

Henrik Rodem Normann

Verdsettelse av Eniro AB

Fundamental analysis of Eniro AB

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2020

Henrik Rodem Normann

Verdsettelse av Eniro AB

Fundamental analysis of Eniro AB

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Hans Marius Eikseth

April 2020

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet

Fakultet for økonomi

NTNU Handelshøyskolen



NTNU

Kunnskap for en bedre verden

Forord

Dette er en semesteroppgave innen finansiell styring skrevet av én student ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. I oppgaven tar jeg for meg verdsettelsen av det svenske selskapet Eniro AB. Oppgaven har som hensikt at jeg skal anvende den kunnskapen jeg har tilegnet meg igjennom studiet Økonomi og Administrasjon ved NTNU og å sette denne kunnskapen i en relevant sammenheng. I dette tilfellet er dette gjort igjennom en verdsettelse.

I verdsettelsen av Eniro anvendes kunnskap fra områdene finans, økonomistyring, strategi og metodefag. I tillegg er det anvendt noe kunnskap rundt markedsføring og markedsføringsbransjen. Verdsettelsesprosessen har bydd på ulike utfordringer og har vært tidvis krevende. Dette anser jeg som positivt for læringsutbyttet av arbeidet med oppgaven.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning.

Trondheim, 22. april 2020

Henrik Rodem Normann

Sammendrag

Semesteroppgaven tar for seg en verdsettelse av Eniro AB. Oppgavens formål er å beregne en aksjekurs for selskapet per 31.12.18 basert på tilgjengelige kvantitative og kvalitative data. Avslutningsvis vurderes prisen som blir beregnet opp mot faktisk aksjepris for samme dato.

For å skape et godt grunnlag for den kommende selskapsanalysen innledes oppgaven med en presentasjon av Eniro AB som selskap og markedsføringsbransjen som helhet. Videre følger en kort redegjørelse for metode og nærmere forklaringer om oppgavens innhold. Selskapsanalysens første del er en strategisk analyse av selskapets interne og eksterne forhold med grunnlag i modellene VRIO, Porters femkraftsmodell og PESTEL. Høydepunktene fra analysen blir avslutningsvis presentert i et SWOT-diagram som belyser noen av de strategisk viktigste faktorene for Eniros fremtidige lønnsomhet.

Etter den strategiske analysen følger en kvantitativ analyse, i form av en regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen søker å belyse viktige nøkkeltall knyttet til Eniros lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet.

Resultatene fra den kvalitative og kvantitative analysen gir grunnlag for å gjøre en verdsettelse ved hjelp av kontantstrømmodellen. Analysen bunnet ut i en beregnet aksjepris per 31.12.18 på 2.68 SEK. Den faktiske aksjeprisen lå vesentlig lavere på samme tidspunkt med en pris på 1.09 SEK. Jeg stiller spørsmål til hvorvidt aksjen var underpriset på tidspunktet, men belyser samtidig i sensitivitetsanalysen at resultatene er usikre grunnet at aksjeprisen til Eniro AB har svært stor følsomhet for små variasjoner i sentrale nøkkeltall som WACC og fremtidig vekstrate.

Abstract

This thesis is a valuation of Eniro AB. The purpose is to calculate a stock price for the company on December 31st of 2018 based on accessible quantitative and qualitative data. In the conclusion of the thesis the calculated stock price is compared to the actual stock price for the same period.

To create a good foundation for the analysis of the company, the thesis starts with a brief presentation of Eniro AB as a company and the marketing industry which it operates in. Further, a short presentation of the chosen methodology used for the thesis and closer explanations regarding its contents. Following the methodology chapter is the strategic analysis of the company's internal and external resources. The analysis is done with the use of PESTEL-analysis, Porter's five forces and VRIO. The headlines from the strategic analysis are presented in a SWOT-diagram, showing what I regard as the most important strategic factors for profitability in Eniro AB.

The quantitative analysis aims to shed light on important key numbers connected to the company's profitability, financing and liquidity. The analysis is done using numbers from Eniro's yearly reports and financial statements.

The findings are then used in the valuation of Eniro using the discounted cash flow-method. Based on the analysis I conclude with a calculated stock price for Eniro AB on December 31st 2018 of 2.68SEK. The actual stock price was considerably lower at the time, with a price of 1.09SEK. I debate whether the stock was undervalued, but also argue in a sensitivity analysis that the stock price of Eniro is very sensitive to small variations in the values of WACC and future growth rates.

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	1
1.1 Selskapsbeskrivelse	2
1.2 Bransjebeskrivelse	3
2. Metodikk	4
2.1 Valg av oppgave	4
2.2 Utforming av problemstilling	4
2.3 Validitet og reliabilitet	5
3. Strategisk analyse	5
3.1 Intern analyse – VRIO	5
3.2 Ekstern analyse	7
3.2.1 PESTEL-analyse	7
3.2.2 Porters femkraftsmodell	10
3.3 SWOT	13
4. Regnskapsanalyse	14
4.1 Lønnsomhet	14
4.1.1 Driftsmargin	14
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet (<i>RTK</i>)	15
4.1.3 Egenkapitalrentabilitet (<i>REK</i>)	17
4.2 Finansiering og soliditet	17
4.2.1 Finansieringsgrad 1	18
4.2.2 Arbeidskapital	19
4.2.3 Gjeldsgrad	20
4.2.4 Egenkapitalandel	21
4.3 Likviditet	22
4.3.1 Likviditetsgrad 1	22
4.4 Oppsummering/Avsluttende kommentar til analysen	24

5.	Verdsettelse	24
5.1	Fremtidsregnskap	24
5.2	Avkastningskrav	28
5.3	Diskontert kontantstrøm (DCF)	32
6.	Sensitivitetsanalyse.....	33
7.	Konklusjon.....	34
8.	Drøfting og kritikk av oppgaven	35
9.	Kilder og vedlegg	37
9.1	Kilder.....	37
9.2	Vedlegg 1: Betaberegning i Excel.pdf	39
9.3	Vedlegg 2: Beregninger knyttet til kontantstrøm.....	39

1. Innledning

Motivasjon for oppgaven

Eniro er et selskap som har gjennomgått store endringer de siste årene har gått igjennom store endringer i markedet og sin markedsposisjon. Det har gått fra å være et selskap som har operert som en tilnærmet monopolist på starten av 2000-tallet, til i dag å operere i et svært konkurranseutsatt. Selskapet er fortsatt stort, men holder langt fra størrelsen de hadde i sin storhetstid Dette har også hatt stor påvirkning på aksjekursen. Et selskap i sterk endring sees på som interessant å se nærmere på.

Problemstilling

Denne oppgaven har følgende problemstilling: «Hva er Eniro AB verdt per aksje den 31.12.2018?»

Avgrensning

Oppgaven baserer seg kun på offentlig publiserte data. Jeg har ikke vært i kontakt med selskapet i forbindelse med oppgaven. Jeg har benyttet meg av historiske data tilbake til 2014

Oppgavens oppbygging

Semesteroppgaven er tradisjonelt bygd opp. Den innledes med en selskapsbeskrivelse og bransjebeskrivelse som gir et overblikk av tilstanden til selskapet og markedet det opererer i. Videre følger en metodedel som gir en nærmere utdyping av problemstillingen, avgrensninger og kommentarer til oppgavens validitet og reliabilitet.

Etter metodedel starter første del av selskapsanalysen med en strategisk analyse av indre og ytre forhold som er relevante for Eniro som selskap. Analysen gjøres ved hjelp av kjente modeller som VRIO, PESTEL og Porters femkraftsmodell. Den strategiske analysen oppsummeres i et SWOT-skjema som belyser de mest sentrale momentene som anses som spesielt avgjørende for Eniros fremtidige lønnsomhet.

Videre følger den kvantitative analysen bestående av regnskapsanalyse og verdsettelse. Regnskapsanalysen baserer seg på historiske data fra 2014-2018 presentert i selskapets

årsrapporter. Verdsettelsen gjøres med bakgrunn i de øvrige analysene og utføres ved hjelp av diskontert kontantstrømmetoden. Dette bunner ut i en estimert aksjeverdi.

Etter disse analysene vurderes sensitiviteten til den beregnede aksjeprisen, før en avsluttende konklusjon og kritikk av oppgaven.

1.1 Selskapsbeskrivelse

Eniro AB (ENRO) er et stort søk og markedsføringsselskap for små og mellomstore bedrifter, med virksomhet i Sverige, Norge, Danmark, Finland og Polen. Selskapet hadde ved slutten av 2018 889 ansatte og har vært børsnotert på Stockholmsbørsen siden 2000. Selskapet hadde opprinnelig sitt utspring fra Telia i Sverige, som samlet flere ulike søke og katalogselskaper i det nye selskapet Eniro. I Norge etablerte de seg i 2005 ved oppkjøp av selskapet Findexa som eide merkevarene Gule Sider, Proff og Kvasir.

Selskapet aggregerer, filtrerer, organiserer og presenterer lokal informasjon. Deres største inntektsområde blir kalt «Digitalt søk» og innebærer en blanding av selskapets egne søketjenester som eniro.se, gulesider.no og krak.dk, hvor alle er blant de 15 mest besøkte nettsidene fra sine respektive land. I tillegg forhandler selskapet markedsføringsprodukter som Google Ads og displayannonsering med mer. I starten var brorparten av Eniros virksomhet analoge medier som telefonkataloger. Disse mediene har etter hvert som årene har gått gradvis blitt utfaset, og i dag gir ikke lenger selskapet ut papirkataloger. I 2018 kom 78% av selskapets inntekter fra digitale produkter. Det resterende stammer fra deres virksomhetsområde «Voice» som innebærer nummeropplysning via telefon og SMS i Sverige, Norge og Finland. Sverige og Finland tilbyr også call center.

