muligheter og trusler bedre enn sine konkurrenter. Selv om teknologien kan gi Kid mulige fordeler, møter argumentasjonen motstand hos far til VRIO. Barney (1991) argumenterer for at teknologiske verktøy i seg selv ikke kan være årsak til vedvarende konkurransefortrinn. Begrunnelsen er fordi konkurrenter kan kjøpe de samme teknologiske verktøyene. Han mener dersom teknologi er sammensatt av god ledelse (bundling) som effektivt kan prosessere informasjon kan kunne gi (varig) konkurransefortrinn, da en sammensetning av ressurser kan være sosialt komplekse, og dermed vanskelig å imitere.

Insentivprogrammet har økt personalkostnadene etter implementeringen i 2012 av Gjelsten Holding. Insentivprogrammet er til utvalgte ansatte i lederstillinger (tilgjengelig for seks ansatte). Insentivprogrammet som ble brukt frem til januar 2016 er basert på gruppens årsresultat før skatt. Bonusen har årlig blitt økt med 1% fra 2012 og frem til 2015. Fra januar 2016 vil bonusen tilsvare mellom 3 og 6 måneders lønn for ledelsen. Maksbonus vil kun være utbetales dersom selskapet når eller går over 110% av budsjettet EBITDA. Fra og med 80% av budsjettet EBITDA opp mot over 110% vil generere bonus, en prosentandel av

maksbonus. Den nye bonusordninger kan sies å være mer påvirkbar. Det er færre ikke påvirkbare variabler utenfor ledelsens kontroll i EBITDA nøkkeltall enn for årsresultat før skatt. Dermed vil nye bonusordningen gi et sterkere insentiv for ledelsen. Fra prinsipp-agentteori ståsted er den nye bonusordningen bedre enn forgjengeren. Dog gir ikke insentivprogrammet varig konkurransefortrinn da det kan kopieres.

8.3.5 Oppsummering av VRIO

Kid har ingen materielle ressurser som gir varig konkurransefortrinn. En analyse av de immaterielle ressursene kan til dels avdekke ressurser som potensielt kan gi midlertidig konkurransefortrinn og kanskje varig konkurransefortrinn. Dersom en ressurs er verdifull, sjelden og ikke-imiterbar kan dette medføre et midlertidig konkurransefortrinn. Hvis ressursen også ikke kan imiteres uten at konkurrerende selskap kommer i en kostnadsulempe vil ressursen eller ferdigheten også lede til et varig konkurransefortrinn. Merkevarer Kid er verdifull for selskapet og det kan diskuteres om hvorvidt merkevaren er sjelden. Princess har høyere kundetilfredshet og lojalitet enn Kid i 2015. Dette er en indikasjon på at Kid ikke er alene om å ha et verdifullt og sjelden merkevare. De ansatte er verdifulle, men ikke sjeldne. Finner ingen årsaker til at de ansatte i Kid skal gi konkurransefortrinn. Ledelsen i Kid har gjort en formidabel snuoperasjon. Fra å ha problemer med nedbetaling av gjeld til å være lønnsom. Fra 2010 til 2015 har Kid tatt 6% i markedsandeler og økt lønnsomheten. Det at administrerende direktør i tillegg har jobbet hos hovedkonkurrenten gjør henne til en sjelden ressurs og kostbar å imitere. Antar at ledelsen gir varig konkurransefortrinn.

Tabell 4 Oppsummering VRIO

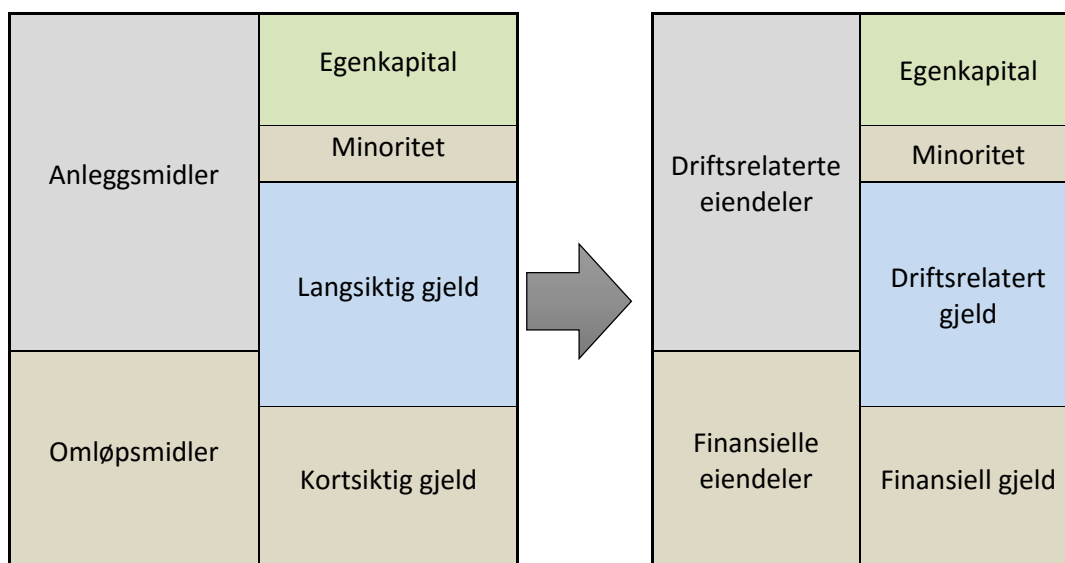
Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Ikke-Imiterbar?	Utnyttet ved organisering?	Implikasjon
Finansielle	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranse paritet
Merkevare	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranse paritet
Ansatte	Ja	Ja	Nei	Ja	Konkurranse paritet
Ledelsen	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Organisering	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranse paritet

9. Omgruppering

Avsnittet vil ta for seg en omgruppering av finansregnskapet fra et kreditorperspektiv over til investorperspektiv. Årsaken er å få bedre oversikt over hva det er som driver verdiskapningen. Typisk er driftsaktiviteter (operasjonelle eiendeler) som er kilden til verdiskapning (Penman, 2009). Finansielle eiendeler og gjeldsforpliktelser er tilknyttet innhenting av kontanter for å drifte og uttak av overflødig kontanter fra driften (Penman, 2009). Omgrupperingen tydeliggjør forhold mellom drift og finansering. Driftsrelaterte eiendeler og gjeld kan defineres som balanseposter som forrentes gjennom driftsresultatet (Kaldestad og Møller, 2011).

9.1 Omgruppert balanse

I avsnittet er man ute etter å skille Kid sine finansielle og operasjonelle midler. Figuren under vil vise en omgruppert balanse. Omgruppert balanse viser en endring i kategoriseringen i eiendeler og egenkapital og gjeldsinndelingen. I avsnittet introduseres finansielle eiendeler, driftsrelaterte eiendeler, egenkapital og minoritet (sistnevnte ikke relevant for Kid). Kategorien finansiell eiendeler består av finansiell gjeld, mens operasjonelle eiendeler er direkte tilknyttet driften sammen med operasjonell gjeld.



Figur 32 Omgruppering av balansen (Kilde: Kaldestad og Møller, 2011)

Den historiske balansen til Kid er hentet fra prospektet og årsrapporten 2015 og vises i vedlegg 2. Den historiske balansen er omgruppert for å synliggjøre driftsrelaterte og finansielle (ikke-driftsrelaterte) eiendeler, gjeld og egenkapital. Figuren under er en oppsummert balanse. Hele den omgrupperte balansen ligger i vedlegg 4.

Tabell 5 Omgruppert balanse

Omgruppert Balanse Kid ASA (i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte eiendeler	2 140 754	2 124 000	2 162 237	2 279 203	2 434 314
- Driftsrelatert gjeld	954 447	987 539	1 026 008	1 086 482	1 184 365
= NETTO DRIFTSKAPITAL	1 186 307	1 136 461	1 136 229	1 192 721	1 249 949
Egenkapital	271 131	460 730	554 521	642 682	944 972
+ Finansiell gjeld	992 393	768 498	641 323	626 388	525 761
- Finansielle eiendeler	77 218	92 767	59 616	76 348	220 784
= NETTO DRIFTSKAPITAL	1 186 306	1 136 461	1 136 228	1 192 722	1 249 949

De driftsrelaterte eiendelene består av alle eiendelene som direkte kan knyttes til driften, mens de eiendelene som ikke kan tilknyttes driften kategoriseres som finansielle. Driftsrelatert gjeld blir ofte kalt ikke-rentebærende gjeld og er gjeld tilknyttet driften. Driftsrelatert gjeld består av kortsiktig gjeld (leverandørgjeld, betalbar skatt o.l.) og langsiktig rentefri gjeld (utsatt skatt og pensjonsforpliktelser). Finansielle eiendeler kan benyttes til å nedbetale den finansielle gjelden. Dette er innskutt kapital fra eiere og långivere.

De finansielle (ikke-driftsrelaterte) eiendelene kan ikke direkte tilknyttes driften og består ofte av omsettelig verdipapirer og overflødig kontanter. Andre eksempler kan være eiendom eller maskiner som ikke er en del av den daglig driften. Bedriften kan kvitte seg med eiendelene uten at dette vil gå utover resultatet og kontantstrømmen i driften (Kaldestad og Møller, 2011).

9.1.1 Driftsrelaterte eiendeler og gjeld

Ved utgangen av 2015 hadde Kid kontanter tilsvarende 230 MNOK. Deler av disse kontantene er nødvendig for Kid sin dagligdrift som å dekke arbeidskapitalen (omløpsmidler-kortsiktig gjeld). Arbeidskapitalen er en del av driftskapitalen som trengs for å investere i varelager. Operasjonelle kontanter gir ingen avkastning slik overflødig kontanter gjør og har dermed null verdi. Overflødig kontanter kan investeres i kortsiktig investeringer som raskt

kan realiseres ved å nedbetale gjeld. Overflødig kontanter kan dermed redusere den finansielle gjelden. En undersøkelse gjort på ikke-finansielle selskaper i S&P 500 viser at selskapene med minst driftskontanter lå på rett under 2% av salgsinntekter (Koller m.fl., 2010). Behovet for driftskontanter avhenger av bransjen. Varelageret bygges opp for å forberede Kid på sesongvariasjoner. Selv om det kunne være rimelig å anta at store deler av alle kontanter i selskapet vil bestå av driftskontanter, vil det videre forutsettes at 2% av salgsinntekter er driftskontanter, og 8,4% av salgsinntekter er overflødig kontanter. Historiske resultater viser at sum kontanter har utgjort 10,4% av salgsinntekter (median av 2012-2015). Ved bruk av denne forutsetningen viser balansen til Kid fra 2012 til 2015 (Prospekt og årsrapport) at 80,8% av alle kontanter er overflødig kontanter, mens resterende 19,2% er driftskontanter. Overflødig kontanter vil bli kategorisert som finansielle eiendeler.

De immaterielle eiendelene som i all hovedsak består av varemerke vil bli klassifisert som driftsrelatert fordi varemerke brukes i daglig drift. De varige driftsmidlene består av butikkinnredninger og –inventar, samt kontormaskiner og utstyr. Jamfør prospektet hadde Kid totalt 137 leasingavtaler relatert til butikker, lager og hovedkontor som betyr at Kid ikke eier eiendom. Selskapet har i all hovedsak driftsrelaterte leasingavtaler. Det er registrert en finansiell leasingavtale, dog beløper denne avtalen seg kun til litt over en million kroner. Videre vil det antas at alle leasingavtaler er driftsrelatert. Det er ikke lovpålagt og føre opp leasing i balansen. Siden leasing er en form for gjeld ved at man forplikter selskapet. Av den grunn velges det å kapitalisere leasing i balansen og føre tilbake leasing kostnader i justert EBIT. Leasing vil ikke kostnadsføres, men heller avskrives over en 5 års periode basert på kapitalisert leasing for inneværende år. Utrekning av kapitalisert leasing for 2015 ligger i vedlegg 5.

9.1.2 Finansielle eiendeler og gjeld

Valutaterminkontrakter er blitt klassifisert som finansielle eiendeler da posten ikke direkte kan tilknyttes drift. Ved å ta ut kontraktene får man en mer nøyaktig arbeidskapitalberegning i 2015. Historisk har denne posten blitt klassifisert sammen med andre fordringer. Det er ikke funnet noe som antyder at Kid har foretatt noen finansielle investeringer i aksjer og obligasjoner.

Kid ASA har rentebærende gjeld hos DNB Bank ASA med utestående beløp på 600 MNOK per 30 juni 2015. Finanskostnadene tilknyttet gjelden er tre måneders NIBOR rente pluss 1% margin. Kid ASA hadde frem til børsnoteringen en bytteavtale (rate swap) på flytende rente til 2,83% fastrente, dog er denne avtalen utgått i slutten av 2015. Selskapet hadde i tillegg et kortsiktig rentebærende lån i perioden 2012-2014. Den kortsiktige gjelden antas å være kortsiktig avdrag og renter på gjeld. Kid har meddelt at 30 MNOK av gjelden skal nedbetales 31 desember 2016, mens de resterende 525 MNOK forfaller 24 mai 2017. Videre fremgår det av årsrapport og prospekt at alle investeringer vil videre dekkes av kontantstrøm fra drift. Det er av betydning for valg av «plug» som diskuteres i fremtidsprognose kapittelet.