Eniro er har sin største virksomhet i Sverige, hvor 35% av den totale omsetningen kommer fra. Videre står Norge for 24%, Danmark for 15%, Polen for 14% og Finland for 12%. Den Polske virksomheten ble besluttet solgt i september, noe som kan ha påvirket tallene noe. Alt dette er tall for 2018 basert på deres «year-end report». Selskapet omsatte totalt for 1.393 millioner SEK og hadde et driftsoverskudd (EBITDA) på 206 millioner SEK. Totalt hadde selskapet et resultat før skatt i 2018 på -565 millioner SEK

1.2 Bransjebeskrivelse

Markedsføringsbransjen er en bransje som har endret seg mye siden starten av 2000-tallet. I sine tidligere år besto markedet, og Eniros virksomhet, hovedsakelig av mer tradisjonelle medier som TV, radio, aviser, telefonkataloger og Direct Mail (DM). Telefonkataloger og aviser var de primært de stedene man kunne lete etter lokale bedrifter, for eksempel om man trengte å komme i kontakt med en håndverker. Dette endret seg drastisk gjennom internettrevolusjonen. Søkemotorer som Google begynte å vokse fram. Nye plattformer som Mitt anbud, Finn.no og sosiale medier for å nevne noe. Og telefonkatalogene, som opplevde gradvis nedgang i brukere, bevegde seg over på nett med nettkataloger.

Med utviklingen til nye kanaler fulgte også oppblomstring av nye selskaper og mediebyråer som sto for salg og leveranse av annonsering på Google m.m. For Eniro har dette medført en endring fra å være en av få leverandører av bedriftssøketjenester, til å være en av mange som tilbyr lignende tjenester. Bransjen er i dag preget av en blanding av store nasjonale aktører og svært mange lokale mediebyråer rundt om i hele landet. Samtidig som antallet aktører har økt kraftig har også bedrifters investering i digital markedsføring økt mye. Eksempelvis har det totale digitale markedsføringsmarkedet i Norge økt fra tre milliarder i 2007 til 11 milliarder i 2019. Dette står i kontrast til tallene til Eniro AB som har hatt fallende omsetning samtlige år det er regnskaper offentlig for.

Eniros kommer i ulike former. Eksempel på et selskap som er svært likt er Digitale Medier 1881 AS. De har på lik linje med Eniro gått fra å være et selskap som utelukkende har drevet med telefonkatalog og opplysningstjenester, til å i dag tilby et bredt utvalg av markedsføringsprodukter. 1881 har riktig nok kun virksomhet i Norge. Det andre segmentet av konkurrenter er store nasjonale mediebyråer som Carat og Starcom. Videre finner man svært mange mindre, lokale mediebyråer rundt om i landet. Utenom dette er det også en rekke andre firma som tilbyr en del av de samme tjenestene. Eksempelvis tilbyr mange reklamebyrå Facebook-annonser. En fellesnevner for bransjen er at det ikke er få dominerende aktører, men mange ulike aktører som deler på og konkurrerer om markedet.

2. Metodikk

2.1 Valg av oppgave

Jeg har valgt å gjøre en verdsettelse av et aksjeselskap da jeg ser på det som en god mulighet til å anvende kompetansen jeg har tilegnet meg igjennom bachelorstudiet og spesialiseringen innen finansiell styring.

Valget av Eniro AB som selskap kommer av interessen for et selskap som har opplevd en så stor endring de siste 20 årene og som tvinges til å gjøre endringer for å overleve. Det har gått fra å være et selskap som var en svært dominerende aktør som av mange muligens har blitt sett på som litt gammeldags i senere tid. Selv ser selskapet framover mot hvordan de skal fornye seg og sitt tilbud, og dermed snu utviklingen tilbake til vekst og bli en dominerende aktør på ny.

En annen grunn til at jeg fant selskapet interessant er utviklingen i verdien til Eniroaksjen. I perioden denne oppgaven baserer seg på, 2014-2018, har aksjen gått fra en aksjekurs på om lag 5.000 SEK til 1 SEK. Dette skaper interesse rundt hva selskapet faktisk er verdt.

2.2 Utforming av problemstilling

Problemstillingen er det forskningsspørsmålet som skal belyses i oppgaven. En god problemstilling skal være konkret, presis og spisset. Den må også være mulig å undersøke i praksis. Hensikten med oppgaven er å komme fram til en estimert aksjepris for Eniro AB per 31.12.2018. Bakgrunnen for valget av dato var manglende årsrapport for 2019 under arbeidet med oppgaven. På tross av at tallene er et år gamle finner jeg det like interessant og mener læringsutbyttet er like stort.

2.3 Validitet og reliabilitet

Innen forskning er validitet, eller gyldighet, et mål på hvor godt man kan trekke gyldige slutninger basert på et forsøk eller en studie. Det handler også om i hvor stor grad man evner å måle det en har som hensikt å måle. En forutsetning for en studies validitet er god reliabilitet, det vil si at målingene er pålitelige.

Validiteten til oppgaven vil ha sine begrensninger. På den ene siden baserer den seg på godt etablerte modeller, men på den andre siden baserer den seg kun på sekundærdata og jeg sitter ikke på sensitiv informasjon om bedriften. Validiteten til konklusjonene ville trolig vært høyere med tilgang til slik info. Samtidig er det all grunn til å ha tillit til tallene som blir lagt fram i offisielle rapporter og på anerkjente portaler som Proff. Følgelig vil dette være med på trekke reliabiliteten opp. Noe av informasjonen er basert på avis/magasin-artikler og intervjuer, noe som er litt mer usikkert. Totalt sett har informasjonen brukt i oppgaven blitt behandlet med et kritisk blikk, og undertegnede føler seg trygg på at informasjonen som blir presentert er pålitelig.

3. Strategisk analyse

3.1 Intern analyse – VRIO

VRIO faller innenfor en bedrifts interne analyse og har som mål å se på en intern ressurs eller et produkt sine muligheter for å gi et konkurransefortrinn. For å avdekke disse mulighetene spør man spørsmål om fire ulike områder:

- **Value** – Er den interne ressursen verdifull?
- **Rarity** – Er den interne ressursen sjelden?
- **Imitability** – Er det vanskelig eller kostbart å kopiere?
- **Organization** – Er virksomheten optimalt organisert?

Merkevare:

Eniro eier flere svært velkjente merkevarer. Eksempelvis i Norge er Gule Sider en svært kjent merkevare i Norge med om lag 98% kjennskap ifølge en undersøkelse utført av Kantar Sifo i 2019. Samtidig sliter selskapet med at flertallet ikke er kjent med selskapets tilbud i form av et bredt spekter av produkter. De fleste kjenner til de som en telefonkatalog. Satt på spissen kan man si at en så velkjent merkevare både er en stor fordel da nesten alle kjenner til de, men samtidig er det en ulempe da det gjør det vanskelig å endre folks oppfatning av selskapet og merkenavnet. Ser man merkevaren i lys av VRIO kan man si at en så kjent merkevare potensielt kan være svært verdifullt, hvis man skaper rett assosiasjoner med den. Det er en svært sjelden merkevarekjennskap og det lar seg ikke enkelt kopiere. Med bakgrunn i dette kan man si at Eniros merkevarer må sees på som et mulig konkurransefortrinn.

Produktporteføljen:

Noe Eniro selv trekker fram som en av faktorene som skal hjelpe de til å snu selskapet til vekst er deres nye produkttilbud. Tjenester som hjemmesider, Facebook Ads, displayannonsering, Google og søkemotoroptimalisering. De har selv valgt å bruke sloganen: «Vil du slippe å tenke på digital markedsføring?», med baktanken at Eniro som selskap kan ta seg av din bedrifts totale synlighet på nett. For analysens del kan man se produktporteføljen som en sammensetning av egne produkter (gulesider.no, krak.dk, eniro.se) og tredjepartsprodukter, da de vil komme ulikt ut satt i perspektivet fra VRIO. Eniros egne produkter er produkter man ser en synkende etterspørsel og omsetning fra, samtidig som de er svært verdifulle for selskapet da de innebærer gode marginer. De er sjeldne, i den form at det finnes få andre tilsvarende tjenester med en så høy bruk og kjennskap i markedet. Eniro er også det eneste selskapet som selger disse produktene direkte. Dette gjør også produktene er kostbare å kopiere og få opp på samme nivå i form av bruk m.m.. Den største utfordringen med de egne produktene er at det er produkter som ikke er like etterspurt i markedet som tidligere. Derfor kan man si at de gir en stadig synkende grad av konkurransefortrinn.

Tredjepartsproduktene er på mange måter svært ulike i hva som er deres potensiale til å skape et konkurransefortrinn. De er produkter som har høy etterspørsel i markedet og utvalget dekker det aller meste de fleste SMBer i Norge i dag kan være på jakt etter når det kommer til

markedsføring. Derimot er det ikke et sjeldne, da de fleste mediebyråer i dag tilbyr et, flere eller alle av de samme produktene. Det som er det mest sjeldne med tilbudet må sies å være det totale spekteret av produkter. Produktporteføljen er heller ikke vanskelig å kopiere da de fleste av produktene er tilgjengelig for kjøp direkte som sluttkunde; man trenger ikke gå igjennom et byrå for å kjøpe Google eller Facebook-annonsering. Det man får ved å handle igjennom et byrå er i hovedsak ekspertisen til byrået for å få størst mulig utbytte av produktene. Det er her andre byråer som i markedet er bedre kjent for å sitte på spisskompetanse på de ulike feltene

Totalt sett kan man si at Eniros produktportefølje er det markedet ønsker, men den er samtidig vanskelig å gjøre til et konkurransefortrinn alene da svært mange aktører tilbyr de samme tjenestene. Å gjøre dette til et konkurransefortrinn vil dermed avhenge av hvordan man velger å organisere den og presentere den ut mot markedet. Å profilere seg som en totalleverandør som lar bedriftseiere slippe å tenke på markedsføring, som de har valgt å satse på i den siste tiden, kan være en fungerende strategi. En slik profil bevarer den høye verdien i produktporteføljen, samtidig som den gjør tilbudet potensielt mer unikt. Det vil også være mer kostbart å kopiere da det krever en organisasjon av en viss størrelse og god logistikk. Fremtiden vil vise hvor godt strategien lykkes.

3.2 Ekstern analyse

3.2.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er en situasjonsanalyse av en virksomhets makroomgivelser og hvordan de påvirker selskapet og bransjen i dag og i framtiden. Modellen deler de makroøkonomiske forholdene inn i fem ulike kategorier, for å lettere skape et godt oversiktsbilde. De er: Politiske forhold (Political), økonomiske forhold (Economic), sosiokulturelle forhold (Social), teknologiske forhold (Technological), miljømessige forhold (Enviromental) og juridiske forhold (Legal).

Politiske forhold

Markedsføringsbransjen er ikke spesielt utsatt for påvirkning av politiske forhold, i større grad enn andre virksomheter. Selskaper må til enhver tid være forberedt på mulige endringer i skatter og avgifter. For eksempel ble trolig Eniro til en viss grad påvirket av innføringen av flyseteavgifter i Norge da dette fører til økte kostnader for reiser mellom kontorer og forretningsreiser/kundemøter.

Økonomiske forhold

Økonomiske forhold kan omfatte et bredt utvalg av faktorer som kan påvirke en bedrift som Eniro.

Valutaendringer:

Da Eniro er et selskap som opererer i flere land med ulik valuta vil dette gjøre utslag på konsernets resultat som helhet når dette skal beregnes i svenske kroner. Resultatet vil påvirkes av valutakursen til Svenske kroner (SEK), Danske kroner (DKK), Norske kroner (NOK) og euro (EUR).

Økonomiske svingninger:

Svingninger i økonomien vil påvirke etterspørsel etter markedsføringstjenester. Mange selskaper vil se på markedsføring som en budsjettpost som er mindre essensielle for drift enn andre faktorer. Andre bedrifters økonomiske kjøpekraft vil direkte påvirke inntektene til markedsføringsbransjen. Økonomiske nedgangstider vil trolig bety økt konkurranse i bransjen grunnet mindre etterspørsel og færre kunder å konkurrere om. Nedgang i forbrukeres kjøpekraft vil påvirke en stor andel av bedrifter, som indirekte vil påvirke Eniro da de bedriftene igjen er kunder eller potensielle kunder

Sosiokulturelle forhold

Dette omfatter faktorer som befolkningsvekst, aldersfordeling, holdninger rundt karriere, helse, og livstil, samt mulige kulturelle barrierer. Den sosiokulturelle sammensetningen av markedet

vil ha påvirkning både på hvem Eniros kunder og potensielle kunder er, men også hvem deres kunders kunder er.

Endringer i målgrupper:

Når den demografiske sammensetningen av befolkningen endrer seg vil dette også i markedsføring innebære et behov for å endre hvilke markedsstrategier og plattformer man benytter for å nå målgruppen. Det vil for eksempel fordelaktig å benytte ulike medier for å nå kunder i 20-årene og kunder i 60-årene. Det vil være en faktor som kan kreve en endring fra Eniros side, både i forhold til hvordan de jobber for å nå ut til potensielle kunder og hvilke produkter kundene etterspør. De har som nevnt tidligere i oppgaven allerede tilført nye produkter i porteføljen som når ut til potensielt andre målgrupper enn deres mest tradisjonelle tilbud. Denne utviklingen vil de trolig være avhengig av å fortsette, både med utviklingen i målgrupper og teknologiske framskritt.

Teknologiske forhold

Teknologiske forhold omfatter teknologiske insentiver, innovasjon, automasjon, R&D og teknologiske endringer. Flere av disse faktorene kan være relevante for bedrifter i markedsføringsbransjen. Eksempel på endringer som har skjedd er som nevnt tidligere i oppgaven overgangen fra analoge medier til digitale medier, som har hatt en enorm påvirkning på bransjen og produktene som tilbys og etterspørres.

En utvikling som kan bli en økende faktor er automatisert markedsføring. Det blir stadig flere systemer som gjør mange digitale markedsføringsaktiviteter helt automatisert. Dette kan potensielt bety en synkende etterspørsel etter å handle produkter fra tradisjonelle markedsføringselskaper som Eniro. Fra et strategisk perspektiv vil dette trolig bety et behov for å på sikt endre fokuset for tilbudet man går til markedet med, enten i form av nye produkter eller et mer rådgivningsfokuset tilbud.

Miljømessige forhold

Miljø og miljøvern er et tema som har stadig økende fokus i samfunnet. Eniros produkter har i seg selv ikke noe stort miljømessig påvirkning, men en stadig økende oppmerksomhet rundt

temaet kan føre til press rundt reduksjon av forretningsreiser, flyreiser m.m. I en bransje som er avhengig av å innhente nye ordre fra kunder, kan et potensielt press på reduksjon i reiser bety en ulempe i konkurransen med lokale aktører om kunder som befinner seg på steder hvor Eniro har ikke har kontorer. Det kan også innebære at de bør se på muligheter for å redusere bruk av materialer som papir osv.

Juridiske forhold

Eniro sin virksomhet er tett knyttet til lovgivning rundt markedsføring og annen forretningsjus som avtalerett m.v. Endringer i disse lovverkene vil direkte påvirke selskapets virksomhet og gjøre det nødvendig for de å gjøre endringer. Eksempel på juridiske endringer som har skjedd de siste årene som har hatt innvirkning på hva som er lov i markedsføring er bestemmelser rundt GDPR. De strammede retningslinjene for personvern har gjort en del målrettet markedsføring vanskeligere, da innhenting og lagring av personopplysninger har blitt mye strengere regulert. Dette har hatt stor innvirkning på eksempelvis markedsføring i sosiale medier

3.2.2 Porters femkraftsmodell

Markedsføringsbransjen er som nevnt tidligere i oppgaven en bransje preget av sterk konkurranse og dette er noe som vil være interessant å se nærmere på. Michael Porter publiserte i 1979 en modell for å vurdere en bransjes konkurransetilstand. Modellen baserer seg på at dette kan avgjøres av fem faktorer, og samspillet mellom disse. Faktorene er:

- Kundenes forhandlingsstyrke
- Leverandørens forhandlingsstyrke
- Potensielle nye etablerere i bransjen
- Substitutter
- Konkurransesituasjonen

Kundenes forhandlingsstyrke handler om i hvor stor grad kundene har faktorer som kan være med på å presse tjenestene ned i pris. Som nevnt i VRIO-analysen er bransjen preget av mange aktører som tilbyr i stor grad de samme produktene, dette gjør at det er lett for en kunde å gå til en annen aktør hvis man ikke får den prisen man ønsker og bruke dette som et

forhandlingskort. Eniro jobber for det meste med SMB-markedet, hvor hver enkelt kunde ikke er like avgjørende for driften, men om mange kunder truer med å gå til konkurrenten vil dette naturlig nok slå negativt ut for de. Andre mediebyrå jobber med færre og større kunder, og her vil dette slå enda hardere ut. Hvis en kunde eksempelvis står for 30% av omsetningen, vil de ha svært høy forhandlingsstyrke ovenfor leverandørene. Totalt sett kan man si at kundene har høy forhandlingskraft i bransjen, da det er enkelt å skifte leverandør.

Leverandørenes forhandlingsstyrke er for Eniros del svært produktavhengig. Produkter som Gule Sider, Krak.dk og Eniro.se er produkter de eier selv, så her er det ingen leverandører inn i bildet. Aktører som Google og Facebook har på den annen side svært sterk forhandlingskraft, da de sitter på helt unike produkter med få sammenlignbare substitutter. Man kan ikke i en forhandling med Google si at man da velger å gå til deres konkurrent i stedet, fordi de er tilnærmet monopolist i søkemarkedet og det finnes ingen reelle alternativer. Samtidig har et byrå mulighet til å satse på et produktområde, f.eks. å fokusere på sosiale medier i stedet for søk. Likevel vil jeg si at leverandørene jevnt over har svært høy forhandlingsstyrke i kraft av at deres markedsposisjon.

Potensielle nyetablerere i bransjen kan være en trussel for de eksisterende aktørene. Hvis få eller ingen etablerer seg kan dette skape et potensiale for aktørene til å øke sine priser. Som tidligere nevnt er markedsføringsbransjen preget av mange aktører. Det er forholdsvis enkelt å etablere et mediebyrå i dag. Litt forenklet trenger man ikke noe annet enn et selskap, et sted å jobbe ut ifra, noen selgere og noen som administrer kundenes annonsering. Man trenger ingen spesielle avtaler med leverandører, selv om det gir fordeler, da det meste er tilgjengelig for allmenheten på nett. Med andre ord er trusselen fra nye aktører i bransjen svært reell. For Eniro er dette spesielt relevant da de fleste mindre byråer som etablerer seg gjerne går mot de mindre lokale aktørene som er Eniros kjerne kunder.

Substitutter innebærer muligheten for kundene til å benytte seg av et produkt i stedet for et annet. Dette kan i markedsføringsbransjen sees i to perspektiver. På produktnivå kan en bedrift velge å bruke ulike kanaler for å markedsføre seg. Displayannonsering kan eksempelvis sees på som en substitutt for annonsering på sosiale medier da de begge er annonseformer som fokuserer på merkevarebygging og påvirkende markedsføring. Det er forskjellig for de ulike

produktene i hvor stor grad det finnes substitutter, for eksempel er som nevnt Google i en helt unik markedsposisjon når det kommer til søk og man kan argumentere for at det ikke finnes reelle substitutter.

En annen måte å se på potensielle substitutter for mediebransjen er bedriftenes mulighet til å velge å administrere sin markedsføring uten hjelp av mediebyråer. Flere og flere selskaper har ansatte in house som styrer deres markedsføring på Google, sosiale medier osv. Dette gjøres også stadig enklere ved at disse aktørene utvikler brukervennlige verktøy for å enkelt kunne markedsføre sin egen bedrift. Dette anser jeg som en større trussel for Eniro enn substitutter på produktnivå. Det vil bety forholdsmessig mye mindre for de om kundene velger å annonsere på den ene eller andre kanalen, da deres produktportefølje er svært stor. Derimot vil en kunde som velger å administrere sin markedsføring selv ikke lenger føle behov for selskapets tjenester.

Den **eksisterende konkurransen** er som nevnt høy i bransjen. Det er svært mange aktører som tilbyr samme tjenester til den samme kundegruppen. Det er ulike aktører som retter seg mot ulike segmenter. Eniro uttaler selv at deres målgruppe er de små og mellomstore bedriftene, noe som også gjelder for svært mange andre aktører i bransjen.

Det som i størst grad skiller de ulike aktørene er deres kompetanse og kvaliteten på det ferdige produktet som leveres i form av rådgivning og forvaltning av markedsplanene. Samt om de er en breddeleverandør eller jobber mer med en spesiell nisje.