9.2 Normalisering

Normalisering går ut på å fjerne støy fra historiske resultater. Det gjøres ved å justere for unormale driftsposter, engangsposter og lignende (Kaldestad og Møller, 2011). Basert på årsresultatene til Kid med regnskapstall omgjort til IFRS fra 2012 til 2014 gjøres det kun justeringer for leasing. Dette skyldes at andre eventuelle poster er så små at det ikke gjør vesentlig utslag i verdsettelsen. I 2015 regnskapet vil det foreligge en engangspost som bør korrigeres da de antas å ikke dukke opp igjen i analyseperioden. Det gjelder børsnoteringskostnader og reallokering av hovedkontor og lager. I tillegg til engangsposten i 2015 er det blitt valgt å trekke ut andre inntekter fra 2012 til 2015 som har null effekt på verdsettelsen. Hele omgrupperte resultatregnskapet ligger i vedlegg 3. Omgruppert og normalisert resultatregnskap blir som følger:

Tabell 6 Justert EBITDA og EBIT

Kid ASA (i 1000 NOK)	2012	2013	2014	2015
= EBITDA	139 385	156 392	177 056	137 427
Engangsposter				
+ Reallokering av ny lagerbygning	0	0	0	3 700
+ IPO relaterte kostnader	0	0	0	5 800
Justert EBITDA	139 385	156 392	177 056	146 927
- Avskrivninger og amortisering	16 907	18 168	19 848	24 447
= EBIT (driftsresultat)	122 478	138 224	157 208	122 480
+ Leasing kostnader	124 468	130 319	142 597	153 565
- Avskrivninger på leasing	77 120	105 463	126 560	119 544
Justert EBIT (Driftsresultat)	169 826	163 080	173 245	156 501

10. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalyse er å få et overblikk og forståelse for hvor Kid har vært og i hvor de er på vei. Regnskapsanalysen vil vise historiske oppnådde resultater og nøkkeltall for Kid og sammenlignbare selskap.

10.1 Sammenlignbare selskaper

Økonomiske prestasjoner vil være mer informativt og enklere å evaluere dersom man sammenligner Kid sine resultater med sammenlignbare selskaper. Av enkelthetens skyld og mangel på direkte sammenlignbare selskaper vil utvalget være lite. Utvalget består i hovedsak av selskap som en kan anta har like selskapskriterier. Svakheter ved sammenligningen er at komparative selskapene ikke er børsnoterte og av den grunn ikke har lik regnskapsdata¹¹. Kids regnskapsdata er omgruppert og normalisert og bruker IFRS. Det er rimelig å anta at de sammenlignbare selskapene ikke rapporterer iht. IFRS (med unntak av Europris), da det ikke er et krav, men heller benytter seg av NGAAP. Medianen vil bli brukt for å sammenligne Kid med sine konkurrenter. De sammenlignbare selskapene som også er konkurrenter består av:

Tabell 7 Sammenlignbare selskap (peers)

Kids Peers:

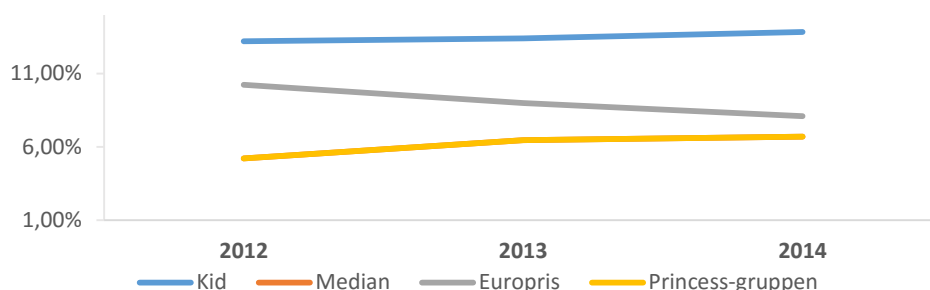
Hansen & Dysvik
Home & Cottage
Jysk
Europris
Kremmerhuset
Nille
Princess-gruppen

10.2 Lønnsomhet

Første del av analysen er å se på nøkkeltall som forklarer lønnsomheten til Kid mot medianen av sammenlignbare selskap. Lønnsomheten vil si noe om Kids evne til å skape overskudd

¹¹ Regnskapsdata hentet fra proff.no for alle utenom Europris og Kid som er børsnotert

(Kristoffersen, 2008). Nøkkeltall i denne utredningen vil bestå av driftsmargin¹² og avkastning på sysselsatt kapital¹³ (ROCE). Driftsmarginen angir hvor mye Kid har tjent før man tar hensyn til netto finansresultat.



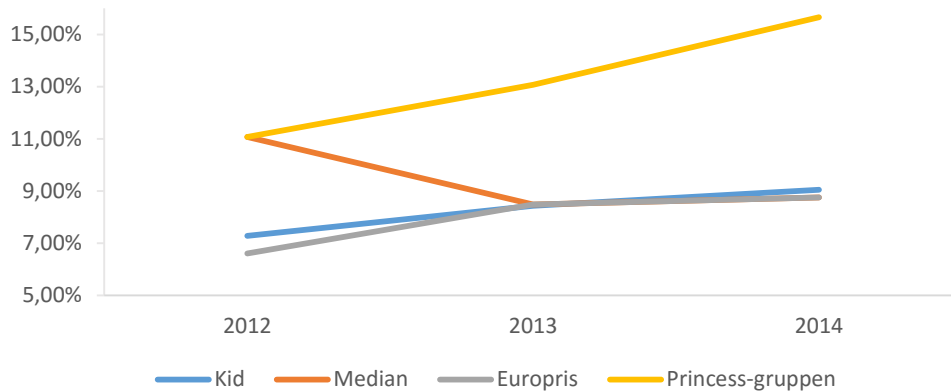
Figur 33 Utvikling på driftsmargin

Figur 33 viser at Kid i perioden 2012 til 2014 har hatt en merkbar høyere driftsmargin enn medianen. Jysk, Kremmerhuset og Europris hadde sterkest driftsmargin sett bort fra Kid og lå i øvre sjiktet, mens selskapet som Hansen og Dysvik trakk ned med negativt driftsresultat. Med unntak av Princess-Gruppen (medianen) og Kid så var driftsmargin utviklingen fallende.

Avkastning på sysselsatt kapital er ofte brukt ved å sammenligne avkastningen mellom selskap. Nøkkeltallet måler selskapets evne til å gi avkastning på all sysselsatt kapital. Høyt nøkkeltall forklarer at selskapet utnytter investert kapital mer effektivt som skaper merverdi for sine aksjonærer. Ideelt ønsker aksjonærer å se ROCE stige jevnt. Figuren under er endret da det er flere i utvalget som har uregelmessig resultater. Dette skyldes nevneren blir for lav da selskapene ifølge regnskapsdatabasen (proff.no) har omtrent lik null langsiktig rentebærende gjeld og lav bokført egenkapital. Figuren viser en stigende trend fra 7% til rett over 9% for Kid. Europris er mer lik Kid som viser en oppadgående trend fra 6,6% til 8,8%. Konkurrenten med best ROCE er Princess-Gruppen med en stødig stigning fra 11% til 15,6%. Analysen viser at Princess-Gruppen utnytter den sysselsatte kapitalen mer effektivt enn Kid. Princess-Gruppen har ifølge regnskapsdatabasen veldig lav rentebærende gjeld. Majoriteten av gjelden kommer fra kortsiktig gjeld. Dette resulterer i gunstig ROCE.

¹² $Driftsmargin = \frac{Driftsresultat}{Salgsinntekter}$

¹³ $ROCE = \frac{Driftsresultat \times (1-t)}{Sysselsatt\ kapital}$, Sysselsatt kapital = rentebærende gjeld + EK = Totalkapital – kortsiktig gjeld

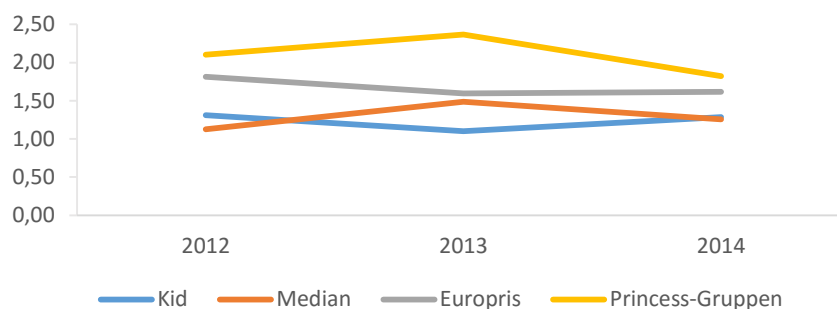


Figur 34 Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE) og konkurrenter

10.3 Likviditet

Likviditetsanalyse viser bedriftens betalingsevne, og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å gjøre opp sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2008). Fleksibilitet øker med grad av likviditet. God likviditet er nødvendig for å kunne gripe muligheter og tilpasse seg trusler. To viktige nøkkeltall for å måle likviditet er likviditetsgrad 1 og 2¹⁴. Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld med varighet mindre enn 12 måneder. Desto høyere nøkkeltallet jo mer likvid er selskapet. Tilfredsstillende likviditetsgrad 1 bør være over 1 som betyr at omløpsmidlene dekker den kortsiktige gjelden. Kristoffersen (2008) mener forholdstallet bør være større enn 2. Figur 35 under viser at Kid har hatt en nedgang fra 2012 til 2013, og en oppgang til 2014. Av komparative selskap har Kid økt mest fra 2013. Det er verdt å nevne at 80% av kontantbeholdningen til Kid klassifiseres som overflødig kontanter og er ekskludert fra regnskapet da de ikke inngår i driftsrelaterte omløpsmidler. En streng og noe usannsynlig antakelse er at 100% av kontantbeholdningen inngår i driftsrelaterte omløpsmidler for de sammenlignbare selskapene. Hovedkonkurrenten Princess-Gruppen hadde i 2014 fortsatt bedre likviditet ifølge likviditetsgrad 1. Økende likviditetsgrad 1 for Kid betyr bedre fleksibilitet som gir Kid mulighet til å fortsette med å vokse. Kid er godt stilt til å dekke sine kortsiktige forpliktelser.

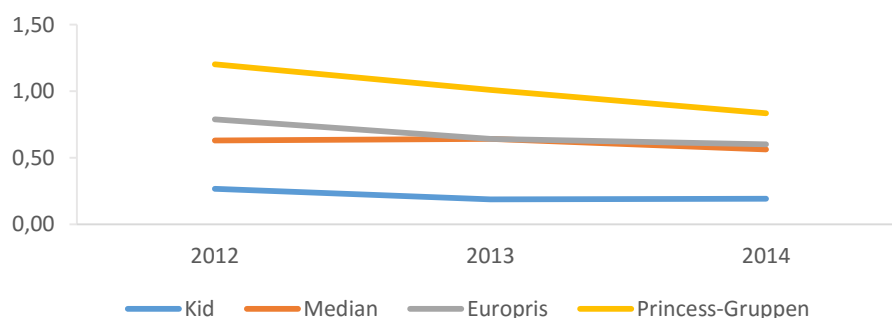
¹⁴ Likviditetsgrad 1 = $\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$ og Likviditetsgrad 2 = $\frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$



Figur 35 Likviditetsgrad 1

Innenfor boligtekstiler og interiørbransjen kreves store og effektive varelager. Dermed er det interessant å se hva som skjer med likviditeten ved fjerne varelageret fra likningen siden det anses som det minst likvide omløpsmiddelet. Likviditetsgrad 2 gjør nettopp dette.

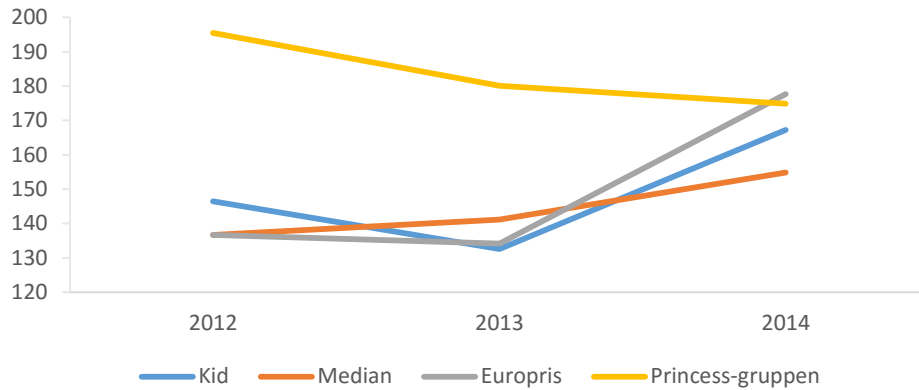
Nøkkeltallet viser at majoriteten av driftsrelaterte omløpsmidler består av varelager og det er årsaken til det lave nøkkeltallet.



Figur 36 Likviditetsgrad 2

Gjennomsnittlig varelagertid¹⁵ er et nøkkeltall som viser hvor mange dager en vare gjennomsnittlig befinner seg på varelageret før den blir solgt. En sunn trend vil være en avtakende eller stabil varelagertid. Dog er lengre varelagertid nødvendig for handelsbedrifter med høy grad av sesongavhengighet. En økning i gjennomsnittlig lagringstid betyr økt kapitalbinding og økt risiko for ukurans i varelageret.

¹⁵ Gjennomsnittlig varelagertid = $\frac{\text{Gj.snittlig varelager} \times 365 \text{dgr}}{\text{Varekostnaden}}$



Figur 37 Gjennomsnittlig varelagertid

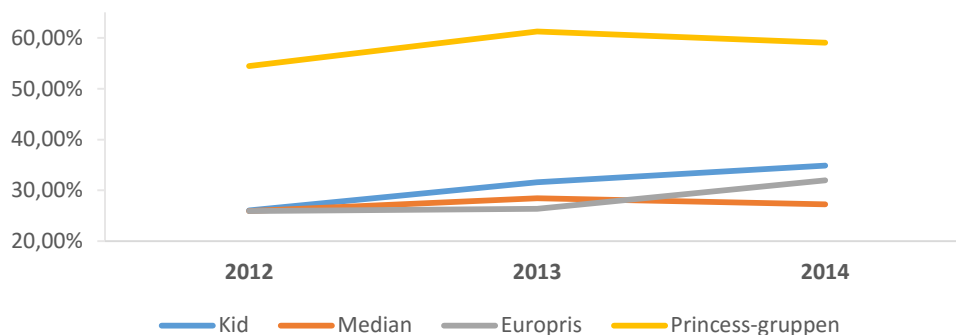
Utgangspunktet til Kid har vært god rullering i varelageret, mens trenden viser at varene ligger lengre på lageret. Det er ikke et sunnhetstegn. En trøst er at trender er oppadgående for medianen. Princess-Gruppen har en positiv trend, dog var utgangspunktet med 195 dager i gjennomsnittlig varelagertid.