Oppsummert vil jeg konkludere med at trusselen fra konkurrenter i bransjen for Eniro er sterk og at man må forvente at det vil bli et tøffere marked framover. Det vil derfor være avgjørende for å lykkes i bransjen å skape seg tilstrekkelig konkurransefortrinn.

3.3 SWOT

SWOT-analysen benyttes som et verktøy for kartlegging og planlegging av en bedrifts styrker (Strengths), svakheter (Weaknesses), muligheter (Opportunities) og trusler (Threats). I denne oppgaven velger jeg å benytte analysen til å oppsummere den analysen

	Positive faktorer	Negative faktorer
Interne faktorer	<p>STYRKER</p> <ul style="list-style-type: none">• Sterke merkevarer• Stor organisasjon• Attraktiv produktmiks• Mange kunder	<p>SVAKHETER</p> <ul style="list-style-type: none">• Negative økonomiske resultater over tid• Fallende kundemasse• Nedgang i salget av egne produkter• Problemer med lav kjennskap til tilbudet tross høy merkekjennskap.
Eksterne faktorer	<p>MULIGHETER</p> <ul style="list-style-type: none">• Økt etterspørsel etter digital markedsføring• Potensiell etterspørsel etter aktører som lar SMB slippe å styr med markedsføring• Organisasjon som er rigget for å implementere nye produkter som kommer på markedet	<p>TRUSLER</p> <ul style="list-style-type: none">• Lett for nye aktører å etablere seg i bransjen• Selvbetjent markedsføring på Google, Facebook m.m.• Mulig krav om reduksjon i forretningsreiser for kundemøter

Tabell 1: SWOT-analyse for Eniro AB

4. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven skal jeg gjennomføre en regnskapsanalyse som belyser Eniros finansielle situasjon og økonomiske utvikling.

I analysen vil jeg forsøke å kartlegge og belyse de mest sentrale momentene innen

1. Lønnsomhet – sier noe om inntjeningen til bedriften og dens evne til å skape overskudd
2. Finansiering – hvordan bedriften henter inn og anvender kapital
3. Soliditet – belyser bedriftens evne til å tåle tap og deres kredittverdighet
4. Likviditet – bedriftens betalingssituasjon og evne til å dekke løpende utgifter.

Regnskapstall er hentet fra Eniros årsregnskap for 2014 – 2018. Med regnskap fra 5 ulike år kan vi få et bedre overblikk over utviklingen i selskapet over tid. Dataene er hentet fra årsrapporter og proff.se.

4.1 Lønnsomhet

Analysen av bedriftens lønnsomhet har som hensikt å vise om selskapet skaper overskudd. Det er forutsetning for å overleve som selskap over tid.

4.1.1 Driftsmargin

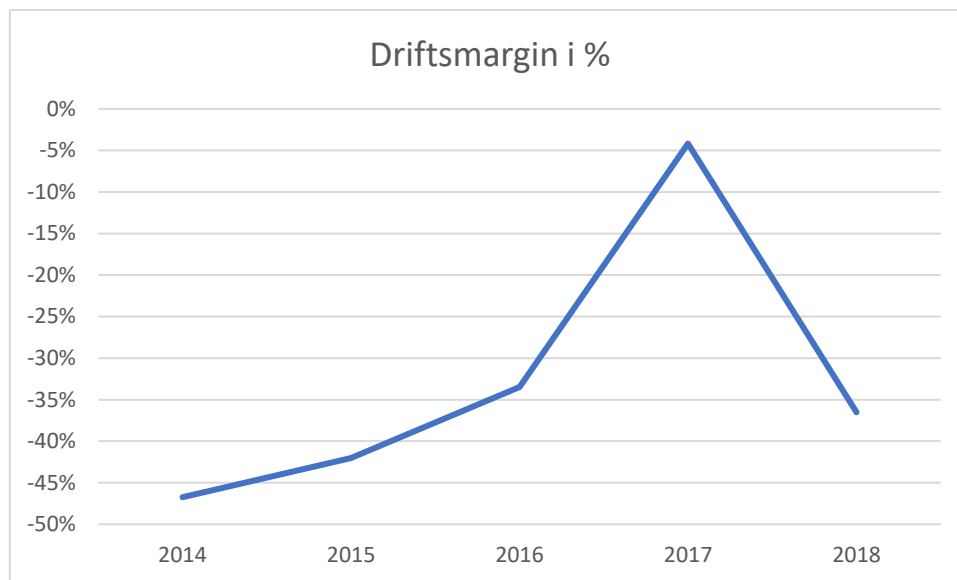
Driftsmargin er forholdet mellom driftsresultatet og driftsinntektene. En høy driftsmargin innebærer at bedriften er mindre sensitiv for prissvingninger og tjener mer penger per omsatte krone. Det innebærer også at bedriften har gode marginer for å dekke rente og skattekostnader, samt å levere et bra overskudd til eierne. Jo større rentekostnader, jo større driftsmargin vil være nødvendig.

Det vil være spesielt interessant å se på utviklingen av driftsmargin over tid for å analysere den finansielle situasjonen til selskapet.

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsmargin	-47%	-42%	-33%	-4%	-37%

Tabell 2: Driftsmargin for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 2: Driftsmargin i % for Eniro AB i år 2014-2018

Som vi kan se av tallene og grafen har driftsmarginen vært negativ i hele perioden, noe som må snu hvis selskapet skal forvente å overleve på sikt. Dog kan vi se at det har vært en viss positiv utvikling igjennom årene. Det er positivt at ting går i riktig retning. Det ble i 2018 utført en stor nedskrivning av Goodwill, og dette kan man mulig tolke som at tallet for 2017 er kunstig høyt.

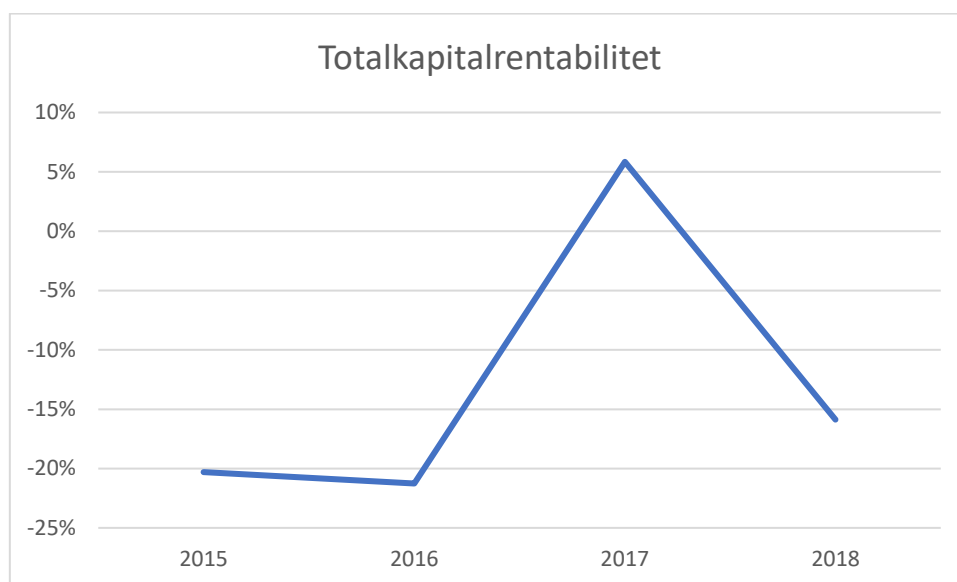
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet (R_{TK})

Totalkapitalrentabilitet viser bedriftens lønnsomhet sett i forhold til gjennomsnittlig totalkapital. Det er et nøkkeltall som brukes for å foreta en reel sammenligning av hvilken avkastning bedriften kan få av kapitalen om den ikke var bundet i bedriften, men plassert et annet sted som i banken eller aksjer. Totalkapitalrentabiliteten bør minimum være lik gjeldsrenten, men jo høyere rentabilitet jo desto bedre utnyttelse av ressursene.

$$R_{TK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Finanskostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \cdot 100\%$$

	2015	2016	2017	2018
Total kapitalrentabilitet	-20%	-21%	6%	-16%

Tabell 3: Total kapitalrentabilitet for Eniro AB i år 2015 - 2018



Figur 3: Total kapitalrentabilitet for Eniro AB i år 2015 - 2018

4.1.3 Egenkapitalrentabilitet (R_{EK})

Egenkapitalrentabiliteten viser selskapets avkastning på investeringene gjort av aksjonærene. Nøkkeltallet vurderer lønnsomhet basert på hvor mye fortjeneste som skapes basert på aksjonærenes investeringer. Høyere rentabilitet betyr høyere lønnsomhet.

$$R_{EK} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} * 100\%$$

	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalrentabilitet	-76%	-110%	6%	-82%

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet for Eniro AB i år 2015 - 2018



Figur 4: Egenkapitalrentabilitet Eniro AB 2015 - 2018

4.2 Finansiering og soliditet

Ved å analysere en bedrifts finansiering kan man se sammenhengene mellom hvordan kapital anskaffes og anvendes. Dette innbefatter også en vurdering av langsiktigheten til eiendelene. Soliditet omhandler bedriftens evne til å tåle tap og deres kredittverdighet. Herunder muligheten til å gjøre de strategiske investeringer som er ønskelig, noe som henger sammen med deres egenkapitalsituasjon.

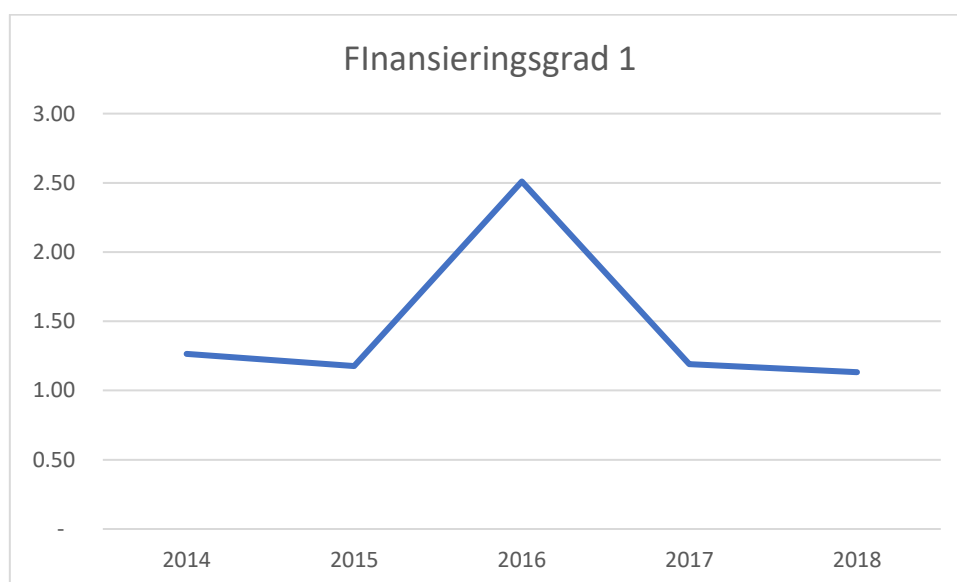
4.2.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 er et nøkkeltall som viser i hvor stor grad de langsiktige eiendelene (anleggsmidlene) er finansiert med langsiktig kapital (langsiktig gjeld og egenkapital). En finansieringsgrad på over 1 innebærer at selskapet må ha finansiert deler av de langsiktige eiendelene med kortsiktig gjeld. Dette kan skape betalingsproblemer over tid. Derfor sier man som en hovedregel at finansieringsgrad 1 bør være under 1.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld} + \text{Egenkapital}}$$

	2014	2015	2016	2017	2018
Finansieringsgrad 1	1.27	1.18	2.51	1.19	1.13

Tabell 5: Finansieringsgrad 1 for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 5: Finansieringsgrad 1 Eniro AB i år 2014-2018

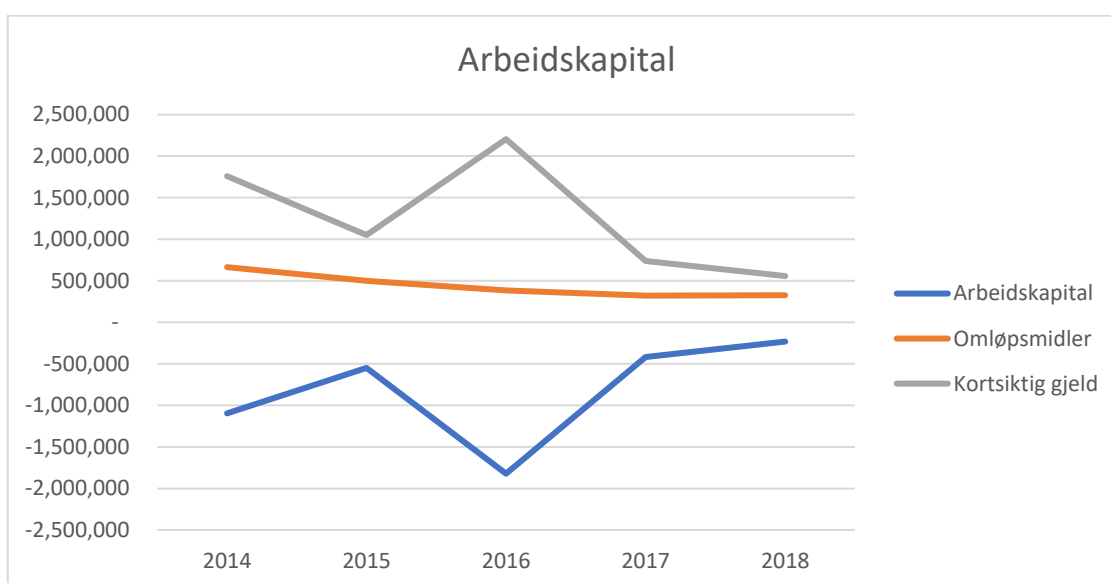
Finansieringsgrad har for alle de 5 årene vært over 1, noe som ikke er positivt. Eniro bør på generelt grunnlag søke å finansiere sine anleggsmidler med mer langsiktig kapital.

4.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapital er et nøkkeltall for selskapets disponible likviditet etter oppgjør av kortsiktig gjeld og fordringer (omløpsmidler). Det sier noe om hvor mye kapital som er tilgjengelig til å gjøre innkjøp og investeringer på kort sikt, samt drive vedlikehold og betale finanskostnader med videre.

	2014	2015	2016	2017	2018
Arbeidskapital	- 1,095,000	- 549,000	- 1,822,000	- 418,000	- 232,000

Tabell 6: Arbeidskapital for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 6: Arbeidskapital sett i sammenheng med utviklingen av omløpsmidler og kortsiktig gjeld for Eniro AB 2014-2018

Som vi kan se er arbeidskapitalen negativ i hele perioden, som innebærer mangel på handlingsrom for bedriften. I teorien betyr det at de kortsiktige forpliktelsene er større enn tilgjengelige midler for å gjøre opp for de. Noe som kan sees som positivt er at det over 5 årsperioden totalt sett har vært en nedgang i kortsiktig gjeld, og følgelig oppgang i arbeidskapital.

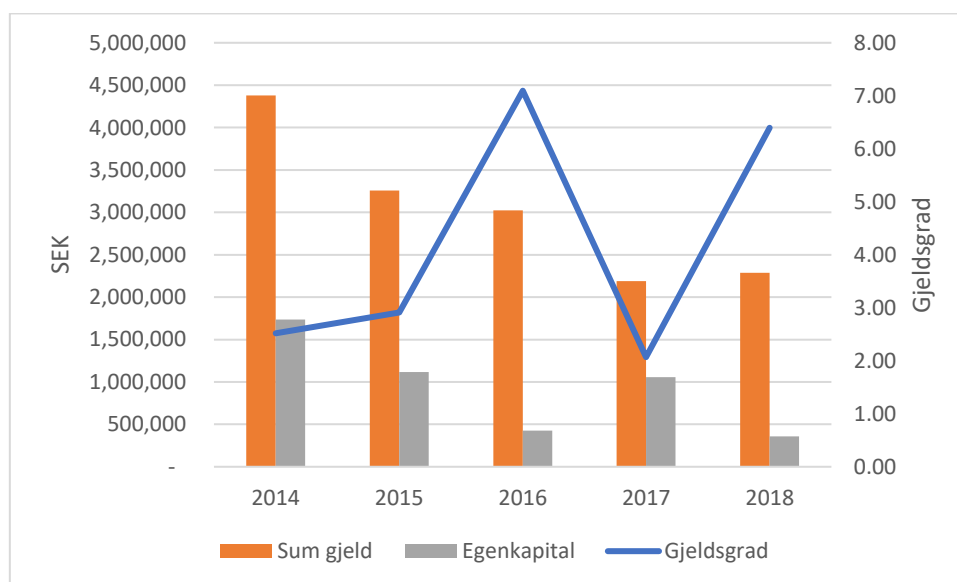
4.2.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor mye av eiendelene som er finansiert med gjeld (utenforstående) i forhold til egenkapital (fra aksjonærene). Høyere gjeldsgrad betyr antatt høyere risiko samt høyere finanskostnader. Et lavt forholdstall er en indikator på god soliditet. Høyere gjeldsgrad kan dog bidra til god avkastning på egenkapitalen, ved godt resultat.

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

	2014	2015	2016	2017	2018
Gjeldsgrad	2.52	2.91	7.10	2.07	6.39

Tabell 6: Gjeldsgrad for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 7: Sum gjeld, egenkapital og gjeldsgrad for Eniro AB 2014-2018

Vi kan se fra tabell og figur at gjeldsgraden totalt sett over 5 årsperioden har vært økende. Dette på tross av nedgang i total gjeld grunnet forholdsmessig større reduksjon av egenkapitalen. Det kan tolkes som at man har tatt av egenkapitalen for å nedbetale gjeld.

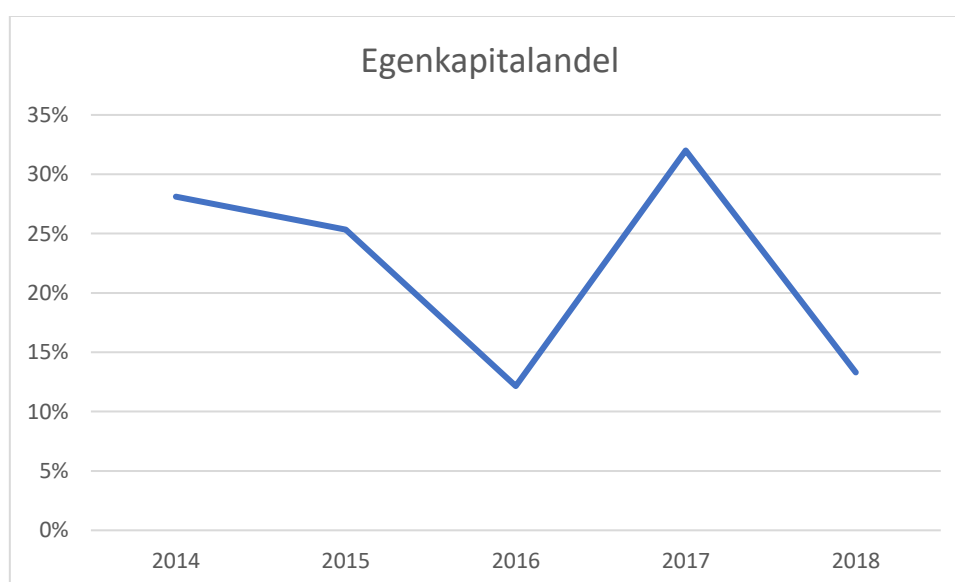
4.2.4 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital. Det er et nøkkeltall knyttet til bedriftens evne til å ta opp langsiktig gjeld og er en indikator på hvor avhengig selskapet er av finansiering fra sine aksjonærer.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapitalandel	28%	25%	12%	32%	13%

Tabell 7: Egenkapitalandel for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 8: Egenkapitalandel Eniro AB 2014-2018

Generelt sier man at egenkapitalandelen som et minimum bør ligge mellom 20% og 30%. Her ser vi at egenkapitalandelen totalt sett har gått nedover de siste årene og ligger et godt stykke under dette ønskelige intervallet per 2018. Dette er dog på lignende nivå med to av de største mediebyråene i Norge Carat og Starcom.