10.4 Soliditet

Soliditet sier noe om bedriftens evne til å tåle tap og er nært knyttet til finansering (Kristoffersen, 2008). Soliditetsanalyse knyttes ofte til størrelse på egenkapitalen i forhold til samlet kapital. Videre i soliditetsanalysen gjennomgås bokført egenkapitalandel¹⁶ og rentedekningsgrad¹⁷. Bedrifter med høy egenkapitalandel vil stille sterkere siden de har evne til å overleve en lengre periode med dårlige resultater før kreditorene påføres tap. Tap vil første rekke dekkes av egenkapitalen (aksjonærene) som blant annet er årsaken til høyere avkastningskrav på egenkapital enn på gjeld.

¹⁶ $Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$

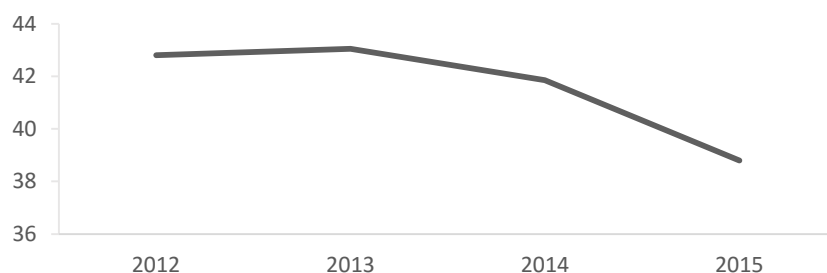
¹⁷ $Rentedekningsgrad = \frac{EBIT + rentekostnader}{Rentekostnader}$



Figur 38 Egenkapitalandel

I bransjen Kid operer viser medianen lav egenkapitalandel. Kid har noe høyere egenkapitalandel og trenden viser en økning. Egenkapitalandelen vil øke i etterkant av børsnoteringen, da de både har hentet inn ny egenkapital som vil øke fleksibiliteten og samtidig nedbetale en større del av gjelden til DNB. En egenkapitalandel på omkring 30% og økende grunnet opptjent egenkapital må sies å være tilfredsstillende for Kid.

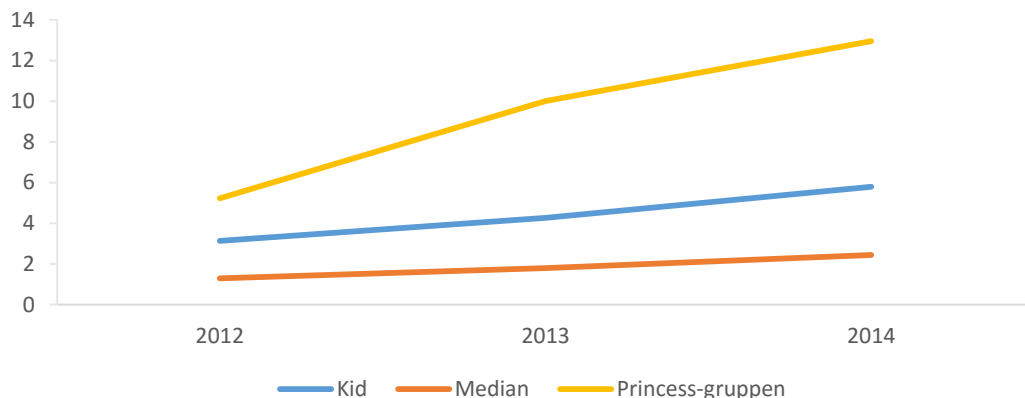
For børsnoterte foretak har trenden siden 2012 vært avtakende egenkapitalandel og er nå nede på 2008-2009 nivå. Hva som kan betegnes som god egenkapitalandel varierer fra bransje til bransje. En god antakelse er at mer risikofylte bransjer krever høyere egenkapitalandel i forhold til mer stabile bransjer.



Figur 39 Egenkapitalandel for børsnoterte foretak (Kilde: SSB)

Rentedekningsgrad er et nøkkeltall som forklarer selskapets evne til å betale renter og avdrag på gjeld (Kristoffersen, 2008). Høy rentedekningsgrad betyr at selskapet er lønnsomt. En høy rentedekningsgrad indikerer at man er godt rustet til å overleve nedgangskonjunkturer. Er forholdstallet lavere enn 1 betyr det at bedriften går med underskudd. Det er en positiv trend i bransjen. Kid har en stigende trend fra omkring 3 til nesten 6 i 2014. Det betyr at

driftsresultatet kan dekke 6 ganger høyere rente før bedriften går med underskudd. Princess-Gruppen har enda raskere oppadgående trend som skyldes lav langsiktig gjeld.



Figur 40 Rentedekningsgrad ekskludert rentekostnader på leasing

10.5 Syntetisk rating

Syntetisk rating vil senere brukes for å estimere gjeldskostnaden som er nødvendig for å finne WACC. Kid AS har ikke blitt vurdert av rating selskap som Moody's eller Standard & Poor. Derfor må det foretas en syntetisk rating. Kredittrating rangeres fra AAA til CCC, hvor AAA betyr lavest konkurrisiko, mens CCC gir høyest konkurrisiko. I verdsettelsen vil rentedekningsgrad benyttes for å vurdere konkurrisiko ved hjelp av Damodaran sitt offentlig verktøy. Tilnærmingen til Damodaran kan utvides til Altmans Z poengsum hvor man benytter flere finansielle nøkkeltall utover rentedekningsgrad. Dog ser verdsettelsen bort fra denne tilnærmingen da Damodaran anbefaler bruk av kun rentedekningsgrad (Damodaran, 2002).

Tabell 8 under tar utgangspunkt i at selskapet som evalueres klassifiseres som lite og av den grunn har høyere risiko enn et større selskap. For å klassifiseres som et større selskap må verdien på selskapet overstige Bakgrunnen for klassifiseringen er at selskapet har en markedsverdi på under to milliarder dollar. Forskjellen på klassifisering som stor eller liten virksomhet er at det krever en høyere rentedekningsgrad for et lite selskap for å få kredittrating AAA og en spredning på 0,75%.

Tabell 8 Syntetisk rating (Kilde: Damodaran, people.stern.nyu.edu/adamodar/, sist oppdatert januar 2016)

<i>Dersom rentedekningsgrad er større enn</i>	\leq til	Kredittrating	Spredning
-100000	0,499999	D2/D	20,00 %
0,5	0,799999	C2/C	16,00 %
0,8	1,249999	Ca2/CC	12,00 %
1,25	1,499999	Caa/CCC	9,00 %
1,5	1,999999	B3/B-	7,50 %
2	2,499999	B2/B	6,50 %
2,5	2,999999	B1/B+	5,50 %
3	3,499999	Ba2/BB	4,25 %
3,5	3,999999	Ba1/BB+	3,25 %
4	4,499999	Baa2/BBB	2,25 %
4,5	5,999999	A3/A-	1,75 %
6	7,499999	A2/A	1,25 %
7,5	9,499999	A1/A+	1,10 %
9,5	12,499999	Aa2/AA	1,00 %
12,5	100000	Aaa/AAA	0,75 %

Ved bruk av Damodarans tabell får Kid en kredittrating på B og en spredning på 6,50% i 2015. Utregning av gjeldskostnaden befinner seg i kapittel om utregning av avkastningskrav. Årsaken til den lave kredittratingen er leasing klassifiseres som gjeld. Det medfører rentekostnader. Ved bruk av sirkulære formler i verktøyet til Damodaran kommer en frem til en kredittratingen.

Tabell 9 Syntetisk rating

Syntetisk rating	2012	2013	2014	2015
Justert EBIT	157 401	174 788	214 315	172 158
Finanskostnad	57 516	42 668	32 907	26 225
Leasing rentekostnad (rd=7,8%)	34 923	36 564	40 009	48 619
Rentedekningsgrad	1,70	2,21	2,94	2,30
Estimert kredittrating	B-	B	B+	B
Estimert spredning	7,50 %	6,50 %	5,50 %	6,50 %

11. Utregning av avkastningskrav

Avsnittet vil estimere avkastningskravet til egenkapitalen, gjeld og totalkapitalen basert på avkastningskravteori, den strategiske analysen og regnskapsanalysen. På bakgrunn av de to foregående kapitlene har man tilegnet seg et helhetsinntrykk av både makro og mikroøkonomiske utsikter.

11.1 Risikofri rente

Det er valgt å bruke langsiktig renter da man forutsetter en evigvarende drift, Gordons formel¹⁸. Risikofri rente settes lik 10 år norske statsobligasjoner på **1,3%** (sist oppdatert april 2016, Norske Bank).

11.2 Beta

Det er først blitt forsøkt å beregne beta ved å foreta en regresjonsanalyse av Kid, deretter er det blitt beregnet en «bottom up beta». En stor svakhet i målingene spesielt på Kid er nettopp mangel på langsiktig historiske målinger. Utfordringen med å finne sammenlignbare børsnoterte selskaper som er ingen enkel oppgave. Videre vil det antas at egenkapitalbetaen blir justert ved hjelp av Marshall E. Blumes formel. Empiriske bevis tilsier at egenkapitalbetaer beveger seg mot 1 (Koller m.fl., 2010). Av den grunn vil betaen justeres og vektet mot 1 med følgende formel:

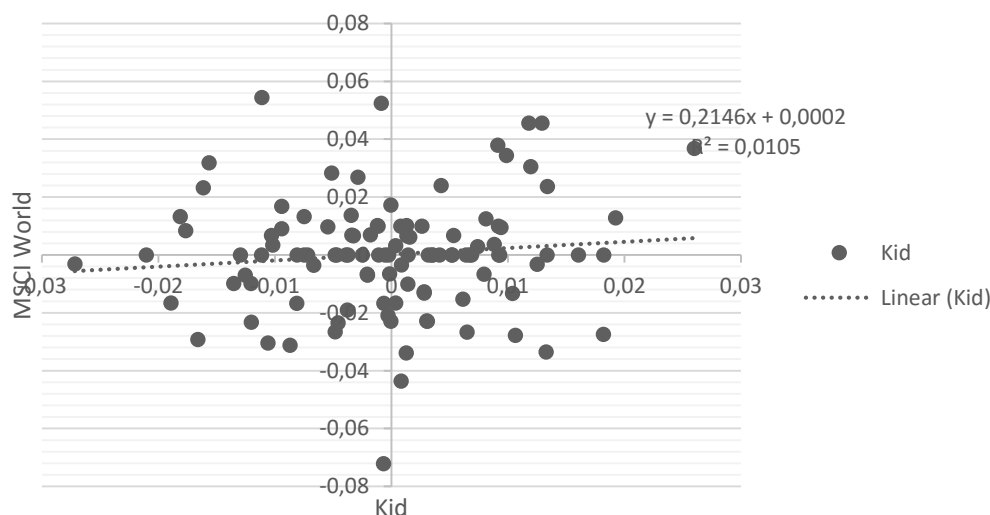
$$\text{Blume justert } \frac{L}{E}\beta = 1 \cdot \frac{1}{3} + \beta_E \cdot \frac{2}{3}$$

11.2.1 Regresjonsbeta (levered beta)

Utregnet levered beta i figur 41 under er 0,2146 med en R^2 på 0,0105. Det vil si at kun 1,05% av betaen forklares ved systematisk risiko (markedsrisiko), mens 98,95% er usystematisk eller bedriftsspesifikk risiko. Forklaringen er at 98,95% av risikoen kan diversifiseres bort. Etter en

¹⁸ Gordons formel er en perpetuity, antakelse om uendelig drift. $NPV = \frac{CF_{t+1}}{r-g}$

Blume justering blir beta 0,4764. Siden både figur 41 og tabell 10 under viser at Kids beta er for lav vil regresjonsbetaen til Kid ikke benyttes. Det kommer av at det er for få observerte sluttnoteringer for Kid.



Figur 41 Beta regresjon Kid mot MSCI Verden, 2 november 2015 til 14 april, daglig slutt noteringer

11.2.2 Bottom up beta

Det er vanskelig å finne børsnoterte selskap som er helt lik virksomhetsområdet til Kid med lik grad av diversifisering. Av den grunn er det valgt ett par norske og utenlandske selskaper. I tillegg er det også valgt et stort antall utenlandske selskap samlet av Damodaran som ikke nødvendigvis driver med salg av boligtekstiler, men som forutsettes har lik systematisk risiko, da de alle er klassifisert som detaljhandel med underkategori «Special lines». Det at BBBY, XXL, Europris og Kid er blitt tildelt lik kategori i utvalget styrker antakelsen at Damodarans statistikk kan benyttes. Bed Bath & Beyond (BBBY) er et amerikansk selskap som spesialisere seg innenfor puter, gardiner, tepper, kjøkkenutstyr, kaffe og te, oppbevaringsløsninger. Selskapet er noe mer diversifisert enn Kid med tanke på produktutvalg og geografisk området. Siden selskapet har lengre børsstatistikk og det antas videre at de er like Kid velges det å inkludere BBBY i «bottom up beta». Bonconcept Holding A/S (BOCON-B.CO) kategoriseres som en innretningsdetaljst. Selskapet selger puter, tepper, pledd, sengetepper, lamper og interiør artikler. Som BBBY er de noe mer diversifisert. Dog antas det videre at de like Kid og vil bli inkludert i «bottom up beta». Videre antas det at

de valgte sammenlignbare selskapene på grunn av sin kapitalstruktur og virksomhetsområde er lik Kid. På grunn av lite utvalg er det blitt valgt og også vekte mot Damodaran sine gjennomsnittsmålinger av beta for 124 detaljhandler¹⁹.

Tabell 10 Levered og unlevered beta justert for kontanter

Selskap	Regresjonsbeta (Levered Beta)		E/EV ²⁰	Forretningsbeta (Unlevered Beta)	Unlevered beta adjusted for cash		Cash/EV
Bed Bath & Beyond (BBBY)	0,92	86,07 %		0,79	0,84	6,01 %	
Europris	0,74	86,17 %		0,64	0,68	6,01 %	
XXL	0,47	94,15 %		0,44	0,44	0,60 %	
BoConcept Holding A/S (BOCON-B.CO)	0,49	94,49 %		0,46	0,48	4,38 %	
Damodaran gj.snitt av 124 detaljhandel	1,07	68,18 %		0,73	0,76	3,47 %	
Kid	0,21	79,72 %		0,17	0,19	10,38 %	
Gjennomsnitt	0,65	84,80 %		0,54	0,57	5,14 %	
Gjennomsnitt ekskl. Kid	0,74	85,81 %		0,61	0,64	4,09 %	
Gjennomsnitt ekskl. Damodaran og kid	0,65	90,22 %		0,58	0,61	4,25 %	

For å komme frem til «bottom up beta» må regresjonsbetaen først justeres for gjeld og deretter kontanter. Etterpå beregnes et gjennomsnitt på forretningsbetaen (unlevered) justert for kontanter ekskludert Kid på 0,64. Unlevered beta på 0,64 må så justeres for Kids kapitalstruktur. Av den grunn må forholdet i kapitalstrukturen også inkludere kapitalisert leasing som rentebærende gjeld. Dette medfører et nytt forhold mellom E/EV og EV/E som inngår i levered beta formelen (se beta kapitlet, 5.2.2).

Tabell 11 Endret kapitalstruktur

Kapitalstruktur inkl. Leasing		Kapitalstruktur ekskl. Leasing	
Markedsverdi EK ²¹	1 199 032	Markedsverdi EK	1 199 032
Netto rentebærende gjeld	928 549	Netto rentebærende gjeld	304 977
Totalkapital (EV)	2 127 582	Totalkapital(EV)	1 504 009

Tabell 12 Nye forholdstall

Relevered Beta	
E/EV	0,56
EV/E	1,77

Basert på ny kapitalstruktur multipliseres unlevered beta med EV/E på 1,77 som gir levered beta ekskludert for overflødig kontanter på 1,14 (tabell 13). Siden betaen tenderer til å gå mot 1, vil betaen justeres slik at Blume justert levered beta ekskludert for overflødig kontanter ender på 1,09.

¹⁹ Av de 124 detaljhandlene befinner også XXL, BBBY og Kid seg. Datasett hentet fra <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>. De 124 detaljhandlene består kun av amerikanske selskaper som betyr at de andre landene er ekskludert ved beregning av beta, E/EV og Cash/EV.

²⁰ Finance.yahoo.com - nøkkelstatistikk

²¹ Markedsverdi 14 april 2016 = Aksjepris multiplisert med utestående aksjer

Tabell 13 Relever Beta

	Gjennomsnitt	Gjennomsnitt ekskl. Damodaran og Kid	Gjennomsnitt ekskl. Kid
Levered Beta	0,95	1,03	1,09
Levered Beta ekskl. overflødig kontanter	1,00	1,08	<u>1,14</u>
Blume justert levered beta	0,97	1,02	1,06
Blume justert levered beta ekskl. Kontanter	1,00	1,06	<u>1,09</u>

Videre vil det brukes en beta på **1,09**.

11.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie estimeres på bakgrunn av Damodaran sine beregner av historisk risikopremie på markedet. Han bruker lange renter som sammenfaller med den risikofri renten som skal brukes i KVM. Risikopremien beregnet av Damodaran er sammenlignet mot S&P 500 og ved bruk av kredittrating legges det til landsspesifikk premie. Koller m.fl. (2010) viser at S&P 500 og MSCI World Index hadde en 95,8% korrelasjon i perioden 2000 og 2009. Det antas videre at dette ikke vil gi signifikante forskjeller ved bruk av Damodarans utregning av markedets risikopremie. Siden Norge sin kredittrating er AAA tillegges det ikke noe premie utover markedets risikopremie. Markedets risikopremie settes lik **6,25%** (<http://people.stern.nyu.edu/adamodar>).

11.4 Egenkapitalens avkastningskrav (r_e)

$$r_e = 1,30\% + 1,09 \cdot 6,25\% = 8,11\%$$

Avkastningskravet på egenkapitalen er beregnet til 8,11% ved bruk av risikofri rente på 1,30%, egenkapitalbeta på 1,09 og markedets risikopremie på 6,25%. Avkastningskravet på egenkapitalen vil forbli uendret i hele prognoseperioden.

11.5 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden (r_g) estimeres ved å legge til konkursrisikopremien til den risikofri renten. Det blir brukt en risikofri rente på 1,3% som ovenfor. Den syntetiske ratingen for Kid er en

ren B som gir en spredning på 6,50%. Den totale gjeldskostnaden før skatt blir da $r_g = (1,30 + 6,50\%) = 7,80\%$

11.6 Kapitalstruktur

For å estimere kapitalstruktur målet for et selskap fra et eksternt perspektiv foreslår Koller m.fl. (2010, s. 266) en kombinasjon av tre tilnærminger; (1) å estimere selskapets nåværende markedsverdibaserte kapitalstruktur, (2) gjennomgå kapitalstruktur for sammenlignbare selskaper og (3) gjennomgå ledelsens implisitte eller eksplisitte tilnærming til finanseringen av virksomheten og dets implikasjoner for kapitalstruktur målet.

Markedsverdien på egenkapitalen var den 14 april på 1 199 032 MNOK ($=29,5 \cdot 40\,645\,162$) ved børsstutt. Kid sin gjeld er et banklån gitt av DNB som blir verdsatt til bokført verdi, samt kapitalisert leasing som er estimert til 623 573 MNOK den 31.12.2015. Det forutsettes at bokført verdi vil være lik markedsverdien. Verdien på rentebærende gjeld var 31.12.2015 på 1 149 334 MNOK, mens de finansielle eiendelene var på 220 784 MNOK. Dette gir netto rentebærende gjeld 928 549 MNOK.

Tabell 14 Kapitalstruktur inkludert kapitalisert leasing 14 april 2016

Kid ASA	
Aksjekurs 14.04.2016	29,5
Utestående aksjer	40 645 162
Markedsverdi EK	1 199 032 279
Netto rentebærende gjeld	928 549 226
Totalkapital (EV)	2 127 581 505
Egenkapitalandel	56,36 %
Gjeldsandel	43,64 %

Basert på egenkapitalandelen i sammenlignbare selskap kan Kids egenkapitalandel sies å være lav i måleperioden. I regnskapsanalysen vises det til en trend mot lavere egenkapitalandel for børsnoterte selskap, fra omkring 43% til 38% egenkapitalandel. Årsaken til Kid sin lave egenkapitalandel er ny innskutt egenkapital som er blitt brukt til nedbetaling av gjeld, samt at det er blitt kapitalisert leasing ved en gjeldskostnad på 7,80%. Resultatet er en høyere gjeldsandel enn hos sammenlignbare selskap. Kapitalstrukturen vil ikke være konstant i måleperioden. Tvert imot vil kapitalstrukturen endres hvert år eneste år.

11.7 WACC

Ved bruk av avkastningskravet på egenkapitalen og gjeldskostnaden beregnet ovenfor, samt å bruk av markedsverdien på egenkapital og netto rentebærende gjeld blir WACC kalkulasjonen for år 0 (2015):

$$r_{WACC} = (7,80\% \cdot (1 - 25\%) \cdot 43,64\%) + (8,11\% \cdot 56,36\%) = 7,12\%$$

Det antas at den netto rentebærende gjelden sin bokførteverdi er lik markedsverdien, samt at beta gjeld er lik null. Siden kapitalstrukturen vil endres hvert år krever det ny beregning av ny WACC, kapitalstruktur og en levered total kapital hvert eneste år. Beregningsmetoden er inspirert av Berk & Demarzo (2014). Fremgangsmåten er å estimere både egenkapital- og gjeldsandel basert på en levered total kapital for å kunne estimere WACC. Ved bruk av sirkulære referanser og gjentakende kalkulasjoner («iterative calculations») kan dette enkelt beregnes av Excel. De konstante variablene er rentebærende gjeld, fri kontantstrøm, gjeldskostnaden og egenkapitalkostnaden. Egenkapitalnivå, total kapital og WACC så avhengig av de konstante variablene. Det betyr at egenkapitalandelen og gjeldsandelen er avhengig av levered total kapital som igjen er avhengig av WACC. WACC er selvfølgelig avhengig av gjeld- og egenkapitalandelen igjen. Dermed blir dette et en gjentakende prosess som beregner seg frem til en estimert WACC på nytt hvert år. Det antas at avkastningen på egenkapital og dermed egenkapitalbetaen forholder seg uendret i hele prognoseperioden.

Tabell 15 WACC prognose

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Rentebærende gjeld (=D)	1 109 557	933 145	961 943	950 218	935 509	916 729	892 846	864 444	813 684	759 092
Markedsverdi egenkapital	664 945	921 497	1 004 560	1 137 280	1 285 123	1 448 852	1 631 196	1 833 073	2 075 224	2 137 462
D/EV	62,53 %	50,31 %	48,92 %	45,52 %	42,13 %	38,75 %	35,37 %	32,05 %	28,17 %	26,21 %
E/EV	37,47 %	49,69 %	51,08 %	54,48 %	57,87 %	61,25 %	64,63 %	67,95 %	71,83 %	73,79 %
FCF	115 270	124 130	134 832	139 658	145 928	151 664	157 438	163 268	171 966	174 128
Terminal value									2 799 365	
PV av FCF	108 033	108 471	109 808	105 932	102 953	99 393	95 714	91 965	89 543	97 188
PV av TV	1 666 470	1 746 171	1 856 694	1 981 566	2 117 679	2 266 187	2 428 328	2 605 552	2 799 365	2 799 365
Levered total kapital (EV)	1 774 503	1 854 642	1 966 502	2 087 498	2 220 633	2 365 580	2 524 042	2 697 517	2 888 908	2 896 553
WACC	6,70 %	6,97 %	7,08 %	7,15 %	7,23 %	7,30 %	7,37 %	7,44 %	7,52 %	7,56 %

12. Fremtidsprognose

Kapittelet består i stor grad av subjektive meninger og antagelser om fremtiden. Antakelsene og skjønsmessige evalueringer er tatt på bakgrunn av den strategiske analysen bestående av PESTEL, Porters markedskrefter og VRIO. Historiske resultater gjennom resultatregnskapet og balansen er sterkt vektlagt sammen med Kids egne uttalelser om fremtiden i årsregnskap og prospekt. Noen av Kids uttalelser er blitt skjønsmessig revurdert fordi de virket overoptimistiske (eks. antall butikknåpninger).

Prognoseperioden er satt til ti år, hvorav det tiende året brukes til å beregne terminalverdien. Terminalverdien vil fange opp alle fremtidig kontantstrømmer etter det tiende året som følge av antakelse om evigvarende vekst (perpetuity). Årsaken til valget av en såpass lang tidshorisont er at en kortere periode kan resultere i underverdsettelse. Lang tidshorisont skaper sine egne problemer ved at mye kan endres over perioden, samt at det er vanskelig å predikere (Kaldestad og Møller, 2011). Siden Kid både er og eksisterer i et modent marked vil det ikke være behov for lengre tidshorisont.

Følgende parametere antas som særskilt viktig for fremtidsprognosen; salg, COGS og OPEX, investeringer og avskrivninger, arbeidskapital, skatt og valg av «plug». Av den grunn vil de videre utdypes før base-case prognosen fremvises. I fremtidsprognosen vil kun base-case bli evaluert og eksemplifisert.

12.1 Salg

Salg er klart den viktigste faktoren av fremtidsprognosen da flertallet av postene er basert på nettopp salget. For å kunne få en så riktig salgsprognose skal kort bransjevekstnettsalgsvest og nyåpninger evalueres.

Tall fra Virke brukes for å estimere bransjeveksten²². I 2015 hadde bransjen en omsetning på 3,8 mrd. Kr. For Kid med en markedsandel på 31%, tilsvarer det en omsetning på 1,18 milliarder. Det var en vekst fra 2014 til 2015 på 4,4% som mest var drevet av prisøkning. I

²² <http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/M%C3%B8bel-%20og%20interi%C3%B8rbransjene%202015.pdf>

følge Kid økte de prisene på sitt sortiment grunnet økt dollar kurs. Basert på PESTEL analysen kan en videre anta at de neste 2-3 årene vil oppleve et svakere marked i Norge grunnet fallet i olje og nedskjæringer i oljerelaterte virksomheter. Dette kan få sterke konsekvenser i byer hvor det er en stor andel oljerelaterte virksomheter. Ringvirkninger vil føres over i boligmarkedet som vil kunne gi lavere behov for interiørartikler. Omsetningsutviklingen vil antageligvis ikke bli negativ, men i snitt holde seg over en normal vekst i forhold til en gjennomsnittsvekst på omkring 1 til 2%. Gjennomsnittsveksten fra 2008 frem til 2015 ligger på 1,6%, mens en gjennomsnittsvekst fra 2012 til 2015 ligger på 2,1%. Det forutsettes at sistnevnte vil være et godt mål veksten i 2016 etterfulgt av en dipp ned mot 1% i 2018 og 2019, mens på mellomlangsigte øker den til 1,66% før den når 1,3% i steady state.

PESTEL analysen gir støtte for lavere bransjevekst enn det har vært de siste to årene. OECD prognostiserer lav vekst i nærmeste fremtid, sammen med lav oljepris. Den lave styringsrenten gir fortsatt muligheter for vekst, men dersom denne skulle økes vil det gå hardt utover forbruksvarer. I tillegg gir VRIO gir indikasjoner på at Kid varig konkurransefortrinn. Konkurransfordelen kan bidra til at Kid kommer ut av konkurransen bedre enn sine nærmeste konkurrenter.

Internettsalg har hatt en formidabel vekst som vist i avsnitt 9.1.4 teknologiske faktorer i PESTEL analysen. Fra 2014 til 2015 var det en vekst på 58,4%, mens det har vært en årlig vekstrate (CAGR) på 32,4% fra 2008 og frem til 2015. Hvor den eksponentielle veksten avtar og endres over til en modningsfase er ikke klart. Sikkert er det at Kid vil være med på denne veksten og på kort til mellomlangsigte oppleve økt omsetning som følge av internetthandel og lojalitetsprogrammet. Internetthandelen vil støtte en vekst fremover.

En av de viktigste parameterne for Kids vekst er nyåpninger. 2014 og 2015 har vært ekstraordinære år med en stor andel nyåpninger (17 totalt) samtidig som ett nytt lager står ferdig på lier. Denne ekstraordinære veksten ventes ikke i nærmeste fremtid. Kid selv støtter seg på en vekst på 3-5 nyåpninger per år. Det antas 5 nyåpninger de to førstkomende år, for så å falle til 4, deretter 3 i E2020 og 0 i. Antall nyåpninger i fremtidsprognosen vil totalt summeres til 30. Inkludert internetbutikkken ender Kid på totalt 161 butikker som tilsvarer en 23% vekst fra 2016 til E2025.