4.3 Likviditet

Likviditet handler om bedriftens betalingsevne og kjøpekraft. God likviditet innebærer at bedriften til enhver tid har tilstrekkelige midler til å betjene løpende utgifter. Man snakker da særlig om betjeningen av kortsiktig gjeld.

4.3.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (LG1) er forholdet mellom omløpsmidlene i sin helhet og kortsiktig gjeld. Med omløpsmidler menes eiendeler som forbrukes, selges eller kan gjøres om til likvide midler relativt raskt. Eksempelvis kundefordringer, kassebeholdning, varelager og verdipapir. Nøkkeltallet viser evnen til å betale kortsiktig gjeld, forutsatt at varebeholdning kan bli solgt og brukt for å dekke kortsiktige forpliktelser. På generelt grunnlag sier man at en god LG1 bør være større enn 2.

Skillet mellom likviditetsgrad 1 og 2 er forholdet til varelager som holdes utenom i likviditetsgrad 2. En bedrift som Eniro har ikke noe nevneverdig varelager, da de er en tjenesteleverandør, så de to vil gi tilnærmet samme resultat.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

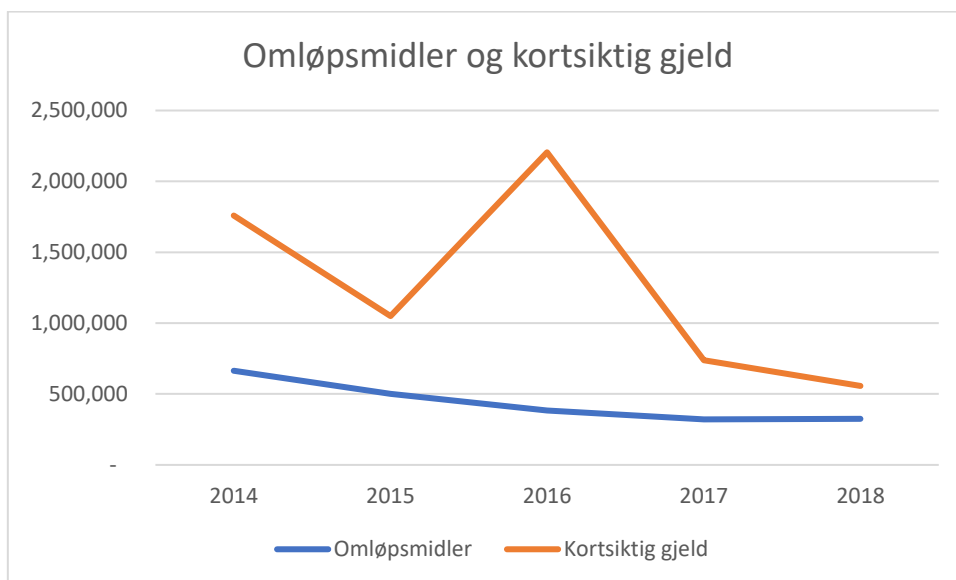
	2014	2015	2016	2017	2018
Likviditetsgrad 1	0.3775	0.4771	0.1737	0.4344	0.5835

Tabell 8: Likviditetsgrad 1 for Eniro AB i år 2014 - 2018



Figur 9: Likviditetsgrad 1 Eniro AB 2014 - 2018

Likviditeten til Eniro har jevnt over vært godt under det anbefalte nivået på 2 under hele 5 årsperioden. Dette kan gjøre selskapet sårbart om kortsiktig gjeld må betales ned. Utviklingen er riktig nok positiv, med periodens beste likviditet i 2018. Den bedre likviditet henger sammen med en reduksjon i kortsiktig gjeld, samtidig med forholdsvis mer stabile verdier for omløpsmidler:



Figur 10: Utvikling omløpsmidler og kortsiktig gjeld Eniro AB 2014 - 2018

4.4 Oppsummering/Avsluttende kommentar til analysen

Vi kan fra analysene se at Eniro har slitt med lønnsomheten over tid. Bakgrunnen for dette kommer trolig fra en blanding av en synkende etterspørsel etter deres egne produkter og en økende konkurranse i bransjen for øvrig. Omdømme og hvilke assosiasjoner folk har til merkevarene har trolig også en innvirkning på resultatet. Flere av tallene går i positiv retning, men de befinner seg samtidig langt under det som er ønskelig. Selskapet har i senere tid jobbet med å innhente ny finansering og kapital, noe som er positivt. Spørsmålet er hvor lenge en kan forvente at investorer spytter inn ny kapital om ikke resultatene bedrer seg. Man kan se at fokuset de siste årene har blitt lagt på å kutte kostnader, noe de har lyktes med. Samtidig har også inntektene gått kraftig ned, noe som gjør det verdt å stille spørsmål rundt hvilken effekt de innførte kostnadsbesparende tiltakene har hatt på inntektene.

Et stort usikkerhetsmoment er selskapets likviditet som ligger langt under anbefalte nivåer. Dette kan på sikt by på problemer, spesielt med en økende gjeldsgrad og en situasjon hvor langsiktige eiendeler er delvis finansiert med kortsiktig gjeld.

5. Verdssettelse

5.1 Fremtidsregnskap

For å lage prognoser rundt fremtidige kontantstrømmer er avhengig av en rekke faktorer som etterspørsel, prisutvikling, endringen av marginer m.m. Dette gjør det komplisert å estimere fremtidige inntekter og kostnader, da det er flere usikkerhetsfaktorer som i stor grad ikke er under Eniros kontroll. Selskapet er også i en stor omstillingsprosess som gjør ting mer usikkert, både med tanke på hvor godt den vil lykkes og hvor raskt tiltakene evt vil gi de ønskede resultatene.

Eniros inntekter kommer hovedsakelig fra salg av annonseprodukter. Det er rimelig å anta at etterspørselen her vil fortsette å dreie mot produkter som de er avhengig av å handle fra tredjepartsleverandører som Facebook og Google. Anslagene her blir i hovedsak kun mulig å anslå på bakgrunn av selskapets forventninger og vurdering basert på tidligere data. Det finnes

ikke data for disse verdiene over tid, da mange av produktene er forholdvis nye i selskapets portefølje. Selskapet har selv heller ikke gitt noen konkrete prognoser eller satt spesifikke mål for vekst, noe som gjør anslagene vanskeligere

Driftsinntekter

For å estimere framtidige inntekter tar jeg utgangspunkt i historiske regnskapstall for 2014-2018. Tallene viser en nedgang i inntektene samtlige år, med nedgang på i underkant av 20% per år. Unntaket var 2018 hvor nedgangen kun var på 12%. Selskapet forventer selv en vekst på et titalsprosent i salget av tredjepartsprodukter og en utflating av fallet i omsetningen på sine egne produkter. Voice-segmentet, som faller litt på siden av resten av driften, anslår jeg for analysen at vil ligge stabilt i tråd med selskapets egne forventninger. De forventer også en vekst i kundemassen i 2019 ifølge årsrapporten. Jeg ser det basert på dette som rimelig å anta at nedgangen i driftsinntekter vil fortsette å avta, som man så tegnene på i 2018.

Utvikling i omsetning fra tredjepartsprodukter (CDMP)

Ledelsen i Eniro ser for seg en kraftig økning i salget av det de omtaler som komplementære produkter eller «Complimentary digital marketing products» (CDMP) over de kommende årene. Slik jeg tolker deres tanker rundt utviklingen forventer man at veksten vil bli gradvis større over de neste årene. Tar man utgangspunkt i selskapets prognoser om tosfret prosentvis økning på dette salget per år kan en man se for seg en utvikling som i tabellen under. I 2018 så de en vekst på én prosent, så jeg har valgt å være litt mer beskjeden i prognosen for 2019 og forutsette en større vekst i de kommende år. Den tiltakende veksten begrunnes i en kombinasjon av bedre omsetning på dagens tilbud samt potensielt nye produkter som vil tilkomme. I tillegg gjennomgikk selskapet en omstrukturering av avtalene for sine kunder hvor man gikk fra årsavtaler til abonnement, noe som vil frigi mer tid til salg av nye produkter til både nye og gamle kunder. Denne utviklingen er åpenbart et stort usikkerhetsmoment, men gir en indikasjon på en mulig utvikling

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Vekst i CDMP	1%	5%	8%	12%	15%	15%
CDMP (MSEK)	174	183	197	221	254	292

Tabell 9: Estimert utvikling i «Complementary digital marketing products» (CDMP) for Eniro AB i år 2019 - 2023

Utvikling i omsetning på egne produkter (Desktop/Mobile Search)

Selskapets egne produkter: eniro.se, krak.dk og gulesider.no, omtales som Desktop/Mobile Search i årsrapporten, har man sett en nedgang i omsetningen på over tid. Selskapet orienterer dog om en utflating av nedgangen i den siste tiden. I 2018 hadde denne produktkategorien en prosentuell nedgang i omsetning på 19%. For analysen velger jeg her å stole på forventningene om en viss reduksjon i nedgangen, men forutsetter fortsatt en nedgang. Jeg har her valgt å se på en nedgang som blir gradvis lavere hvert år.

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Desktop/Mobile Search (MSEK)	920	773	672	605	557	523
Endring i %	-19%	-16%	-13%	-10%	-8%	-6%

Tabell 10: Estimert utvikling i «Desktop/Mobile Search» for Eniro AB i år 2019 - 2023

Produkt	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
CDMP (MSEK)	174	183	197	221	254	292
Desktop/Mobile Search (MSEK)	920	773	672	605	557	523
Voice (MSEK)	299	299	299	299	299	299
Driftsinntekter samlet (MSEK)	1393	1255	1169	1125	1110	1115

Tabell 11: Estimert utvikling for samlet omsetning for Eniro AB i år 2019 - 2023

Driftskostnader

Driftskostnadene til Eniro er bygd opp av annonseproduksjonskostnader, salgskostnader, markedsføringskostnader, produktutviklingskostnader og administrasjonskostnader. Av disse er de største på nåværende tidspunkt produksjon og salgskostnader.

Produksjonskostnadene sto i 2018 for om lag 400 MSEK. En av Eniros største satsninger er som nevnt tidligere i oppgaven å øke salget av CDMP. I den forbindelse redegjør de i årsrapporten for 2018 at en av hovedstrategiene i dette arbeidet er en økt bruk av automatiserte annonseløsninger. Dette vil både være kostnadsbesparende og gjøre produktet lettere å skalere til en større kundebase. Med dette er det rimelig å anta at produksjonskostnadene kan gå nedover i takt med økt automatisering. Dette gjelder både for deres tilbud innen Facebook og Google-annonsering. Denne reduksjonen vil også trolig bli forsterket av en forventet fortsatt reduksjon i salget av Desktop/Mobile-search.

Salgskostnadene er p.t. Eniros største kostnadspost. Som nevnt gikk man over til et system med abonnementsløsninger i 2018. Dette må man forvente at kan være med på å redusere salgskostnadene. En annen mulig faktor som kan påvirke utviklingen i salgskostnadene er nye metoder å innhente leads og nye kunder på ved hjelp av digitale verktøy. Dette er noe som har blitt satset sterkt på, og de har sett en seksdobling i antallet leads som har blitt generert digitalt. Dette kan mulig være med på å redusere behovet for ansatte som jobber med å kontakte kalde kunder, og dermed være med på å redusere de totale salgskostnadene. Basert på den utviklingen man allerede har sett ser jeg det derfor som svært sannsynlig at salgskostnadene vil synke over de kommende årene.

Samtidig har selskapet selv uttalt at de ønsker å satse sterkere på sin egen markedsføring, for å bygge kjennskap til deres nye forretningsmodell. Dette vil naturlig nok bety at man kan forvente en økning i markedsføringskostnadene. Det indikeres også i årsrapport at selskapet ser for seg å bruke større summer framover på videreutvikling og produktutvikling for å skape et best mulig tilbud til markedet.

Selskapet gir selv ikke noen mer presise prognoser. Av den grunn velger jeg å ta utgangspunkt i at kostnadsbildet vil utvikle seg etter den utviklingen man har sett de siste årene, dog med endret fordeling mellom postene som nevnt. Det er også sannsynlig at kostnadene ikke vil fortsette å gå ned over hele perioden hvis selskapet skal øke kundemassen. Det vil trolig bety økte lønnskostnader m.m. på sikt. For analysen antar jeg derfor at kostnadene vil flate ut i løpet av en 5årsperiode.

Det ble i 2018 utført en stor nedskrivning av Goodwill med 570 MSEK, dette er et stort usikkerhetsmoment ift. om det vil være aktuelt igjen på et senere tidspunkt da selskapet fortsatt opererer med Goodwill på 1 470 MSEK. Det antas at denne nedskrivning er med på utjevne det totale bildet for 5 årsperioden, og derav gi et mer riktig bilde på videre forventning. For den kommende kontantstrømsanalysen velger jeg å vurdere 2018 som et år med unaturlig høye avskrivninger, og bruker tall fra 2017 som utgangspunktet for videre utvikling av avskrivningene.

Gjennomsnittlig endring i driftskostnader per år er -17%. Jeg har her tatt utgangspunkt i at kostnadene gradvis vil stabilisere seg mot 2023. Vi får fra dette følgende forventning for de kommende år:

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Driftskostnader (MSEK)	1918	1592	1385	1246	1184	1184

Tabell 12: Estimert utvikling i driftskostnader for Eniro AB i år 2019 - 2023

5.2 Avkastningskrav

Når man skal vurdere lønnsomheten av en investering er det en forutsetning å vite hvilket avkastningskrav man skal bruke i kalkylen. Avkastningskravet reflekterer hvilken avkastning eierne kan oppnå ved å plassere sine investeringer et annet sted med tilsvarende risiko som den gitte investeringen. Et annet ord for avkastningskrav er kapitalkostnad, da man kan se på avkastningskravet som den «kostnaden» eierne tar på seg ved å gjøre investeringen eller retttere sagt takke nei til en annen investering.

For å beregne avkastningskravet vil jeg her beregne selskapets WACC, eller «Weighted Average Cost of Capital».

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot R_e + \frac{D}{V} \cdot R_d \cdot (1 - T_c)$$

Der:

E = Markedsverdien til egenkapitalen

D = Markedsverdien til gjelden

$V = E + D =$ Samlet verdi av Eniro AB

$\frac{E}{V} =$ Egenkapitalandel

$\frac{D}{V} =$ Gjeldsandel

$R_e =$ Forventet avkastning på egenkapital

$R_d =$ Forventet avkastning på gjeld

$T_c =$ Selskapsskatt

$R_d \cdot (1 - T_c) =$ Effektiv gjeldsrente

Forventet avkastning på egenkapital (R_e)

Forventet avkastning på egenkapital, også kjent som «cost of equity», beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen, bedre kjent som CAPM (Capital Asset Pricing Model). Den beskriver forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning.

Formelen for CAPM:

$$ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$$

Der:

$ER_i =$ Forventet avkastning på investeringen

$R_f =$ Risikofri rente

$\beta_i =$ Investeringens beta

$(ER_m - R_f) =$ Markedets risikopremie

Risikofri rente

Risiko er du kan få i markedet med tilnærmet ingen risiko. Investeringer helt uten risiko eksisterer ikke, men man bruker her det nærmeste man kommer. Lange statsobligasjoner (typisk over 10 år) regnes som tilnærmet risikofrie, da sjansen for at staten ikke klarer å betjene gjelden sin er nær null.

I Sverige var renten på en 10 års statsobligasjon 31. desember 2018 **0.40 %**. Dette blir den risikofrie renten som benyttes for beregningene i denne oppgaven.

Markedets risikopremie

Risikopremien er den meravkastningen som forventes av å investere i Eniro i stedet for det risikofrie alternativet, i dette tilfellet svensk 10 årig statsobligasjon. Ifølge statistikk fra Statista var gjennomsnittlig risikopremie i Sverige i 2018 på **7.1 %**. Denne verdien vil bli brukt i de videre beregningene.

Beta (β_i)

Betaverdien til en potensiell investering er et nøkkeltall som forteller noe om hvor mye risiko en investering vil tilføre en markedsportefølje. En beta over 1 innebærer en aksje med større risiko og potensiell avkastning enn markedet, en beta under 1 innebærer en lavere risiko og lavere potensielt forventet avkastning. En aksje med beta på 1 vil ha samme risiko og forventet avkastning som markedet.

For eksempel kan vi se for oss at aksjemarkedet faller eller stiger med 10 %. Da vil en aksje med en beta på 2 falle eller stige med 20%. En aksje med beta på 0.5 vil falle eller stige med 5%. En aksje kan også ha negativ beta. Da vil den bevege seg motsatt av markedet. Eksempelvis hvis markedet stiger med 5% vil en aksje med beta på -2 synke med 10%.

$$\beta_{ENRO} = \frac{COV(R_{ENRO}, R_{OMXS})}{VAR(R_m)}$$

Hvor:

R_{ENRO} = Avkastningen til eniroaksjen

R_{OMXS} = Avkastningen til indeksen til hele Stockholmsbørsen

COV = Kovariansen mellom disse

VAR = Variansen til Stockholmsbørsen

Vedlagt oppgave er beregning av betaverdien til Eniro for perioden 01.01.2014 til 31.12.2018 gjort i Excel med tall hentet fra Yahoo Finance.

Beta for perioden er 0.7232

Avkastning på egenkapital

Med dette kan vi beregne avkastningen på egenkapitalen ved hjelp av CAPM

$$ER_i = 0.75\% + 0.7232 \cdot 7.1\%$$

$$ER_i = 5.88\%$$

Avkastning på gjeld

Fra årsrapporten kan vi lese at gjennomsnittlig rente på lånene til Eniro i 2018 6.23%. Videre er selskapsskatten i Sverige på 21.4%. Med dette kan vi beregne effektiv gjeldsrente:

$$R_d = 6.23\% \cdot (1 - 21.4\%) = 4.90\%$$

Kapitalstruktur

Per 31.12.2018 var markedsverdien på Eniros aksjekapital 1 198 364 345,66 SEK fordelt på 66 573 410 stamaksjer og 258 777 preferanseaksjer. Gjeld var samlet 2 295 000 000.

WACC

	SEK	Andel
Markedsverdi EK	1 198 364 345	34%
Markedsverdi gjeld	2 295 000 000	66%
Total markedsverdi	3 493 364 345	100%
Forventet avkastning egenkapital	5.88%	
Effektiv gjeldsrente	4.90%	

Tabell 13: Oversikt over nøkkeltall for beregning av WACC

$$WACC = 34\% \cdot 5.88\% + 66\% \cdot 4.90\% = 5.24\%$$

Med de tallene vi nå har kommet fram til kan vi sette opp en estimert kontantstrøm og bruke denne til å estimere verdien av Eniroaksjen per 31.12.2018

5.3 Diskontert kontantstrøm (DCF)

Alle tall I 1000 000 SEK	2019	2020	2021	2022	2023
Inntekter					
CDMP	183	197	221	254	292
Desktop/Mobile	773	672	605	557	523
Voice	299	299	299	299	299
Samlede inntekter	1255	1168	1125	1110	1114
Utgifter					
Driftsutgifter ink avskrivninger	-1592	-1385	-1246	-1184	-1184
EBIT	-337	-217	-121	-74	-70
Skatt 21.4%					
EAT	-337	-217	-121	-74	-70
Avskrivning tilbake	212	203.52	195.3792	187.564032	180.0614707
Endringer kundefordringer	-9.72	-5.75	-2.81	-0.96	0.29
Endringer leverandørgjeld	-6.08	-5.26	-4.55	-3.93	-3.4
FCF	-140.8	-24.49	67.0192	108.674032	106.9514707

Tabell 14: Estimert kontantstrøm for Eniro AB i år 2019 – 2023

Terminalverdi

Estimerte kontantstrømmer er svært usikre og spekulative, og blir stadig mer usikker jo lengre fram i tid man kommer. For å korrigere for dette regner jeg her ut en Terminalverdi av Eniroaksjen ved hjelp av Gordons formel:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{FCF} \cdot (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Hvor g er fremtidig vekstrate. Denne har jeg satt ut fra Sveriges Riksbanks inflasjonsmål på 2%.

Med terminalverdien kan man så beregne aksjekursen per 31.12.18 ut fra kontantstrømmen:

FCF	-140.8	-24.49	67.0192	108.674032	106.9514707
WACC	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%	5.24%
Diskonteringsfaktor	1.0524	1.10754576	1.16558116	1.22665761	1.290934469
Nåverdi (MSEK)	-133.79	-22.11	57.50	88.59	82.85
Terminalverdi (MSEK)					3366.99
Nåverdi terminalverdi (MSEK)	2608.18				
Sum nåverdi (MSEK)	2474.39				
Gjeld (MSEK)	-2295				
Verdi egenkapital (MSEK)	179.39				
Antall aksjer (i millioner)	67				
Verdi per aksje i SEK	2.677485947				

Tabell 15: Utregning av aksjepris for Eniro AB

Verdien av en aksje i Eniro AB er per 31.12.2018 **2.68 SEK**.

6. Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsesmetoden som er brukt i denne oppgaven er basert på usikre antakelser om fremtiden og kvalifisert gjetning. Eniro sier selv i sin årsrapport at fremtiden er for deres del svært usikker med bakgrunn i den omstillingsprosessen selskapet er inne i. Av den grunn er det viktig å se nærmere på hvordan endringer i nøkkeltall vil påvirke resultatet som er blitt presentert.

Endringer i WACC

WACC er et nøkkeltall som er beregnet ut fra flere verdier som alle kan variere. For denne analysen vil vi se på tallet som helhet, da det mest sentrale for analysen er å se på hvor sensitiv aksjekursen til Eniro er for endringer.

Endringer i fremtidig vekstrate (g)

Endringer i g vil føre til sterk påvirkning av terminalverdiens størrelse, som videre vil ha stor innvirkning på selskapets verdi.

		WACC					
g	Endring i %	Verdier	-0.40%	-0.20%	0.00%	0.20%	0.40%
	Endring i %	Verdier	4.84%	5.04%	5.24%	5.44%	5.64%
	-0.50%	1.50%	2.230	0	0	0	0
	-0.25%	1.75%	5.344	2.448	0	0	0
	0%	2.00%	9.006	5.631	2.677	0.072	0
	0.25%	2.25%	13.376	9.384	5.932	2.918	0.263
	0.50%	2.50%	18.678	13.876	9.781	6.248	3.170

Tabell 16: Sensitivitetsanalyse for Eniro AB

Som man kan se fra tabellen over er Eniroaksjen svært sensitiv for endringer i nøkkeltallene. Tabellen viser hva aksjekursen vil bli med ulike verdier for WACC og g. Små endringer i nøkkeltallene gir drastiske utslag på aksjeprisen. Alle tall beregninger som ga en aksjepris ≤ 0 er markert som 0 i tabellen da man ikke kan ha en negativ aksjekurs. Disse verdiene vil i praksis bety at selskapet går konkurs.

Denne sensitiviteten viser også at validiteten til resultatene en så enkel verdsettelsesmodell gir er relativt lav, da det er svært vanskelig å anslå korrekte tall. Både på grunn av begrenset informasjon og stor usikkerhet rundt hva som vil skje i framtiden.

7. Konklusjon

Denne oppgaven har hatt som formål å verdsette aksjen til Eniro AB per 31.12.2018. Resultatet har man kommet fram til ved hjelp av en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og en finansiell analyse av selskapet. Som nevnt flere steder i oppgaven er Eniro et selskap som er midt inne i en stor omstillingsprosess som er preget av store endringer av forretningsmodell og tilbudet til markedet. Dette har gjort det vanskelig å gi presise anslag av fremtidige kontantstrømmer og nøkkeltall som WACC.

Som resultat av de ulike analysene kom jeg fram til at Eniros aksje er verdt 2.68SEK per 31.12.18. Tallet ligger et godt stykke over den faktiske aksjeprisen som var 1.09SEK ved utløpet av 2018. Dette kan i utgangspunktet tolkes som at aksjen var underpriset, men som vi så fra sensitivitetsanalysen er prisen svært sensitiv for små variasjoner og dermed ønsker ikke undertegnede å konkludere med dette.

8. Drøfting og kritikk av oppgaven

Denne verdsettelsesoppgaven er skrevet av bachelorstudent med begrensede ressurser i form av tid og tilgjengelig informasjon. Videre er resultatene og konklusjoner som er gjort åpne for kritikk. Oppgaven baserer seg i hovedsak på troverdige historiske tallverdier som kommer fra Eniros egne årsrapporter og konsernregnskap. Prognosene som er gjort for fremtiden er dog i stor grad basert på antakelser og usikre vurderinger. Disse er i stor grad enten basert på selskapets eget syn på fremtiden eller en utvikling beregnet ut fra tidligere års resultater. I tillegg er det brukt tall som er gjennomsnittstall for det svenske markedet.

Den strategiske analysen er hovedsakelig basert selskapets egen informasjon om seg selv og bransjen. Dette er hentet fra årsrapporter og noen uttalelser fra ledelsen i tidsskrifter m.v. Sistnevnte kan naturlig nok ha blitt farget av journalistens gjengivelse av uttalelsene. Videre er analysen basert på diverse sekundærdata om bransjen for øvrig. Informasjonen er hentet fra seriøse kilder og anses som forholdsmessig troverdig.

I regnskapsanalysen er det gjort en begrensning til en periode på 5 år tilbake i tid for de historiske dataene. Dette ble gjort for enkelhetens skyld kombinert med at det er disse årenes data som er best tilgjengelig. Situasjonen Eniro er i, med store endringer, bidrar til at det blir vanskeligere å sammenligne årene opp mot hverandre. Tilbudet til Eniro var et helt annet i 2014 kontra 2018.

For å lage prognoser rundt tall for fremtidige år er det brukt forholdsvis enkle modeller, samt at prognosene baserer seg på historiske tall. Disse forholdene gjør at tallene følgelig blir upresise og at den endelige verdsettelsen blir preget av en grad av tilfeldighet. Dette ser vi som

nevnt i sensitivitetsanalysen, som viser at resultatene ville blitt svært forskjellige med små variasjoner i noen nøkkeltall. Disse nøkkeltallene er videre anslått ut fra enkle modeller og egne vurderinger. Dette gjør sår tvil rundt påliteligheten til nøkkeltallene, og videre verdsettelsen.

Til sist vil jeg kommentere at menneskelige feil i beregninger el. alltid kan forekomme og være en potensiell feilkilde til oppgaven.

9. Kilder og vedlegg

9.1 Kilder

<https://proff.se/bokslut/eniro-ab/kista/f%C3%B6retagsutveckling/2K1S57SI5YEHU/> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://www.accountingcoach.com/blog/what-is-liquidity> [Sist besøkt 22.04.20]

<http://innsikt.proff.no/hjelp-og-tips/nokkeltall-forklaringer-og-formler/> [Sist besøkt 22.04.20]

Presentasjon av Eniro som selskap: <http://www.enirogroup.com/en/about-eniro> [Sist besøkt 22.04.20]

Årsrapport 2018 (Engelsk versjon) <http://www.enirogroup.com/en/reports/eniro-s-year-end-report-2018-translation> Sist åpnet 22.04.20 [Sist besøkt 22.04.20]

Årsrapport 2018 (Svensk versjon) <http://www.enirogroup.com/sv/rapporter/eniro-offentliggor-arsredovisningen-for-2018-och-korrigerar-for-en-mindre-forandring-av> [Sist besøkt 22.04.20]

https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm [Sist besøkt 22.04.20]

<https://blogg.paretobank.no/hva-er-arbeidskapital-og-hvorfor-er-det-viktig> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://i0.wp.com/www.business-to-you.com/wp-content/uploads/2016/12/PESTEL-analysis-updated.png> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://www.salesforce.com/products/marketing-cloud/what-is-marketing-automation/> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://hbr.org/2018/05/how-gdpr-will-transform-digital-marketing> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://kampanje.com/tech/2018/07/kraftig-inntektsfall-ga-eniro-underskudd-pa-30-millioner-kuttet-65-arsverk/> [Sist besøkt 22.04.20]

Historie om Gule Sider i Norge <https://www.gulesider.no/gs/disclaimer> [Sist besøkt 22.04.20]

Salgsdirektør i Gule Sider, Eivind Edholm omtaler Eniros nye forretningsmodell og markedsplaner: <https://kampanje.com/reklame/2019/09/gule-sider-reposisjoneres---etter-mange-ar-med-en-mer-anonym-fremtoning-vil-vi-na-se-vare-kunder-i-oynene/> [Sist besøkt 22.04.20]

https://www.mindtools.com/pages/article/newTMC_08.htm [Sist besøkt 22.04.20]

Digitale Medier 1881 AS sine produkter :

https://dm.1881.no/?utm_source=1881.no&utm_medium=link&utm_campaign=Promo&utm_content=header# [Sist besøkt 22.04.20]

Historisk informasjon om Eniro

<https://web.archive.org/web/20090508155540/http://www.eniro.com/en/About-Eniro/History/1996-2000/> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://ndla.no/nb/subjects/subject:19/topic:1:195989/topic:1:195829/resource:1:56892> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://www.lederkilden.no/ordliste/avkastningskrav-diskonteringsrate> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://snl.no/validitet> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://snl.no/reliabilitet> [Sist besøkt 22.04.20]

Gjennomsnittlig Risk Premium i Sverige 2011-2020 :

<https://www.statista.com/statistics/664819/average-market-risk-premium-sweden-europe/> [Sist besøkt 22.04.20]

Adj. Close OMX Stockholm 2014-2018:

<https://finance.yahoo.com/quote/%5EOMXSPI/history?period1=1388534400&period2=1546214400&interval=1d&filter=history&frequency=1d> [Sist besøkt 22.04.20]

Adj. Close Eniro.st 2014-2018:

<https://finance.yahoo.com/quote/ENRO.ST/history?period1=1388534400&period2=1546214400&interval=1d&filter=history&frequency=1d> [Sist besøkt 22.04.20]

<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/dcf-model-training-6-steps-building-dcf-model-excel/> [Sist besøkt 22.04.20]