Tabell 16 Antall butikker og nyåpninger

	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Butikkportefølje (IB)	125	130	135	140	144	148	151	154	157	160	160
Nyåpning (ekspansjon)	5	5	5	4	4	3	3	3	3	0	0
Butikkportefølje(UB)	130	135	140	144	148	151	154	157	160	160	160
Butikkvekst	4,0 %	3,85 %	3,70 %	2,86 %	2,78 %	2,03 %	1,99 %	1,95 %	1,91 %	0,00 %	0,00 %

Tabell 17 Total prognose på salgsinntektsvekst

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Bransjevekst	2,10 %	1,50 %	1,00 %	1,00 %	1,66 %	1,66 %	1,50 %	1,50 %	1,30 %	1,30 %
Nyåpninger	3,85 %	3,70 %	2,86 %	2,78 %	2,03 %	1,99 %	1,95 %	1,91 %	0,00 %	0,00 %
Total vekst	5,95 %	5,20 %	3,86 %	3,78 %	3,69 %	3,65 %	3,45 %	3,41 %	1,30 %	1,30 %

Den totale veksten antas å være på 5,95% vekst i E2016 for Kid. Salgsinntektsveksten høy grunnet kannibalisering av markedet. Med det menes det at veksten kommer fra butikknnyåpninger som stjeler markedsandeler av konkurrentene. Det vil si at Kids sin vekst ikke stammer så mye fra bransjeveksten, men av nye butikker.

12.2 COGS og OPEX

Varekostnader (COGS) og operasjonelle kostnader (OPEX) vil prognostiseres som prosent av salgsinntekter. Varekostnaden har historisk vist seg å være 39,4% av salgsinntektene som gir er bruttomargin på 60,6%. I 2015 årsrapporten gir Kid signaler om at varekostnaden og de operasjonelle kostnadene vil holde seg stabile relativt til nåværende nivåer også i fremtiden. Varekostnaden har økt spesielt i 2015, men dette kan skyldes ekstraordinære kostnader tilknyttet IPO, flytting av lager og hovedkontoret til Lier og valutaendringer. Det antas at varekostnaden vil gå noe tilbake som følge av videre effektivisering etter oppkjøpet, eksempelvis innenfor innkjøp. Videre i prognoseperioden vil det estimeres en varekostnad på 39,4% av salgsinntektene.

Operasjonelle kostnader som lønnskostnad, leasingkostnader, markedsføringskostnader og andre driftskostnader (ADK) har historisk vært 46,2% i gjennomsnitt av salgsinntekter fra 2012 frem til 2015. Det fremgår av årsrapporten som nevnt ovenfor at Kid forventer likt

kostnadsnivå i fremtiden. Markedsføringskostnader er pakket inn i andre driftskostnader i fremtidsprognosen for enkelthetens skyld. Historisk har markedsføringskostnader vært stabil.

Tabell 18 COGS og OPEX prognostisering

(Tall i %)	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
COGS	38,7	41,9	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4	39,4
Lønnskostnad	22,9	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8	22,8
Leasing	12,6	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
ADK	10,3	10,9	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5

Operasjonell leasing har i snitt vært 12,9% av salgsinntektene. Ved å beregne leasingkostnader kan fremtidig kapitalisert leasing estimeres med formelen (Koller mfl. 2010):

$$\text{Estimert kapitalisert leasing} = \left(\frac{\text{Leasingkostnad}}{r_d + \frac{1}{\text{Eiendelens levetid}}} \right)$$

Leasing avskrivninger kalkuleres ved å dividere kapitalisert leasing med antatt 5 års levetid på leasing. Beregning av både leasing avskrivninger og kapitalisert leasing vises for år 2015 i vedlegg 5.

12.3 Investeringer

Investeringer for Kid er lave da de ikke eier eiendom. Butikklokalene, lageret og hovedkontoret leies. Kids investeringer består av investeringer tilknyttet inventar og innredninger i lokalene (fixtures and fittings), samt vedlikeholdsinvesteringer tilknyttet uforutsette kostnader, IT investeringer, logistikk og generelt vedlikehold. Investeringene har de siste årene vært høyere enn vanlig grunnet ekstra mange butikknyåpninger i 2014 og 2015, nytt lager og hovedkontor. Kid henviser i både prospekt og årsresultat til forventninger på investeringer mellom 15-20 MNOK per år og i tillegg kommer 1,5 MNOK i investeringskostnader per nyåpning. Antall nyåpninger er gitt i både figur 16 og 19. Basert på prospektet og årsregnskapet for 2015 estimeres det reduksjons i investeringer fra 2017 og frem mot steady state i E2024. Det vil ikke være behov for andre investeringer

fremover etter ferdigstillingen av nytt lager og hovedkontor 2015. Det medfører mer kontinuitet i investeringer fremover.

Tabell 19 Estimerte investeringskostnader

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
# Nyåpninger	5	5	4	4	3	3	3	3	0	0
# Overhalinger	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
# Omplasseringer	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
CAPEX nyåpninger	7 500	7 500	6 000	6 000	4 500	4 500	4 500	4 500	0	0
CAPEX overhalinger	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300	6 300
CAPEX omplasseringer	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100	8 100
Sum investeringer	21 900	21 900	20 400	20 400	18 900	18 900	18 900	18 900	14 400	14 400

Det antas at overhaling og omplasseringer av butikker vil fortsette i takt med tidligere år. Gjennomsnittskostnaden for overhalinger og omplasseringer er henholdsvis 1,05 MNOK og 1,35 MNOK. Følgelig vil gjennomsnittskostnaden multiplisert med antall nyåpninger, overhalinger og omplasseringer utgjøre sum investeringer i figur 19.

Avskrivninger estimeres basert på historiske og fremtidige forventede investeringer. I prognosen vil det ikke skilles mellom type varige driftsmidler, og alle varige driftsmidler blir avskrevet lineært med 5 år. Hver horisontale linje tilsvarer investeringer i de representative årene dividert med 5 år. Den horisontale linja markert 2015 i figur 20 følger av formelen under:

$$\text{Investeringer 2015} = UB (DM 2015 - DM 2014) + \text{avskrivninger}$$

$$\text{Avskrivninger 2015} = \frac{(86081 - 69891) + 24\,447}{5} = 8,126 \text{ MNOK per år i 5 år}$$

Tabell 20 Estimerte avskrivninger av investeringer

	2012	2013	2014	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
2012	3757	3757	3757	3757	3757									
2013		6462	6462	6462	6462	6462								
2014			7804	7804	7804	7804	7804							
2015				8127	8127	8127	8127	8127						
2016e					4380	4380	4380	4380	4380					
2017e						4380	4380	4380	4380	4380				
2018e							4080	4080	4080	4080	4080			
2019e								4080	4080	4080	4080	4080		
2020e									3780	3780	3780	3780	3780	
2021e										3780	3780	3780	3780	3780
2022e											3780	3780	3780	3780
2023e												3780	3780	3780
2024e													2880	2880
2025e														2880
(E)Historiske avskrivninger	13150	7949	1824	-1704										
Sum avskrivninger	16907	18168	19848	24447	30531	31154	28772	25047	20700	20100	19500	19200	18000	17100

Basert på investeringer og estimerte avskrivninger er det grunnlag for å trekke akkumulerte avskrivninger fra anskaffelseskost av varige driftsmidler for å komme frem til netto varig driftsmidler.

Tabell 21 Netto varige driftsmidler

	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Anskaffelseskost	357 010	378 910	400 810	421 210	441 610	460 510	479 410	498 310	517 210	531 610	546 010
Avskrivninger	24 447	30 531	31 154	28 772	25 047	20 700	20 100	19 500	19 200	18 000	17 100
Akkumulerte avskrivninger	270 930	301 461	332 615	361 386	386 434	407 134	427 234	446 734	465 934	483 934	501 034
Netto varige driftsmidler	86 080	77 449	68 195	59 824	55 176	53 376	52 176	51 576	51 276	47 676	44 976

12.4 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen består av driftsrelaterte omløpsmidler bestående av varelager, kundefordringer og driftsrelaterte kontanter, og kortsiktig rentefri gjeld som består av leverandørgjeld, betalbarskatt, skyldig offentlig avgifter og annen kortsiktig gjeld. Postene i driftsrelaterte omløpsmidler og kortsiktig gjeld med unntak av kontanter, er basert på tidligere gjennomsnittet av de respektive postene og salgssinntekter. Driftskontanter er 2% av salgssinntekter. Endring i arbeidskapital vises i tabell 22.

Tabell 22 Endring i arbeidskapital beregninger

	2014	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Varelager	201 053	215 211	207 425	218 219	226 636	235 198	243 870	252 763	261 478	270 397	273 912	277 473
Kundefordringer	13 013	26 318	20 014	21 056	21 868	22 694	23 531	24 389	25 230	26 090	26 429	26 773
Driftskontanter	22 722	23 795	25 209	26 521	27 544	28 585	29 639	30 719	31 779	32 863	33 290	33 723
Driftsrelaterte omløpsmidler	236 788	265 324	252 649	265 796	276 048	286 476	297 039	307 871	318 487	329 350	333 631	337 968
Leverandørgjeld	22 255	38 785	30 363	31 943	33 175	34 428	35 698	37 000	38 275	39 581	40 095	40 617
Betalbar skatt	34 205	21 739	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skyldig offentlig avgifter	62 186	69 634	74 655	78 539	81 569	84 650	87 771	90 972	94 109	97 319	98 584	99 866
Annen kortsiktig gjeld	65 798	59 740	66 316	69 767	72 458	75 195	77 968	80 811	83 598	86 449	87 573	88 711
Kortsiktig rentefri gjeld	184 444	189 898	171 334	180 250	187 202	194 274	201 437	208 783	215 982	223 349	226 252	229 193
Arbeidskapital	52 344	75 426	81 315	85 546	88 846	92 202	95 602	99 088	102 505	106 001	107 379	108 775
Δ Arbeidskapital		-23 081	-5 889	-4 231	-3 300	-3 356	-3 400	-3 486	-3 417	-3 496	-1 378	-1 396

12.5 “Plug”

Utrykket “plug” brukt av Benninga (2014) er den viktigste finansielle policy variabelen som balanserer og avslutter balansen. Plug garanterer at eiendeler blir lik forpliktelse. Benninga (2014) trekker frem tre potensielle poster i balansen som brukes som plug avhengig av hvordan man antar selskaper vil finansiere blant annet investeringer. De tre postene er kontanter og omsettelig verdipapirer (marketable securities), gjeld og egenkapital (stock). Ved å velge kontanter og omsettelig verdipapirer eller andre finansielle omløpsmidler vil det antyde hvordan selskapet finansierer seg selv. Selskapet vil da ikke selge egne aksjer, tilbakebetale eller øke gjeld. Istedenfor vil selskapet finansiere ved behov med finansielle omløpsmidler. I tillegg vil mer kontanter tilføres overflødig kontanter og omsettelig verdipapirer (Benninga, 2014). Det antas at i E2016 vil den langsiktige rentebærende gjelden forbli uendret på 525,7 MNOK og av den grunn er overflødig kontanter plug i E2016. Fra og med E2017 vil langsiktig rentebærende gjeld være plug som følge av Kid nedbetaler gjelden på 525,7 MNOK. Gjelden blir betalt av overflødig kontanter og ny langsiktig gjeld. Siden gjelden nå er blitt plug blir overflødig kontanter lik 8,4% av salgsinntektene²³.

12.6 Skatt

Det antas at den effektive skattesatsen er lik den nominelle skattesatsen og dermed brukes en skattesats på 25% frem til 2018, og 23% fra og med 2018. Bakgrunnen for valg av skattesats

²³ Gjennomsnittlig sum kontanter er 10,4% av salgsinntekter fra 2012 til 2015. Videre antas det at 2% av salgsinntektene er driftskostnader som medfører at 8,4% av salgsinntekter er overflødig kontanter.

på 23% ble nevnt i PESTEL analysen. Selv om det er en stor sannsynlighet for enda en reduksjon i selskapsskatten vil den holdes på 23% ut prognoseperioden. Siden det forutsettes at skatt betales innværende år vil ikke betalbar skatt brukes i prognoseperioden i kortsiktig gjeld.

12.7 Vekstfaktor (g)

En tommelfingerregel er at vekstfaktoren ikke skal være større enn langsiktig risikofri rente (Damodaran, 2012). Den risikofri renten er satt til 1,3% og dermed bør ikke veksten settes høyere. Dog fremgår det av PESTEL analysen at Norges Bank prognostiserer en økning i styringsrenten fra 2018. Dette kan indikere at også at en statsobligasjonsrente på 10år til kunne øke i slutten av prognoseperioden opp fra 1,3% til nærmere 1,5%. Etter en skjønnsmessig vurdering velges **1,3%** som vekstfaktor.

12.8 Prognose base case

Base-case bygger på fremtidsprognosen som forklart over. Det er en sterk økning i fri kontantstrøm fra faktiske oppnådde resultater i 2015, og over i prognosen E2016, se tabell 23 under. Det skyldes økt EBIT etter skatt, lavere investeringskostnader, høyere avskrivninger og mindre økning i arbeidskapital, da lager og hovedkontor er ferdigstilt. EBIT etter skatt utvikler seg positivt i hele prognoseperioden. Årsaken er først og fremst på grunn av økte salgsinntekter som følge av sterk vekst grunnet nyåpninger. Veksten i steady state er på lave 1,3% som er lik risikofri rente. I tillegg øker salgsinntektene betraktelig tidlig i prognoseperioden før veksten i salgsinntekter avtar frem mot terminalåret.

Tabell 23 Base case fri kontantstrøm prognose

	2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
EBIT (1-s)	89 410	112 528	119 108	129 760	138 367	147 528	153 951	160 255	166 464	169 744	172 824
+ Avskrivninger	21 965	30 531	31 154	28 772	25 047	20 700	20 100	19 500	19 200	18 000	17 100
- Investeringer	-39 586	-21 900	-21 900	-20 400	-20 400	-18 900	-18 900	-18 900	-18 900	-14 400	-14 400
+/- Økning arbeidskapital	-23 081	-5 889	-4 231	-3 300	-3 356	-3 400	-3 486	-3 417	-3 496	-1 378	-1 396
Fri kontantstrøm (FCF)	48 708	115 270	124 130	134 832	139 658	145 928	151 664	157 438	163 268	171 966	174 128

Tabell 24 Nåverdi av fri kontantstrøm og terminalverdi

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
FCF	115 270	124 130	134 832	139 658	145 928	151 664	157 438	163 268	171 966	174 128
WACC	6,70 %	6,97 %	7,08 %	7,15 %	7,23 %	7,30 %	7,37 %	7,44 %	7,52 %	7,56 %
PV FCF	108 033	108 471	109 808	105 932	102 953	99 393	95 714	91 965	89 543	84 003
Terminal verdi									2 799 365 ²⁴	
PV Terminalverdi	1 457 628									

Tabell 24 over viser nåverdien er fri kontantstrøm og terminalverdien, mens tabell 25 under viser at totalkapitalen til Kid. Totalkapitalen i base-case ender opp på omtrent 2,4 MNOK. Ved å trekke fra netto rentebærende gjeld ender markedsverdien til Kid opp på 1,4 MNOK som tilsvarer en aksjepris per 31 desember 2015 på 35,1kr per aksje. Ved å justere aksjeprisen til 14 april 2016 er aksjeprisen estimert til 35,76 kr per aksje²⁵.

Tabell 25 Markedsverdi på egenkapital per aksje

PV av FCF	911 813
+PV of terminal verdi	1 457 628
=Total Enterprise Value	2 369 441
<hr/>	
Netto rentebærende gjeld (gjeld-overflødig kontanter)	
Rentebærende gjeld	1 149 334
Overflødig kontanter	206 578
<hr/>	
Markedsverdi på egenkapital (MCAP)	1 426 686
Antall aksjer	40 645 162
Aksjepris 31.12.2015	35,10
Justeringsfaktor (14 April, 2016)	1,02
Aksjepris 14. April, 2016)	35,76

²⁴ $Terminalverdi = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC-g)} = \frac{174\,128}{(7,56\% - 1,3\%)} = 2\,799\,365$

²⁵ $35,1 \cdot (1 + WACC)^{\frac{105}{365}}$

13. Scenarioanalyse

En verdsettelse er sensitiv i forhold til potensielle fremtider. Dermed er det naturlig å beregne markedsverdien på egenkapital basert på tre scenarioer. Scenarioene bygger hovedsakelig på den strategiske analysen, men det er også basert på et helhetlig personlig inntrykk av Kid som vil inneholde subjektive meninger. Fremtidsprognosen over er basert på base-case scenarioet og vil ikke beregnes på nytt. Verdien på egenkapitalen i base-case endte på 35,76kr per aksje

Tabell 26 Scenarioanalyse for worst, base og best case med vektning 30%, 60% og 10%.

	Worst-case	Base-case	Best-case
Vektet	30 %	60 %	10 %
Vekst i nyåpninger	20 nyåpninger, lav vekst pga. mettet marked og lavere marginer	30 nyåpninger, høy vekst i antall butikker på litt lavere nivå enn ledelsens utsagn. God utnyttelse av ledelse, IT og informasjonssystemer	40 nyåpninger, meget høy vekst i antall nyåpninger på linje med ledelsens utsagn
Bransjevekst	Mellom -3 til 1,3% vekst. Endring i kundevaner, lavere forbruk pga. økt styringsrente	Mellom 2 til 1,3% bransjevekst, moderat og stabil bransjevekst	Mellom 8 til 1,5% vekst
COGS	COGS økning, 42,3% av salgsinntekter i snitt. Årsak: sterkere rivalisering, råvarepriser (olje og bomull) som fører til høyere produksjon- og transport kostnader	COGS på 39,5% av salgsinntekter, lavere enn 2015 nivå. Årsak: sterk rivalisering, stabile råvarepriser på dagens nivåer og effektivisering	COGS fallende frem til E2020 med 0,2% per år pga. sterk effektivisering i logistikkjeden og sourcing som følge av uthentede synergier.

Tabell 26 over viser de estimerte utfallene hvorav worst-case er vektet 30%, base-case er 60% og best-case som er mindre sannsynlig er 10%. Sannsynlighetene for utfallene er en skjønsmessig vurdering.

Worst-case gir en aksjepris på 15,69kr per aksje som er 44% lavere enn base-case (35,76kr per aksje). Sluttkursen på Kid 14 april 2016 var 28,3kr per aksje jf. Oslo Børs, en nedside på 55,44% dersom worst-case skulle inntreffe.

Tabell 27 Worst-case scenario

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Salgsinntekt	1 181 489	1 172 695	1 175 109	1 188 720	1 205 463	1 240 287	1 275 882	1 312 262	1 329 321	1 346 602
Totalvekst	-0,7 %	-0,7 %	0,2 %	1,2 %	1,4 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %	1,3 %	1,3 %
COGS	494 817	492 307	494 496	501 412	509 680	525 644	542 005	558 772	567 365	576 087
Bruttomargin	58,1 %	58,0 %	57,9 %	57,8 %	57,7 %	57,6 %	57,5 %	57,4 %	57,3 %	57,2 %
EBITDA	140 535	138 316	137 425	137 828	138 564	141 327	144 107	146 903	147 484	148 055
FCF	93 190	92 893	93 034	91 697	92 492	93 384	95 406	97 440	101 926	102 214

Aksjepris 15,69

Best-case scenario, vektet 10% gir en aksjepris lik 43,01kr per aksje som er 20,28% høyere enn base-case (35,76kr per aksje) og hele 274,15% bedre enn worst-case. Dersom best case skulle inntreffe, er oppsiden på 152%.

Tabell 28 Best-case scenario

	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020	E2021	E2022	E2023	E2024	E2025
Salgsinntekt	1 289 480	1 390 182	1 473 206	1 556 527	1 639 750	1 712 157	1 783 280	1 842 064	1 869 695	1 897 741
Totalvekst	8,4 %	7,8 %	6,0 %	5,7 %	5,3 %	4,4 %	4,2 %	3,3 %	1,5 %	1,5 %
COGS	508 700	548 427	581 180	614 050	646 882	675 446	703 504	726 694	737 595	748 659
Bruttomargin	60,5 %	60,5 %	60,5 %	60,5 %	60,5 %	60,6 %	60,5 %	60,6 %	60,5 %	60,5 %
EBITDA	184 724	199 150	211 044	222 980	234 902	245 275	255 464	263 885	267 843	271 861
FCF	113 665	126 055	142 210	150 594	158 919	168 897	176 618	185 260	194 473	197 194

Aksjepris 43,01

Gitt vektingen 10%, 30% og 60% på scenarioene kan det beregnes en vektet aksjepris. Den vektete aksjeprisen er 54 øre lavere enn børsnoteringskursen fra 2 november 2015.

Tabell 29 Sannsynlighetsfordeling for scenarioene

	Sannsynlighet	Pris per aksje
Worst-case	30 %	15,69
Base-case	60 %	35,76
Best-case	10 %	43,01
Vektet aksjepris	30,46	

Sannsynlighetsfordelingen valgt over er sensitiv som vil vises med en sensitivitetsanalyse i tabell 30 under. Vektingen som gir høyest aksjepris i denne sensitivitetsanalysen er 26% sannsynlighet for best-case og 32% sannsynlighet for worst-case (=42% base-case) vil gi en vektet aksjepris på 37,66kr.

Tabell 30 Sensitivitetsanalyse av best- og worst-case

		Best-case								
		10,00 %	12,00 %	14,00 %	16,00 %	18,00 %	20,00 %	22,00 %	24,00 %	26,00 %
worst-case	25,00 %	29,68	30,54	31,40	32,26	33,12	33,98	34,84	35,70	36,56
	26,00 %	29,84	30,70	31,56	32,42	33,28	34,14	35,00	35,86	36,72
	27,00 %	29,99	30,85	31,71	32,57	33,43	34,29	35,15	36,01	36,87
	28,00 %	30,15	31,01	31,87	32,73	33,59	34,45	35,31	36,17	37,03
	29,00 %	30,31	31,17	32,03	32,89	33,75	34,61	35,47	36,33	37,19
	30,00 %	30,46	31,32	32,18	33,04	33,90	34,77	35,63	36,49	37,35
	31,00 %	30,62	31,48	32,34	33,20	34,06	34,92	35,78	36,64	37,50
	32,00 %	30,78	31,64	32,50	33,36	34,22	35,08	35,94	36,80	37,66

Det er av interesse å se hvordan WACC og stabil vekstrate (g) påvirker aksjeprisen. Tabell 31 under viser at små endringer i både WACC og stabil vekstrate (g) gir store utslag i aksjeprisen. Tabell 31 er en forenkling da det i denne analysen kun antas én diskonteringsrente ut hele prognoseperioden, uten å kalkulere gjeldsgrad for hvert år. I virkeligheten kreves det ny WACC hvert år med mindre selskapet har streng finansieringspolicy. I prognoseperioden i base-case er gjennomsnitts WACC 7,23% (spredning fra 6,7% til 7,56%). Gitt stabil vekstrate på 1,3% så gir det en aksjepris på 37,9kr. Øker WACC med 0,5% synker aksjeprisen til 32,9kr per aksje, mens en reduksjon i WACC på 0,5% gir en aksjepris på 43,7kr per aksje.

Tabell 31 Sensitivitetsanalyse av beta og markedets risikopremie

		STEADY STATE VEKST (g)									
		0,50 %	0,70 %	0,90 %	1,10 %	1,30 %	1,50 %	1,70 %	1,90 %	2,10 %	2,30 %
WACC	5,73 %	50,5	52,5	54,6	57,0	59,5	62,3	65,3	68,7	72,4	76,6
	6,23 %	43,8	45,3	47,0	48,8	50,8	52,9	55,3	57,8	60,6	63,6
	6,73 %	38,1	39,4	40,7	42,2	43,7	45,4	47,2	49,2	51,3	53,6
	7,23 %	33,3	34,3	35,4	36,6	37,9	39,2	40,6	42,2	43,9	45,7
	7,73 %	29,1	30,0	30,9	31,9	32,9	34,0	35,2	36,4	37,7	39,2
	8,23 %	25,5	26,3	27,0	27,8	28,7	29,6	30,5	31,5	32,6	33,8
	8,73 %	22,4	23,0	23,6	24,3	25,0	25,8	26,6	27,4	28,3	29,2
	9,23 %	19,6	20,1	20,6	21,2	21,8	22,4	23,1	23,8	24,6	25,3
	9,73 %	17,1	17,5	18,0	18,5	19,0	19,5	20,1	20,7	21,3	22,0

Ved bruk av en «reverse engineering tilnærming» kan man se hvilke WACC som må til for å forsvare den observerte aksjeprisen på 29,5kr 14 april 2016. Gitt resultatregnskapet og balansen i base-case vil en WACC på 8,21% gi en sluttkurs den 14 april 2016 på 29,5 kr. En WACC på 8,21% er i snitt 1% høyere enn den WACC som ble brukt i base-case. Base-case WACC rangerer fra 6,7% i E2016 og opp til 7,56% i E2025. Markedet legger til grunn 1% høyere kapitalkostnaden enn base-case i snitt. Det vil si at markedet priser inn mye usikkerhet rundt Kids evne til å generere videre vekst.

14. Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse vil bli brukt som en rimelighetssjekk for å vurdere estimert aksjepris beregnet i foregående kapittel. Sensitivitetsanalysen over viser tydelig at verdiene kan sprike mye og at de er basert på skjønnsmessig vurderinger. Som forklart i kapittel 7.3 er metoden et greit supplement for verdsettelsen. Dataene til de sammenlignbare selskapene er hentet fra Yahoo finance for alle selskap inkludert Kid på grunn av tidsmessig hensyn. Kids data er også hentet fra Yahoo finance for ikke å skape for store avvik mellom de sammenlignbare selskap i tallmateriale.

Dataene bak kalkulasjonene er hentet fra forskjellige kilder og kalkulert av Yahoo finance og kopiert inn i tabell 32. Tabellen viser store forskjeller i P/E mellom selskapene hvorav BBBY og Kid virker mest like. Kid har de lavest verdier i P/E og P/B som kan indikere at selskapet prises lavt i forhold til sammenlignbare selskap.

Svakheter i multiplene er at selskapene ikke er 100% sammenlignbare. Det har vært vanskelig å finne perfekt sammenlignbare selskaper som er børsnotert. Derfor er det svakheter tilknyttet ulike størrelser, vekstmuligheter, avkastningskrav, skattenivå, investeringsbehov og strategi for referanseselskapene.

Tabell 32 Komparative multipler

Komparative selskap	Trailing P/E	EV/Salg	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Bed Bath & Beyond (BBBY)	8,92x	0,69x	4,87x	5,33x	2,84x
Europris	25,32x	1,56x	12,29x	13,55x	4,10x
XXL	28,51x	2,18x	19,83x	30,32x	3,93x
BoConcept Holding A/S (BOCON-B.CO)	25,20x	1,01x	11,22x	21,72x	5,77x
Kid	8,81x	1,22x	7,56x	11,84x	1,28x
Damodaran gj.snitt av 124 detaljhandler	28,43x	1,12x	8,81x	17,19x	3,51x
<i>Gjennomsnitt</i>	20,86x	1,30x	10,76x	16,66x	3,57x
<i>Median</i>	25,26x	1,17x	10,01x	15,37x	3,72x

Tabell 33 under viser en sortering av de laveste og høyeste verdsettelsesmulighetene. Ved først å sortere de laveste og høyeste multiplene innenfor de forskjellige nøkkeltallene og deretter multiplisere ut nevneren finner man spredningen i verdsettelsen. Implikasjonen er at

verdsettelsen vil ligge mellom laveste og høyeste verdi. Kid havner mellom intervallet med unntak av P/B. Årsaken at multippel er beregnet ved bruk av base-case og er ikke vektet med worst-case og best-case. Lav P/B indikerer at markedet har lave forventinger til selskapets evne til verdiskapning.

Det er verdt å nevne at Gjelsten kjøpte Kid i 2012 for 950 MNOK tilsvarende 6x EBITDA. Tabell 32 over viser at Kid verdsettes til 7,56x EBITDA som tilsvarer en verdi på 33,59kr aksjen, mens 6x EBITDA i dag ville resultert i en aksjepris på 26,70kr aksjen.

Tabell 33 Komparative multippel spredning

	Spredning		Pris (i tusen kr)		Pris per aksje	
	Lav	Høy	Lav	Høy	Lav	Høy
Trailing P/E	8,81x	28,51x	1 059 176	3 427 594	26,06	84,3
EV/Salg	0,69x	2,18x	869 724	2 747 822	21,4	67,6
EV/EBITDA	4,87x	19,83x	879 369	3 580 675	21,6	88,1
EV/EBIT	5,33x	30,32x	799 277	4 549 319	19,7	111,9
P/B	1,28x	5,77x	1 265 578	5 704 986	31,1	140,4

Antall aksjer 40 645 162

Implikasjonen fra tabell 34 under er at den komparative verdsettelsen ligger i området rundt aksjeprisen på 30,46 kroner fra scenarioanalysen med unntak av EV/EBIT.

Tabell 34 Komparativ verdsettelse viser aksjepris gitt multiplene i tabell 32 basert på E2016 regnskapsdata.

	Trailing P/E	EV/Salg	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Verdi Kid	26,06	37,83	33,59	52,59	31,14

15. Konklusjon

Problemstillingen i masteravhandlingen var å estimere verdien av Kid AS og deretter evaluere om Gjelstens utsagn om underprising stemmer. Gitt forskningsresultatene i kapittel 4.2 vedrørende historisk avkastning på børsnoterte selskap var det ventet at Gjelsten hadde rett i utsagnet. Nylig børsnoterte selskap har i snitt gitt en avkastning på 8% i Norge.

Tabell 35 Konklusjon – Har Gjelsten grunn til å være misfornøyd?

KID ASA	DCF vektet	Trailing P/E	EV/Salg	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B
Egenkapitalverdi (i 1000kr)	1 215 602	1 059 176	1 537 772	1 365 098	361 446	450 825
Aksjepris	30,46	26,06	37,83	33,59	52,59	31,14
Børsnoteringskurs	31	31	31	31	31	31
Differanse	-1,7 %	-15,9 %	22,0 %	8,3 %	69,7 %	0,4 %
Underpriset?	Nei	Nei	Ja	Ja	Ja	Nei

Den estimerte egenkapitalverdien til Kid ASA er på 1,2 mrd. Kr (14 april 2016) som tilsvarer en aksjepris på 30,46kr. Det tilsvarer en nedside på 1,7% fra børsnoteringskursen og en oppside på 7,6% mot sluttnoteringskursen målt 14 april 2016 på Oslo Børs som var 28,30kr per aksje. Den endelig vurderingen er at Gjelsten ikke har noen grunn til å være misfornøyd børsnoteringskursen på 31kr aksjen. Årsaken til at Gjelsten er skuffet må være at han er mer positiv til Kids framtidsutsikter som vekstmuligheter og kostnadsbesparende synergieffekter.

Kildeliste

15.1 Bøker

Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. (2014): Principles of corporate finance. 11. Global Utgave. New York, NY: McGraw Hill Higher Education.

Benninga, S. (2014): Financial modelling. 4. Utgave, Cambridge, MA: MIT Press.

Berk, J. & Demarzo, P. (2014): Corporate finance. 3. Utgave, Boston, London Pearson

Bøhren, Ø. & Michalsen, D. (2006): Finansiell økonomi – teori og praksis. 3. Utgave. Bergen: Fagbokforlaget

Damodaran, A. (2002): Investment valuation tools and techniques for determining the value of any asset. 2. Utgave. New York: Wiley, John & Sons.

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2005): Exploring corporate strategy. 7. Utgave, Harlow: Financial Times Prentice Hall.

Kaldestad, Y. og Møller, B., 2011. Verdivurdering teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 1. Utgave. Oslo: Revisorforeningen

Koller, T. Goedhart, M., Wessels, D. (2010): Valuation – Measuring and managing the value of companies. 4. Utgave. New Jersey: Wiley, John & Sons

Kristoffersen, T. (2008): Årsregnskap – en grunnleggende innføring. 2. Utgave. Bergen: Fagbokforlaget

Myers, P., Hulks S. & Wiggins L., (2012): Organizational change: Perspectives on theory and practice. Oxford: Oxford University Press.

Roos, G., Krogh, G.V., Roos, J. & Fernström, L. (2005): *Strategi – en innføring*. 4. Utgave. Bergen: Fagbokforlaget.

Silverman, D. (2014): *Interpreting qualitative data*. 5. Utgave. United Kingdom: Sage Publications

15.2 Artikler

Synergier

Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001): New Evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15(2), s. 103-120

Bradley, M., Desai, A. & Kim, E.H. (1988): Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, 21(1), s.. 3–40.

Hitt, M.A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K. and Zhu, H. (2009): Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, 52(6), s. 523–529.

Kelly, J., Cook, C. & Spitzer, D. (1999): Mergers and acquisitions: Global research Report 1999, KPMG, UK member firm of KPMG international.

Kotter, J.P. (1995): Leading change: why transformation fails. *Harvard Business Review* 1995, s. 59-67

Laamanen, T. (2007): On the role of acquisition premium in acquisition research. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1359-1369.

Sirower, M.L. (1997). *The synergy trap: How Companies lose the acquisition game*. The Free Press: New York.

IPO

Brau, J.C. & Fawcett, S.E. (2006): Evidence on what CFOs think about the IPO process: Practice, theory, and managerial implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), s. 107-117.

Ibbotson, J., Sindelar, L. & Ritter, J.R. (1994): The market's problems with the pricing of initial public offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1), s. 66-74

Ljungqvist, A. P. (2007): IPO Underpricing. kap. 7 i Eckbo, B.E. (ed.): *Handbook of corporate finance: Empirical corporate finance* (Amsterdam: Elsevier/North-Holland). S. 375-422

Loughran, T. & Ritter, J. R., (2002): Why has IPO underpricing changed over time? Washington, DC Meetings s. 5-37

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998): Why do companies go public? An empirical analysis, *The Journal of Finance*, 13(1), s. 27-64

Seth, A. (1990a): Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. *Strategic Management Journal*, 11(2), s. 99–115

Seth, A. (1990b): Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 11(6), s. 431–446.

Singh, H. & Montgomery, C., (1987): Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), s. 377–386.

Ritter, J. R. (1987): The cost of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), s. 269-281

Annet

Barney, J. (1991): Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), s. 99-120.

Barney, J. (1995): Looking inside for competitive advantage. *Academy of Management Perspectives*, 9(4), s. 49-61

Damodaran, A. (2015): Equity risk premiums (ERP): Determinants, estimation and implications – the 2015 Edition, *SSRN Electronic Journal*. S. 1-120.

Grundy, T. (2006): Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model. *Strategic Change*, 15(5), s. 213-229.

Mintzberg, H. (1980): Structure in 5's: A synthesis of the research on organization design. *Management Science*, 26(3), s. 322-341.

Malmi, T. & Brown, D.A. (2008): Management control systems as a package – Opportunities, challenges and research directions. *Management Accounting Research*, 19(4), s. 287-300

Teece D.J. (2007): Explicating Dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28(13), s. 1319-1350

15.3 Internett lenker

NewsWeb (2016) Tilgjengelig på:

<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=392703> (Åpnet: 11 mai 2016).

Vold A.J. Dette betyr statsbudsjettet for arbeidslivet (Ingen dato) Tilgjengelig på:

<http://www.adekvat.no/ukens-tips/2015/statsbudsjettet-2016> (Åpnet: 11 mai 2016).

Tax rates online (2015) Tilgjengelig på: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online.html> (Åpnet: 11 mai 2016).

Østgårdsgjelten, R. and Solberg, K.L. (2015) Slik vil EU gjøre det enklere for deg å handle på nett. Tilgjengelig på: <http://www.aftenposten.no/okonomi/EU-forslag-Enklere-netthandel-8009474.html> (Åpnet: 11 mai 2016)

Fund, I.M. (2015) World economic outlook database October 2015. Tilgjengelig på:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx> (Åpnet: 11 Mai 2016)

Arbeids- og velferdsetaten (2016) Femti tusen fikk varsel om oppsigelse eller permittering i fjor. Tilgjengelig på:
<https://www.nav.no/no/NAV+og+samfunn/Statistikk/Arbeidssokere+og+stillinger+-+statistikk/Nyheter/femti-tusen-fikk-varsel-om-oppsigelse-eller-permittering-i-fjor> (Åpnet: 11 mai 2016).

Horgmo, E. (2015) Halve Norge pusser opp boligen. Tilgjengelig på:
<http://blogg.prognosesenteret.no/halve-norge-foretar-oppussing-av-boligen-arlig/> (Åpnet: 11 Mai 2016).

Vi pusser opp for 53 milliarder (2010) Tilgjengelig på: <http://www.nrk.no/okonomi/vi-pusser-opp-for-53-milliarder-1.7198727> (Åpnet: 11 Mai 2016).

Sørheim, T.I. (2012) Vi pusser opp for 60 milliarder i år. Tilgjengelig på:
<http://e24.no/privat/eiendom/vi-pusser-opp-for-60-milliarder-i-aar/20276396> (Åpnet: 11 mai 2016).

Cotton - daily price - commodity prices - price charts, data, and news (ingen dato)
Tilgjengelig på: <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=cotton&months=120>
(Åpnet: 11 mai 2016).

Solem, L.K. (2005) – tar mye lavere risiko. Tilgjengelig på:
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/05/20/Bjrn-Rune-Gjelsten/-tar-mye-lavere-risiko>
(Åpnet: 11 mai 2016).

Leksikografi (2016) Synergi – store norske leksikon. Tilgjengelig på: <https://snl.no/synergi>
(Åpnet: 11 mai 2016).

Damodaran online: Home page for Aswath Damodaran (ingen dato) Tilgjengelig på:
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Åpnet: 11 mai 2016).

Armstrong, V. and Lilleby, J. (2016) – Stortinget forstår ikke krisen mange bedrifter befinner seg i nå. Tilgjengelig på: <http://e24.no/makro-og-politikk/skatt/stortinget-forstaar-ikke-krisen-mange-bedrifter-befinner-seg-i-naa/23675530> (Åpnet: 11 mai 2016).

<http://stats.oecd.org/> (Åpnet: 02 februar 2016).

<http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Bransjeanalyse%20M%C3%B8bel%20og%20interi%C3%B8r%202014.pdf> (Åpnet: 02 februar 2016).

<http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/Bransjeanalyse%20M%C3%B8bel%20og%20interi%C3%B8r%202014.pdf> (Åpnet: 08 februar 2016).

http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/M%C3%B8bel%20og%20interi%C3%B8rbransjene%202013_jkj.pdf (Åpnet: 08 februar 2016).

<http://www.kid.no/Info/Article.aspx?id=314> (Åpnet: 12 februar 2016).

http://www.union.no/wp-content/uploads/marketreport_2005_q3.pdf (Åpnet: 29 februar 2016).

http://www.fabritius.no/index.php?option=com_k2&view=itemlist&layout=category&task=&id=&Itemid=531 (Åpnet: 29 februar 2016).

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2015/> (Åpnet: 09 mars 2016).

<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectout/pivot.asp?checked=true> (Åpnet: 13 april 2016).

<http://www.euroinvestor.no/boerser/gtis-energy/brent-oil/2327059/historikk> (Åpnet: 18 april 2016).

<http://www.virke.no/talloganalyse/Documents/M%C3%B8bel%20og%20interi%C3%B8rbransjene%202015.pdf> (Åpnet: 20 april 2016).

16. Figurer og tabeller

Figurer

Figur 1 Gjelsten Holding AS investeringer (Kilde: Gjelsten.no 11 februar 2016)	2
Figur 2 Kid 130 egneide butikker (Kilde: Prospekt)	4
Figur 3 Markedsandeler, 2014 (Virke, Møbler og interiørbransjene 2014, 27 januar 2016).....	5
Figur 4 Omsetning 2014 (Kilde: Proff.no).....	5
Figur 5 Antall børsnoteringer, YTD 2016 3 Mars 2016 (Kilde: Oslo Børs).....	14
Figur 6 Oslo Børs utvikling og antall børsnoteringer (Kilde: Oslo Børs).....	15
Figur 7 Kartlagt bevis på motiver bak børsnotering (Kilde: Brau & Fawcett, 2006)	15
Figur 8 Gjennomsnittlig avkastning på å investere i IPO (Kilde: Loughran m.fl.,1994, oppdatert 2015)	17
Figur 9 Norske statsobligasjoner pr. april 2016 (Kilde: Norges Bank)	19
Figur 10 Strategisk analyse rammeverk	30
Figur 11 Oljepris utvikling 2 siste årene (Kilde: Euroinvestor).....	31
Figur 12 USD/NOK siste 5 årene (Kilde: Norges Bank)	32
Figur 13 Bomullspriser (Kilde: Indexmundi).....	32
Figur 14 Selskapskatt (Kilde: KPMG, lest 19 april 2016).....	33
Figur 15 Prognostisert styringsrenten (Kilde: Norges Bank).....	35
Figur 16 BNP per innbygger og PPP \$000 i 2015 (Kilde: IMF world bank)	35
Figur 17 Prognose vekst i BNP fra foregående år (Kilde: OECD)	36
Figur 18 Arbeidsledighet (Kilde: OECD)	37
Figur 19 Privat konsum (Kilde: OECD)	37
Figur 20 Årlig investert beløp i oppussing (Kilde; Prognosesenteret- Halve Norge foretar oppussing av boligen årlig, E24-Vi pusser opp for 60 milliarder i år, og NRK-Vi pusser opp for 53 milliarder)	38
Figur 21 Omsetningsutvikling via netthandel i MNOK (Kilde: Virke, Møbel og Interiørbransjene 2014 og 2015, lest 21 april 2016).....	39
Figur 22 PESTEL oppsummering	41
Figur 23 Rivaliseringsaksen	42
Figur 24 Fordelingsaksen	42
Figur 25 Porters fem gjensidig avhengig krefter (Kilde: Porter, 1979)	42
Figur 26 Oppsummering Porters 5 krefter	49
Figur 27 VRIO (Kilde: Barney 1991 og 1995)	50
Figur 28 Bransje kundeloyalitet (kilde: Norsk Kundebarometer).....	51
Figur 29 Bransje kundetilfredshet (kilde: Norsk Kundebarometer).....	52
Figur 30 Verdikjede (Kilde: Prospekt, 2015).....	54
Figur 31 Maskinbyråkrati (kilde: Mintzberg, 1980)	55
Figur 32 Omgruppering av balansen (Kilde: Kaldestad og Møller, 2011)	58
Figur 33 Utvikling på driftsmargin	63
Figur 34 Avkastning på sysselsatt kapital (ROCE) og konkurrenter	64
Figur 35 Likviditetsgrad 1	65
Figur 36 Likviditetsgrad 2	65
Figur 37 Gjennomsnittlig varelagertid	66
Figur 38 Egenkapitalandel	67
Figur 39 Egenkapitalandel for børsnoterte foretak (Kilde: SSB).....	67
Figur 40 Rentedeckningsgrad ekskludert rentekostnader på leasing	68
Figur 41 Beta regresjon Kid mot MSCI Verden, 2 november 2015 til 14 april, daglig slutt noteringer	71

Tabeller

Tabell 1 Fusjoner og oppkjøp motiver (Kilde: Boye og Meyer, 2008).....	7
Tabell 2 Fri kontantstrøm til egenkapital (Kilde: Boye og Meyer, 2008).....	26
Tabell 3 Fri kontantstrøm til total kapital (Kilde: Boye og Meyer, 2008).....	27
Tabell 4 Oppsummering VRIO	57
Tabell 5 Omgruppert balanse	59
Tabell 6 Justert EBITDA og EBIT.....	61
Tabell 7 Sammenlignbare selskap (peers).....	62
Tabell 8 Syntetisk rating (Kilde: Damodaran, people.stern.nyu.edu/adamodar/ , sist oppdatert januar 2016).....	69
Tabell 9 Syntetisk rating	69
Tabell 10 Levered og unlevered beta justert for kontanter	72
Tabell 11 Endret kapitalstruktur.....	72
Tabell 12 Nye forholdstall.....	72
Tabell 13 Relever Beta.....	73
Tabell 14 Kapitalstruktur inkludert kapitalisert leasing 14 april 2016.....	74
Tabell 15 WACC prognose	75
Tabell 16 Antall butikker og nyåpninger	78
Tabell 17 Total prognose på salgsinntektsvekst.....	78
Tabell 18 COGS og OPEX prognostisering.....	79
Tabell 19 Estimerte investeringskostnader	80
Tabell 20 Estimerte avskrivninger av investeringer.....	81
Tabell 21 Netto varige driftsmidler	81
Tabell 22 Endring i arbeidskapital beregninger	82
Tabell 23 Base case fri kontantstrøm prognose	83
Tabell 24 Nåverdi av fri kontantstrøm og terminalverdi.....	84
Tabell 25 Markedsverdi på egenkapital per aksje.....	84
Tabell 26 Scenarioanalyse for worst, base og best case med vektning 30%, 60% og 10%.....	85
Tabell 27 Worst-case scenario	86
Tabell 28 Best-case scenario	86
Tabell 29 Sannsynlighetsfordeling for scenarioene	86
Tabell 30 Sensitivitetsanalyse av best- og worst-case	87
Tabell 31 Sensitivitetsanalyse av beta og markedets risikopremie	87
Tabell 32 Komparative multipler	89
Tabell 33 Komparative multiplene spredning.....	90
Tabell 34 Komparativ verdsettelse viser aksjepris gitt multiplene i tabell 32 basert på E2016 regnskapsdata.	90
Tabell 36 Konklusjon – bør Gjelsten være misfornøyd?	91

17. Vedlegg

Vedlegg 1

Konsolidert Resultatregnskap (i 1000 NOK)

	2012	2013	2014	2015
Salgsinntekter	927 919	1 031 779	1 136 104	1 189 726
COGS	352 607	404 762	439 417	498 267
Bruttofortjeneste	575 312	627 017	696 687	691 459
	62,0 %	60,8 %	61,3 %	58,1 %
Driftskostnader				
Lønn og ansattfordeler	214 173	232 633	260 185	271 342
Leie kostnader	124 468	130 319	142 597	153 565
Markedsføring	57 973	61 869	65 746	67 736
Andre driftsutgifter	39 313	45 804	51 103	61 389
EBITDA	139 385	156 392	177 056	137 427
Avskrivninger og amortisering	16 907	18 168	19 848	24 447
Driftsresultat (EBIT)	122 478	138 224	157 208	112 980
Driftsmargin	21,3 %	22,0 %	22,6 %	16,3 %
Finansielle inntekter og kostnader				
Finansinntekter	288	906	393	471
Finanskostnader	57 516	42 668	32 907	26 225
Andre netto (tap)/gevinster valutaderivater	-7 375	13 256	7 002	36 611
Realisert tap/gevinster valuta derivater	-2 321	5 604	9 601	22 405
Urealisert tap/gevinster valuta derivater	-5 054	7 652	-2 599	14 206
Endringer i virkelig verdi og finansielle omløpsmidler	-15 568	501	-10 825	5 537
Netto finansresultat	-80 171	-28 005	-36 337	16 394
Resultat før skatt (EBT)	42 307	110 219	120 871	129 374
Skatt	12 036	16 429	32 705	5 297
Årsresultat (Net Income)	30 271	93 790	88 166	124 077
	28,45 %	14,91 %	27,06 %	4,09 %

ANDRE INNTEKTER OG KOSTNADER

Netto gevinster/tap ved kontantstrømssikring(hedges)	-4 546			
Utbytte/konsern bidrag	0	0	0	0
Henføres til egenkapitalen	25 725	93 790	88 166	124 077

Vedlegg 2

Konsolidert Balanse (i 1000 NOK)

	2 011	2012	2013	2014	2015
Eiendeler					
Varemerke	1 459 585	1 459 585	1 459 585	1 459 585	1 459 585
Andre immaterielle eiendeler	1 974	1 201	2	0	0
Totale immaterielle eiendeler	1 461 559	1 460 786	1 459 587	1 459 585	1 459 585
Anleggsmidler (P.P.E)	34 696	36 575	50 718	69 891	86 081
Sum anleggsmidler	1 496 255	1 497 361	1 510 305	1 529 476	1 545 666

Varelager	180 779	142 292	151 717	201 053	215 211
Kundefordringer	1 535	1 306	2 027	1 844	2 996
Andre fordringer	17 478	16 756	8 779	11 169	23 322
Derivater	1 875	0	2 599	0	14 206
Totale fordringer	20 888	18 062	13 405	13 013	40 524
Kontanter og bankinnskudd	93 370	111 325	77 653	99 070	230 373
Totale omløpsmidler	295 037	271 679	242 775	313 136	486 108
Totale eiendeler	1 791 292	1 769 040	1 753 080	1 842 612	2 031 774
Egenkapital og gjeld					
Aksjekapital	35 000	42 000	42 000	42 000	48 774
Overkurs (share premium)	0	156 874	156 874	156 874	321 049
Annen innskutt egenkapital	0	0	12 005	37 718	64 617
Andre reserver	4 546	0	0	0	0
Opptjent egenkapital	231 584	261 856	343 642	406 090	510 532
Total Egenkapital	271 130	460 730	554 521	642 682	944 972
Pensjonsforpliktelse	411	233	90	15	0
Utsatt skatt	397 427	403 027	390 582	389 084	371 143
Samlede avsetninger	397 838	403 260	390 672	389 099	371 143
Gjeld til kredittinstitusjoner	992 393	702 930	576 256	555 496	525 761
Derivater	0	15 568	15 067	25 892	0
Total langsiktig gjeld	992 393	718 498	591 323	581 388	525 761
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	50 000	50 000	45 000	0
Leverandørgjeld	27 578	26 343	16 278	22 255	38 785
Betalbar skatt	0	4 668	28 873	34 205	21 739
Betalbar offentlig utgifter	51 330	55 833	65 492	62 186	69 634
Derivater	3 212	5 054	0	0	0
Annen kortsiktig gjeld	47 809	44 654	55 920	65 798	59 740
Total kortsiktig gjeld	129 929	186 552	216 563	229 444	189 898
Total Gjeld	1 520 160	1 308 310	1 198 558	1 199 931	1 086 802
Total egenkapital og gjeld	1 791 290	1 769 040	1 753 079	1 842 613	2 031 774

Vedlegg 3

Omgruppert resultatregnskap Kid ASA (i 1000 NOK)		2012	2013	2014	2015
	Salgsinntekter	927 919	1 031 779	1 136 104	1 189 726
-	Varekostnad (COGS)	352 607	404 762	439 417	498 267
=	Bruttofortjeneste	575 312	627 017	696 687	691 459
	<i>Bruttomargin</i>	<i>62,0 %</i>	<i>60,8 %</i>	<i>61,3 %</i>	<i>58,1 %</i>
-	Lønnskostnad	214 173	232 633	260 185	271 342
-	Leasing kostnader	124 468	130 319	142 597	153 565
-	Andre driftskostnader	97 286	107 673	116 849	129 125
=	EBITDA	139 385	156 392	177 056	137 427
	Engangsposter				
+	Reallokering av ny lagerbygning	0	0	0	3 700

+ IPO relaterte kostnader	0	0	0	5 800
Justert EBITDA	139 385	156 392	177 056	146 927
- Avskrivninger og amortisering	16 907	18 168	19 848	24 447
= EBIT (driftsresultat)	122 478	138 224	157 208	122 480
+ Leasing kostnader	124 468	130 319	142 597	153 565
- Avskrivninger på leasing	77 120	105 463	126 560	119 544
Justert EBIT (Driftsresultat)	169 826	163 080	173 245	156 501
+ Finansinntekter	288	906	393	471
- Finanskostnader	57 516	42 668	32 907	26 225
+/- Netto gevinster/tap valutaderivater	-7 375	13 256	7 002	36 611
+/- Endringer i virkelig verdi i finansielle omløpsmidler	-15 568	501	-10 825	5 537
= EBT	89 655	135 075	136 908	172 895
- Skattekostnad	25 506	16 429	32 705	5 297
= ÅRSRESULTAT (Net Income)	64 149	118 646	104 203	167 598
- Utbytte	0	0	0	0
= Henføres til egenkapitalen	64 149	118 646	104 203	167 598

Vedlegg 4

OMGRUPPERT BALANSE (i 1000 NOK)

	2011	2012	2013	2014	2015
Eiendeler					
Immaterielle eiendeler	1 461 559	1 460 786	1 459 587	1 459 585	1 459 585
+ Varig driftsmidler	34 696	36 575	50 718	69 891	86 081
Kapitalisert driftsrelatert leasing	426 680	447 727	468 773	512 939	623 324
= Driftsrelaterte anleggsmidler	1 922 935	1 945 088	1 979 078	2 042 415	2 168 990
+ Varelager	180 779	142 292	151 717	201 053	215 211
+ Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer	19 013	18 062	10 806	13 013	26 318
+ Kontanter og kontantekvivalenter	18 027	18 558	20 636	22 722	23 795
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	217 819	178 912	183 159	236 788	265 324
= SUM DRIFTSEIENDELER	2 140 754	2 124 000	2 162 237	2 279 203	2 434 314
Langsiktig finansielle fordringer (lån tilknyttede selskaper)	0	0	0	0	0
Langsiktige finansielle investeringer	0	0	0	0	0
+ Finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	0
= Finansielle fordringer (derivater)	1 875	0	2 599	0	14 206
Investeringer	0	0	0	0	0
+ Overflødig kontanter	75 343	92 767	57 017	76 348	206 578
+ Finansielle omløpsmidler	77 218	92 767	59 616	76 348	220 784
= SUM FINANSIELLE EIENDELER	77 218	92 767	59 616	76 348	220 784
SUM EIENDELER	2 217 972	2 216 767	2 221 853	2 355 551	2 655 098
EGENKAPITAL OG GJELD					
Aksjekapital	35 000	42 000	42 000	42 000	48 774
+ Overkurs	0	156 874	156 874	156 874	321 049
+ Annen innskutt egenkapital	0	0	12 005	37 718	64 617
+ Andre reserver	4 547	0	0	0	0
+ Opptjent egenkapital	231 584	261 856	343 642	406 090	510 532
+ EGENKAPITAL	271 131	460 730	554 521	642 682	944 972
= Langsiktig rentefri gjeld (utsatt skatt)	397 427	403 027	390 582	389 084	371 143
+ Annen langsiktig rentefri gjeld (Pensjonsforpliktelser)	411	233	90	15	0
+ Kapitalisert driftsrelatert leasing	426 680	447 727	468 773	512 939	623 324
= Langsiktig driftsrelatert gjeld	824 518	850 987	859 445	902 038	994 467
+ Leverandørgjeld	27 578	26 343	16 278	22 255	38 785
+ Derivater	3 212	5 054	0	0	0
+ Betalbar skatt	0	4 668	28 873	34 205	21 739
+ Skyldig (betalbar) offentlig avgifter	51 330	55 833	65 492	62 186	69 634

+ Annen kortsiktig gjeld	47 809	44 654	55 920	65 798	59 740
+ Kortsiktig rentefri gjeld	129 929	136 552	166 563	184 444	189 898
= DRIFTSRELATERT GJELD	954 447	987 539	1 026 008	1 086 482	1 184 365
= Langsiktig rentebærende gjeld	992 393	718 498	591 323	581 388	525 761
Kortsiktig rentebærende gjeld	0	50 000	50 000	45 000	0
+ FINANSIELL GJELD	992 393	768 498	641 323	626 388	525 761
= SUM EGENKAPITAL OG GJELD	2 217 971	2 216 767	2 221 852	2 355 552	2 655 098

Vedlegg 5

År	Forpliktelse	Nåverdi
1	157 549	146 149
2	140 294	120 726
3	140 294	111 991
4	140 294	103 887
5	106 348	73 053
6	106 348	67 767
Kapitalisert leasing 2015		623 573
Gjeldskostnad		7,80 %

EBIT justert for leasing (i 1000kr)	2015
EBIT	122 480
+Årets leasing kostnader	153 565
-Leasing avskrivninger	124 715
Justert EBIT	151 330



Norges miljø- og biovitenskapelig universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway