

Pål André Weisethaunet  
Mathias Kvikstad Brunland

# Verdsettelse av Vipps AS

Valuation of Vipps AS

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon  
Veileder: Morten Kringstad  
April 2023



**NTNU**

Kunnskap for en bedre verden



Pål André Weisethaunet  
Mathias Kvikstad Brunland

# **Verdsettelse av Vipps AS**

Valuation of Vipps AS

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon  
Veileder: Morten Kringstad  
April 2023

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet



# Forord

Denne oppgaven er skrevet våren 2023 som en avsluttende del av bachelorgrad i Økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen. Oppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng, og er skrevet av Pål André Weisethaunet og Mathias Brunland. Temaet for oppgaven er verdsettelse, og selskapet vi har valgt å undersøke er Vipps AS.

Til å løse oppgaven er det benyttet store deler av pensum fra hele bachelorgraden, og vi har gjennom oppgaveskrivingen fått en bredere og mer sammensatt forståelse av det vi har lært i løpet av de 3 årene ved NTNU Handelshøyskolen.

Vi vil takke vår veileder Morten Kringstad for god veiledning og bistand under gjennomføringen av oppgaven.

Trondheim, NTNU Handelshøyskolen, april 2023

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens egen regning.

# Sammendrag

I denne bacheloroppgaven har vi gjennomført en verdierestimering av Vipps AS per 31.12.2021. Denne verdsettelsen er basert på strategisk analyse, regnskapsanalyse, kontantstrømbasert analyse og markedsbasert analyse. De to verdiberegningsmetodene blir vektlagt med hensyn på relevans. Verdien er basert på de to ulike verdiberegningsmetodene, som så er vektlagt basert på relevans for selskapet.

Oppgaven starter med en selskaps- og bransjebeskrivelse, med formål å få en oversikt over Vipps og betalingsformidlingsbransjen for øvrig. Videre kommer en methodedel, som kommenterer hvordan vi har gått frem for å innhente relevant informasjon til oppgaven, hvilken metodisk tilnærming de relevante analysene har, og begrunnelse for oppgavens struktur. Deretter fortsetter vi med de ulike analysene, der vi begynner med strategisk analyse. Denne delen består av VRIO, Porters fem konkurransekrefter, Pestel og SWOT-analyse. Videre kommer en regnskapsanalyse som tar for seg historiske regnskapsdata fra perioden 2017-2021. Denne analysen gjennomføres med fokus på lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Siste analyse er den finansielle analysen. Denne bygger på informasjon fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. I den finansielle analysen har vi estimert og benyttet et avkastningskrav på 9,46%. Grunnlaget for dette avkastningskravet er WACC, og er justert for likviditetsrabatt.

Avslutningsvis gjør vi noen kritiske betraktninger ved oppgavens tilnærming og funn i en diskusjonsdel, før vi avslutter oppgaven i en konkluderende del der vi besvarer problemstillingen.

Av de to ulike verdsettelsesmetodene oppnår vi verdier på henholdsvis 2 942 502 311 NOK og 11 564 188 335 NOK. Ved vektet gjennomsnitt (70/30) gir dette oss en estimert markedsverdi på 5 529 008 118 NOK.

# Abstract

In this bachelor thesis, we have conducted a value estimation of Vipps AS per 31.12.2021. This value estimation is based on strategic analysis, accounting analysis, discounted cash flow analysis, and market-based analysis. The concluded market value is then based on the two different value calculation methods which then are emphasized on basis of relevance to the company.

The thesis begins with a description of the company and industry, with the purpose of creating an overview of Vipps and the payment processing industry in general. Next is the methodology, where we comment on how we approached collecting relevant information to the thesis, the methodological approaches to the relevant analyses, and justification of the thesis' structure. Then we continue with the various analyses, starting with strategic analysis. The strategic analysis consists of VRIO, Porter's five forces analysis, Pestel, and SWOT analysis. Further, we continue with an accounting analysis that examines historic accounting data within the period of 2017-2021. This analysis is implemented by focusing on profitability, funding, solidity, and liquidity. The final analysis is the financial analysis, which is based on information from the strategic- and accounting analysis.

In the financial analysis, we have estimated and used an required return of 9,46 %. The basis for this estimate is WACC, adjusted for liquidity discount.

Finally, we provide some critical reflections on the approach and findings of the thesis in a discussion part, before concluding the thesis in a final section where we answer the research question. Of the two different value calculation methods, we get values respectively 2 942 502 311 NOK and 11 564 118 335 NOK. By weighted average (70/30), this gives us an estimated market value of 5 529 008 118 NOK.

# Innholdsfortegnelse

<b>1 – Innledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Motivasjon .....	1
1.2 Problemstilling .....	1
1.3 Avgrensning.....	1
<b>2 – Selskaps- og bransjebeskrivelse .....</b>	<b>3</b>
2.1 Om Vipps.....	3
2.2 Bransjebeskrivelse .....	4
<b>3 – Metode .....</b>	<b>6</b>
<b>4 – Strategisk analyse .....</b>	<b>7</b>
<b>4.1 VRIO .....</b>	<b>7</b>
Verdi .....	8
Sjeldenhet .....	8
Imiterbarhet.....	9
Er organisasjonen forberedt på å utnytte ressursen? .....	9
<b>4.2 Porters fem konkurransekrefter .....</b>	<b>10</b>
<b>4.3 Pestel .....</b>	<b>13</b>
Political .....	13
Economical.....	14
Social.....	14
Technological .....	16
Environmental .....	16
Legal.....	16
<b>4.4 SWOT .....</b>	<b>17</b>
Styrker.....	17
Svakheter .....	19
Muligheter .....	19
Trusler .....	21
<b>5 – Regnskapsanalyse .....</b>	<b>23</b>
<b>5.1 Lønnsomhet .....</b>	<b>23</b>



Totalkapitalrentabilitet .....	23
Egenkapitalrentabilitet .....	25
<b>5.2 Finansiering .....</b>	<b>26</b>
Finansieringsgrad 1 .....	26
Arbeidskapital .....	26
<b>5.3 Soliditet .....</b>	<b>27</b>
Egenkapitalandel .....	27
Gjeldsgrad .....	28
<b>5.4 Likviditet .....</b>	<b>29</b>
Likviditetsgrad 2 .....	29
<b>5.5 Andre generelle betraktninger .....</b>	<b>30</b>
<b>6 – Finansiell analyse .....</b>	<b>31</b>
<b>6.1 Diskontert Kontantstrømmetode .....</b>	<b>31</b>
WACC .....	31
Skattesats .....	31
Terminal vekstrate .....	32
CAPM – Kapitalverdimodellen .....	32
Risikofri rente .....	33
Markedets risikopremie .....	33
Beta .....	34
Gjennomsnittlig gjeldsrente .....	35
Egenkapitalandel .....	35
Justeringer .....	36
Likviditetsrabatt .....	36
Avkastningskravet .....	37
Estimering av kontantstrøm .....	37
Inntekter .....	37
Kostnader .....	39
Avskrivninger .....	40
Endring i arbeidskapital .....	42
Kapitaliserte kostnader .....	42
Selskapsverdi .....	43
Sensitivitetsanalyse .....	44
<b>6.2 Multippelanalyse .....</b>	<b>46</b>
Sammenlignbare selskaper .....	46

Pris/Bok.....	47
Pris/Salg .....	48
Estimater.....	48
<b>6.3 Oppsummering finansiell analyse .....</b>	<b>49</b>
<b>7 – Konklusjon.....</b>	<b>50</b>
<b>8 – Kritikk/Diskusjon .....</b>	<b>51</b>
<b>8.1 Informasjonsinnhenting.....</b>	<b>51</b>
<b>8.2 Verdsettelsesmetoder .....</b>	<b>51</b>
<b>8.3 Skattesatser.....</b>	<b>52</b>
<b>8.4 Estimering av beta .....</b>	<b>52</b>
<b>8.5 Bransjedefinisjon.....</b>	<b>53</b>
<b>9 – Referanser.....</b>	<b>54</b>
<b>10 – Vedlegg .....</b>	<b>59</b>
<b>Vedlegg 1: Utregning av beta.....</b>	<b>59</b>
<b>Vedlegg 2: Utregning av gjennomsnittlig gjeldsrente .....</b>	<b>59</b>
<b>Vedlegg 3: Avkastningskrav til egenkapitalen justert for likviditetsrabatt.....</b>	<b>59</b>
<b>Vedlegg 4: Diskontert kontantstrøm optimistisk scenario.....</b>	<b>60</b>
<b>Vedlegg 5: Diskontert kontantstrøm nøytralt scenario .....</b>	<b>60</b>
<b>Vedlegg 6: Diskontert kontantstrøm pessimistisk scenario .....</b>	<b>60</b>

# Tabelloversikt

Tabell 1: Eierandeler 2021 .....	3
Tabell 2: VRIO .....	7
Tabell 3: Totalkapitalrentabilitet .....	24
Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet .....	25
Tabell 5: Finansieringsgrad 1 .....	26
Tabell 6: Arbeidskapital .....	27
Tabell 7: Egenkapitalandel .....	28
Tabell 8: Gjeldsgrad .....	28
Tabell 9: Likviditetsgrad 2 .....	29
Tabell 10: 10-årig statsobligasjoner .....	33
Tabell 11: WACC .....	37
Tabell 12: Historiske inntekter .....	38
Tabell 13: Inntekter optimistisk scenario .....	38
Tabell 14: Inntekter nøytralt scenario .....	39
Tabell 15: Inntekter pessimistisk scenario .....	39
Tabell 16: Historiske kostnader .....	39
Tabell 17: Kostnader optimistisk scenario .....	40
Tabell 18: Kostnader nøytralt scenario .....	40
Tabell 19: Kostnader pessimistisk scenario .....	40
Tabell 20: Historiske avskrivninger .....	40
Tabell 21: Avskrivninger optimistisk scenario .....	41
Tabell 22: Avskrivninger nøytralt scenario .....	41
Tabell 23: Avskrivninger pessimistisk scenario .....	41
Tabell 24: Historisk arbeidskapital .....	42
Tabell 25: Historisk tilgang immaterielle eiendeler .....	42
Tabell 26: Estimert Markedsverdi DCF .....	44
Tabell 27: Sensitivitetsanalyse WACC .....	45
Tabell 28: Sensitivitetsanalyse Markedsverdi .....	45
Tabell 29: Multipler .....	48
Tabell 30: Alternativ vekting av metoder .....	49
Tabell 31: Estimert markedsverdi .....	49

# Figuroversikt

Figur 1: Bruk av betalingsinstrument.....	15
Figur 2: Bruk av betalingsinstrument.....	15
Figur 3: Befolkningspyramide for Norge.....	20
Figur 4: Kostnader.....	30

# 1 – Innledning

## 1.1 Motivasjon

Det er flere årsaker til hvorfor vi har valgt å verdsette Vipps.

Vi synes at feltet fintech er interessant. Innen fintech er det stort fokus på innovasjon, og i paraplybetegnelsen inngår flere innflytelsesrike selskaper, blant annet PayPal og Klarna.

Vipps er i dag et veletablert selskap i Norge, og er et verktøy de fleste nordmenn bruker i hverdagen. Dette kan gjelde ved restaurantbesøk, handel på nett, eller overføringer av penger til venner eller ukjente. Det er også kåret Norges sterkeste merkevare (Kampanje, 2022). Vipps' størrelse og utbredelse i folks hverdag gjør det til et interessant objekt å studere.

Det at Vipps er unotert, gjør at man ved en verdsettelse møter utfordringer man ikke behøver å ta stilling til ved verdsettelse av børsnoterte selskaper. Majoriteten av tidligere bacheloroppgaver ved NTNU Handelshøyskolen med verdsettelse som tema, har hatt fokus på børsnoterte selskaper. Vi synes derfor det er interessant å utforske de utfordringene som verdsettelse av unoterte selskaper medfører.

## 1.2 Problemstilling

I denne oppgaven har vi lagt som mål å fastslå en verdi på Vipps AS. Problemstillingen lyder dermed som følger:

“Hva er verdien av Vipps per 31.12.2021?”

## 1.3 Avgrensning

Vi avgrenset oppgaven tidlig til at vi verdsetter Vipps for datoen 31.12.2021, selv om vi skriver oppgaven våren 2023. Denne avgrensingen har vi gjort da vi ikke hadde tilgang på regnskapstall for 2022.

Vipps gjennomfører i skrivende stund en fusjon med MobilePay, som etter planen skal være ferdigstilt 2. mai 2023. En inkludering av denne fusjonen er det rimelig å argumentere for at vil kreve en detaljert gjennomgang av MobilePays strategiske og økonomiske forhold. Vipps

har også gjennomgått en fisjon med BankID og BankAxept i 2022. Av regnskapet 2021 har de i notene fordelt inntektene på de ulike delene av konsernet. Det er derimot ikke klart hvilken fordeling kostnadene, eiendelene og avskrivningene har. Vi har derfor valgt å ikke inkludere effektene av disse endringene direkte inn i våre estimater for fremtidige kontantstrømmer.

## 2 – Selskaps- og bransjebeskrivelse

### 2.1 Om Vipps

Vipps ble etablert i juni 2015 av DNB, og er først og fremst allment kjent som en betalingsløsning i form av en app. I februar 2017 kom en avtale mellom DNB, Sparebank 1-alliansen, Eika Alliansen, Sparebanken Møre og 15 selvstendige sparebanker, der Vipps ble opprettet som et frittstående selskap. Per 31.12.2021 innehar DNB Bank ASA en eierandel på 44,98 prosent, Sparebank 1 Betaling AS har 23,12 prosent, Balder Betaling AS har 9,57 prosent, Eika VBB AS har 9,45 prosent, og NORDEA BANK Filial i Norge har 5,95 prosent, Danske Bank A/S har 1,81 prosent, Sparebanken Møre har 1,13 prosent, Sbanken ASA har 1,05 prosent, og Handelsbanken har 0,9 prosent. Øvrige aksjonærer består av mindre banker, og har resterende eierandel på 2,05 prosent. Aksjekapitalen består av kun ordinære aksjer, derav 1 194 120 aksjer med pålydende kurs på 10,00 kr.

	Eierandel
DNB Bank ASA	44,98%
Sparebank 1 Betaling AS	23,12%
Balder Betaling AS	9,57%
Eika VBB AS	9,45%
NORDEA BANK ABP, fil	5,95%
Danske Bank A/S	1,81%
Sparebanken Møre	1,13%
Sbanken ASA	1,05%
Handelsbanken	0,90%
Øvrige aksjonærer	2,05%

Tabell 1: Eierandeler 2021

Kilde: Årsregnskap (2021)

Vipps AS har siden 2017 utviklet seg som konsern til å inneha interesser utover mobile betalingsløsninger, blant annet etter en fusjon med danske MobilePay. Per 31.12.2021 utgjorde konsernet ni selskap, der Vipps AS stod som morselskap. Vipps AS stod med 100 prosent eierskap i alle de åtte datterselskapene. Datterselskapene driver ulik form for virksomhet, men har til felles at de er teknologiselskaper som støtter opp under utviklingen av morselskapet. Disse selskapene var Nordic Future Innovation AS, Vipps International AS,

Vipps Id Solutions AS, Vipps Teknologi AS, Vbb AS, BankID Norge AS, Bankaxept AS, og Vipps Mobil AS.

Når denne bacheloroppgaven skrives våren 2023, er de tre sistnevnte selskapene ikke lenger en del av Vipps-konsernet. Etter EUs innvilgelse av sammenslåing av Vipps og MobilePay, ble det bestemt å fisjonere ut datterselskapene BankAxept og BankID tredje kvartal 2022. Med Vipps' internasjonale ekspansjon var det det ønskelig fra norske eiere om å beholde selskapene med den norske eierstrukturen (Garborg, 2022). Videre ble det 1. desember 2022 meldt om at Ice kjøper opp kundebasen til Vipps Mobil, og at Vipps sin satsning på mobilabonnement legges ned. Ice overtar Vipps' kundebase på 19 000 abonnementer i januar 2023 (Knutsen, 2020).

I dag operer Vipps på flere områder innen betalingsformidling. Selskapet tilbyr tjenester som vennebetaling og betaling på e-handel, og er en betalingsløsning for organisasjoner og foreninger. Selskapet opplever kontinuerlig vekst i det norske markedet, på tross av at mer enn 3 av 4 nordmenn allerede er registrert som brukere. Selskapet har en sterk merkevare, og har vunnet flere uavhengige undersøkelser som Norges sterkeste merkevare. Verbet å *vipse* har takket være Vipps blitt et synonym for å sende penger, og er på kort tid blitt etablert i norsk allmennspråk (Språkrådet, 2020).

## 2.2 Bransjebeskrivelse

Majoriteten av konsernets virksomhet er å anse som en del av betalingsformidlingsbransjen. Betalingsformidlingsbransjen har et vidt omfang, men har håndtering av betalingsprosesser og transaksjoner mellom kjøper og selger som fundament. Dermed kan selskaper som tilbyr forskjellige betalingsløsninger og -tjenester, som kredittkortutstedere, betalingsprocessorer, banktjenester og digitale betalingsleverandører, defineres herunder betalingsformidlingsbransjen.

Selve konseptet overføring av penger er lett imiterbart, og fordrer derfor at man er sterkt differensiert for å være en foretrukket leverandør. Kredittkortutstedere som Mastercard tilbyr kjøper å handle varer og tjenester på kreditt, mot at det tas en provisjon fra kjøper og selger



av handelen. Betalingsprosessorer som PayPal operer som et mellomledd mellom kjøper og selger, hvor det ofte tas en provisjon fra selger for å håndtere betalingen. Digitale betalingsleverandører som ApplePay lar brukere betale for varer og tjenester ved bruk av mobiltelefon eller andre digitale produkter. Banktjenester som Klarna, gir kunder muligheten til å overføre penger elektronisk. Selv om Vipps ikke har en identisk plattform som nevnte selskaper, er de likefullt konkurrenter. Dette underbygges av direktør Rune Garborgs uttalelser i et intervju fra 2022, hvor han omtalte disse som hovedkonkurrenter (Garborg, 2022).

Bransjen er dessuten tungt regulert, i likhet med andre bransjer med tilknytning til finansielle tjenester. Dette innebærer gjerne omfattende bruk av tid og ressurser, både ved utvidelse av produktsortiment og ved ekspandering til nye markeder.

### 3 – Metode

I denne oppgaven benyttes både kvantitative- og kvalitative metoder. De kvalitative metodene er benyttet i den strategiske analysen for å forsøke å kartlegge selskapets posisjon og fremtidsutsikter. Den strategiske analysen består av en VRIO-analyse, Porters fem konkurransekrefter og Pestel, oppsummert av en SWOT-analyse. Kartleggingen er blant annet gjort gjennom eget intervju med Andreas Talseth, Vipps' leder for strategi og finans fredag 14.4.2023. Transskripsjon av intervjuet ligger ikke vedlagt oppgaven, men kan deles ved forespørsel.

De kvantitative metodene er benyttet for å analysere Vipps sin økonomiske og finansielle situasjon og -posisjon. Den regnskapsmessige analysen benytter seg av regnskapsdata fra perioden 2017 til 2021. Denne analysen har til hensikt å gi et bilde av Vipps sin økonomiske situasjon, og vil inneholde beregninger som omhandler lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet. Til slutt vil den finansielle analysen bestå av diskontert kontantstrømmetode, supplert av en multippelanalyse. I denne analysen vil man benytte antagelser basert på den strategiske og regnskapsmessige analysen. Vil vi også presisere at det har blitt benyttet relevant informasjon fra etter 31.12.2021 i den strategiske- og finansielle analysen.

Ved gjennomføring av oppgaven har vi valgt å sette opp relevant teori i starten av hvert av de respektive analyse-kapitlene, for så gjennomføre den tilhørende analysen.

Selskaper underlagt finansskatteordningen er ifølge Skatteetaten (2023) disponert for 2 ulike grunnlag for skattebetaling:

- Finansskatt på 5% av arbeidsgiveravgiftsgrunnlag
- Selskapsskatt på 25%

I regnskapene til Vipps er det ikke nevnt noe om delen knyttet til finansskatt beregnet ut fra lønn. Vi har dermed valgt å se bort fra denne, og kun benyttet oss av skattesatsen på 25%.

## 4 – Strategisk analyse

Til å kartlegge Vipps' nåværende og fremtidige posisjon som enkeltsekskap, og som en del av betalingsformidlingsbransjen for øvrig, er det hensiktsmessig å utføre en strategisk analyse. Kombinert med regnskapsanalyse på tidligere regnskapstall, vil en strategisk analyse bidra til å gi en pekepinn på hvordan den økonomiske framtiden kan se ut. Til å utføre den strategiske analysen har vi benyttet en VRIO-analyse til å undersøke mikro-forhold, og Porters bransjeanalyse og PESTEL-analyse for makro-forhold. Avslutningsvis i kapitlet trekker vi sammen trådene, og oppsummerer de ved hjelp av en SWOT-analyse.

### 4.1 VRIO

En VRIO-analyse er et nyttig verktøy til å gi en vurdering av et selskaps ressurser. Analysen kan brukes til å avgjøre om den respektive ressursen gir konkurransefortrinn, og om den kan bidra til varig verdiskapning. VRIO-analysen tar hensyn til fire aspekter i vurderingen av om ressursen er en styrke eller svakhet for selskapet. Aspektene danner til sammen analysens navn, og tar utgangspunkt i ressursens verdi (value), sjeldenhet (rarity), imiterbarhet (imitability) og om selskapet er forberedt på utnyttelse av ressursen (organization) (Knudsen & Flåten, 2015).

Ressursene vi har lagt til grunn i denne analysen er Vipps' merkevare, humankapital og tilgang på kapital.

Faktorer	Er ressursen verdifull?	Er ressursens sjelden?	Er ressursens imiterbar?	Utnytter organisasjonen seg av ressursen?
Humankapital	Ja	Ja	Nei	Ja
Merkevare	Ja	Ja	Nei	Ja
Tilgang på kapital	Ja	Nei	Ja	Ja

Tabell 2: VRIO

## Verdi

En viktig forutsetning for verdiskapning er at selskapet har ressurser som er verdifulle.

Vipps består i dag av høyt kvalifiserte ansatte med bakgrunn fra forskjellige fagmiljøer. Samtidig samarbeider de om et felles mål om å utvikle best mulige produkter for Vipps. Dette skaper synergieffekter, og er meget verdifullt for selskapet.

De siste åtte årene har Vipps vært meget bevisste rundt egen merkevarebygging. Alt ved selskapet fronter *innovasjon* og *forenkling*. Navnet, logoen, reklamer, osv. Dette underbygges av at selskapet de siste årene har kommet ut av flere uavhengige undersøkelser som Norges sterkeste merkevare (Kampanje, 2022). Ser man dette opp mot kundevekst og antall lojale kunder, vil det indikere at Vipps som merkevare er verdifull.

Å ha tilgang på finansiell kapital er alltid en ressurs, men især i tider det er mer krevende å hente kapital. Økte renter og generell usikkerhet i finansmarkedene per våren 2023, har gjort finansiell kapital til en knappere ressurs enn tidligere. Den europeiske banksektoren er underlagt strenge reguleringer, noe som gjør europeiske banker til de mest solide i verden (Sanders, 2018). Dermed er det fornuftig å argumentere for at Vipps' solide og likvide eiere er en meget verdifull ressurs, spesielt i skrivende stund.

## Sjeldenhet

En sjelden ressurs vil gi konkurransefortrinn, fordi den begrensede tilgjengeligheten gjør den vanskelig for konkurrenter å anskaffe. Dette kan gi virksomheten en betydelig fordel i markedet, og øke sjansene for å lykkes.

Vipps består av selskaper med ansatte fra ulike kunnskapsfelt med høye faglige kvalifikasjoner. Synergieffektene som skapes på tvers av fagmiljøene gjør den interne kompetansen unik.

En så sterk merkevare som Vipps tar tid og ressurser å bygge. Tillit til et selskap skapes over tid, og krever mye for å opprettholdes. Vipps har siden oppstart hatt et svært bevisst forhold til hvordan de fremstår, og har med det etablert seg som et eksempel til etterfølgelse innen norsk merkevarebygging.

Det kan diskuteres om finansiell kapital burde defineres som en sjelden ressurs. I ustabile tider i finansmarkedene kan det være vanskelig å hente finansiell kapital. Dermed vil det være en ettertraktet posisjon å inneha tilgang på finansielle midler. Likevel, Vipps er ikke det eneste selskapet med likvide eiere som er villige til å investere. På den andre siden, per mars 2023 er ikke alle banker likvide og stabile eiere. Store banker i USA og Europa sliter med høy inflasjon og rask oppgang i styringsrenter. På kort sikt kan konsekvensene være at banker prioriterer andre prosjekter enn de mer langsiktige, kapitalkrevende virksomhetene som Vipps. Dette gjør finansiell kapital mer sjelden i disse tider.

### Imiterbarhet

Ressurser som er vanskelig å imitere, vil gi ressursens innehaver et varig konkurransefortrinn som er vanskelig for konkurrenter å kopiere eller etterligne.

Ettersom synergieffekter skapes gjennom den spesielle sammensetningen av ulike avdelinger innad i konsernet, gjør det at den sammensatte humankapitalen er svært vanskelig å imitere.

Som vinner av flere uavhengige undersøkelser for sterkeste merkevare, er det ikke en overdrivelse å påstå at Vipps har en sjelden merkevare det er vanskelig å imitere.

Om tilgangen på finansiell kapital er en imiterbar ressurs er også usikkert. Investeringslysten hos investorer svinger i takt med markedssituasjonen, men attraktive selskaper vil sannsynligvis alltid være interessante for investeringer.

### Er organisasjonen forberedt på å utnytte ressursen?

En verdifull ressurs er ikke nødvendigvis verdifremmende dersom det ikke foreligger en organisering som lar selskapet dra nytte av ressursen.

Vi mener at Vipps i stor grad benytter kompetansen deres ansatte besitter. Med et ønske om å fremme innovasjon, bevilges enkelte av avdelingene mye frihet. Ved å kombinere dette med prestasjonssøkende miljøer, skapes en prestasjonsfremmende kultur i selskapet. Dette har ført til at selskapet har hatt en sterk vekst over en relativt kort periode.

Vipps' merkevare bidrar til verdiskapning ved at selskapet tiltrekker seg kunder fra segmenter hvor de tidligere har manglet representasjon. I et intervju med Finansavisen høsten 2022 uttalte Vipps-sjef Garborg at selskapet har hatt en stor økning av brukere i

aldersgruppen 70+ (Garborg, 2022). I denne sammenhengen er det nærliggende å tro at den sterke merkevaren har vært en viktig faktor.

Til slutt mener vi at tall fra regnskapet underbygger vår påstand om at Vipps benytter seg av deres tilgang på finansiell kapital. Av regnskap for perioden 2018-2021 fremkommer det at det har blitt registrert en årlig investering i teknologi og prosjekter i arbeid på om lag 200 millioner kroner, i tillegg til emisjon gjennomført både 2019 og 2021.

## 4.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter, eller *Porters bransjeanalyse*, er en modell som måler et selskaps robusthet og markedsposisjon, sett opp mot relevant bransje. Modellen tar høyde for fem faktorer i vurderingen. Deler av modellen omhandler bransjens konkurranseintensitet, og hvordan denne påvirker de ulike aktørenes forhandlingsstyrke. Andre faktorer vektlegger potensialet for nykommere, og eventuell trussel av substitutter (Pettersen, Framnes, & Thjømøe, 2018)

### 1. Konkurranseintensitet / rivalisering

Denne faktoren bestemmes utfra tettheten av konkurrenter i en bransje. Sagt på en annen måte, intensiteten øker med antallet konkurrenter. I en bransje med mange konkurrenter vil ofte kampen om markedsandeler tilspisse seg. Flere aktører kjemper om de samme kundene, og er dermed nødt til å følge med på hva andre aktørene tar for seg. Aspekter som ofte kjennetegner slike markeder, kan være lav kundelojalitet, lave etableringskostnader og høy trussel av substitutter. På samme måte er konkurranseintensiteten lavere for bransjer med få konkurrenter. Aktører i disse bransjene følger også med på sine konkurrenter, og har selvsagt interesse av å kapre nye markedsandeler. Men hvis konkurranseintensiteten er lav, er det ikke sikkert at det er så enkelt å skaffe seg nye andeler av markedet. Færre konkurrenter fører til at aktørene kan forholde seg til et mer stabilt marked. Dermed kan man fokusere mer på egen lønnsomhet fremfor konkurransen med andre aktører.

På et nasjonalt plan er det tilnærmet få, eller ingen konkurrerende aktører innen betalingsformidlingsbransjen, men internasjonale konkurrenter som Klarna og Paypal er til

stede. Dette gjelder spesielt netthandel, en del av virksomheten Vipps uttalt satser sterkt på. Internasjonalt intensiveres konkurransen ytterligere mot globale aktører som Amazon og Apple, eller nasjonale aktører i landene Vipps har ambisjoner om å operere i, som Pivo i Finland.

## 2. Trussel om nyetableringer

I mange bransjer vil det være naturlig at nye konkurrenter prøver å etablere seg, dersom de skulle se muligheter for å skaffe seg markedsandeler fra de eksisterende aktørene. Har for eksempel en ny aktør stordriftsfordeler som gjør at de kan konkurrere på pris, vil dette være en konkret trussel for de eksisterende aktørene. I bransjer hvor selskap går godt og det ikke finnes adgangsrestriksjoner, må selskapene ta høyde for forsøk på nyetableringer.

Vipps har siden oppstarten tatt vesentlige markedsandeler i det norske markedet ved å utkonkurrere den tids eksisterende betalingsløsninger med forenklede systemer. Selskapet nyter godt av stordriftsfordeler med vesentlige markedsandeler i det norske markedet. Sammen med deres innovasjonskraft og tydelige fokus på utvikling, er det mindre sannsynlig at eventuelle nyetableringer fra inn- eller utland skulle kunne utkonkurrere Vipps.

På den andre siden er det vanskelig å kartlegge alle relevante trusler i det internasjonale markedet. Selv om Vipps er et meget innovativt selskap, er det nærliggende å tro at det vil oppstå konkurranse med tilsvarende innovative konkurrenter utenfor norske grenser. I en globalisert verden vil dette være uunngåelig, og krever at Vipps bruker deler av sine ressurser til å følge med på konkurrenter.

## 3. Trussel om substitusjon

Etablerte aktører i en bransje burde også gjøre vurderinger knyttet til unikheten ved produktet sitt. Dersom kunder kan være tilbøyelige til å bytte ut aktørens produkt med et annet, kan dette svekke den etablerte aktørens robusthet. Kriteriet for substitusjon pleier å være at et nytt produkt tilfredsstillende de samme behovene som et etablert produkt, og at det objektivt sett er mindre som skal til for at kunden bytter produkt. Derfor er differensiering viktig for aktører. Aktører er mer robuste hvis de tilbyr et produkt, eller en tjeneste som er vanskelig å etterligne

eller utkonkurrere. Vipps med sin organisasjonsmodell bestående av selskaper fra ulike fagmiljøer har på sin side utviklet et eksklusivt produkt. Ved å være mer enn bare en betalingstjeneste, differensierer selskapet produktet sitt fra konkurrenter.

Selv om flere betalingsformidlingsselskaper har et produkt det er vanskelig å imitere direkte, finnes det områder der de for øyeblikket er utsatt. Kryptovaluta har fortsatt til gode å gjøre sitt store gjennombrudd innen betalingsformidling, men burde likevel ses på som en trussel for de etablerte aktørene i dagens betalingsformidlingsbransje. Flere butikker og selskaper har de siste årene begynt å akseptere ulike former for kryptovaluta som betaling for varer og tjenester. Mange av de etablerte aktørene i betalingsformidlingsbransjen, deriblant Vipps, har ikke betalingsløsninger for kryptovaluta. Dette kan potensielt føre til at de mister kunder, dersom kundene foretrekker å handle med denne typen valuta.

#### 4. Leverandørens- og kjøperens forhandlingsstyrke

Det er ofte slik at leverandører har mulighet til å påvirke konkurranseintensiteten i en bransje. Dette avhenger som regel av fire aspekter: en aktørs bestillingsvolum og betydningen av dette for leverandøren, differensiering av innsatsfaktorer, substitutter og sammensetningen av leverandører (Pettersen, Framnes, & Thjømøe, 2018)

Det første aspektet er muligens selvforklarende. Dersom du er en kunde av betydning for leverandøren, vil du åpenbart kunne kreve bedre betingelser. Er du derimot en liten kunde, vil du ha forholdsvis liten forhandlingskraft. Det neste aspektet omhandler betydningen av at produktet, eller om tjenesten leverandøren tilbyr er unikt. Et unikt produkt kan gi en verdi utover selve produktet for aktøren/kunden. Hvis du som leverandør vet at ditt produkt har kvaliteter ingen andre har, vil du kunne påvirke konkurranseintensiteten.

Det tredje aspektet, substitutter, er først og fremst brukt av kunde mot leverandør, og ikke motsatt. Dersom produktet en leverandør tilbyr enkelt kan substitueres, har de liten mulighet til å kunne påvirke konkurranseintensiteten. Det siste aspektet kan ses i sammenheng med det første. Dersom markedet av leverandører er stort, vil kunden muligens ha større utvalg av leverandører å velge mellom.



Vipps utvikler i stor grad egne produkt selv, og er dermed mindre avhengig av leverandører. Om dette er tilfelle for betalingsformidlingsbransjen generelt vites ikke, men det er rimelig å anta at andre aktører i bransjen kan være mer avhengige av leverandører. Samtidig er det nærliggende å tro at bransjen har en sterk posisjon ovenfor kjøpere. Ved å tilby unike produkt håper de å skape sterk kundelojalitet til bedrifter og privatpersoner. Eksempler på differensierte produkt i bransjen, kan være Klarnas tilbud om utsatt nettbetaling, Paypals hurtige overføringer via internasjonale banknettverk, eller ApplePays tilbud om å benytte Apple-produkter som betalingsmiddel.

### 4.3 Pestel

Selv om de fleste selskap har for liten innflytelse til å påvirke egen bransjes rammebetingelser, er det fortsatt viktig at de forstår de overordnede makrofaktorenes direkte innflytelse på bransjen, og deres betydning for selskapet på lengre sikt.

Betalingsformidlingsbransjen er kompleks, slik vi har gjort rede for i delkapittel 2.2. Til å analysere makroforhold som påvirker bransjen, er det hensiktsmessig å benytte en PESTEL-analyse. PESTEL står for: Political (politisk), Economical (økonomisk), Social (sosialt), Technological (teknologisk), Environmental (miljømessig) og Legal (juridisk) (Løwendahl & Wenstøp, 2011).

#### Political

Utvidelser av selskap medfører ofte økt politisk intervensjon. Dette er noe Vipps har fått erfare ved sin nordiske ekspansjon. Høsten 2022 avslo Europakommisjonen delvis Vipps' fusjonering med danske MobilePay og finske Pivo. Det vil si, Vipps og MobilePay ble innvilget søknaden om fusjon med forbehold om at Pivo holdes utenfor. Begrunnelsen for Europakommisjonens avgjørelse om avslag var på grunn av konkurransesituasjonen i Finland. MobilePay og Pivo har i utgangspunktet delt det finske markedet mellom seg, og en sammenslåing ville dermed være problematisk. Fusjonen har vært tid- og ressurskrevende, og illustrerer de politiske makrofaktorene selskap må hensynta ved oppkjøp og sammenslåinger.

## Economical

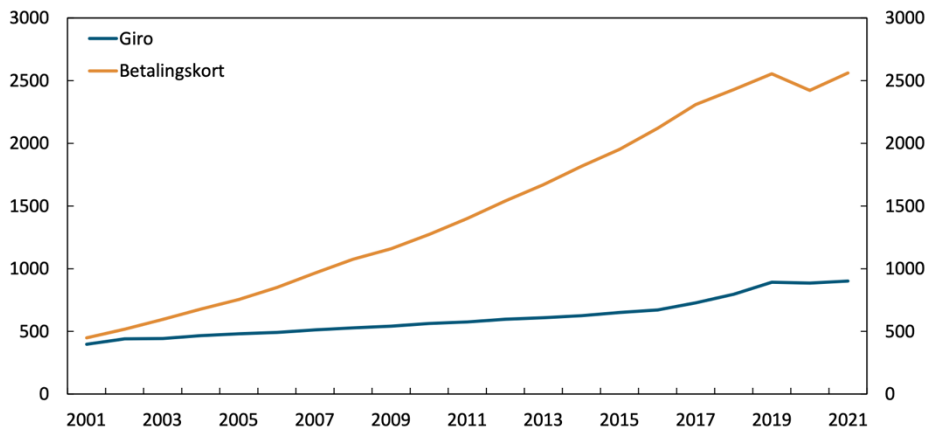
I utgangspunktet er det en viss forskjell i strategien til nasjonale aktører som Vipps og MobilePay, og mer globale aktører som Paypal og Klarna, gitt den finansielle situasjonen de står i. Den norske stat har vesentlige eierandeler i DNB, og tilsvarende har den danske stat store eierandeler i Danske Bank. Disse bankene er som kjent de største eierne i Vipps, og er stabile, likvide eiere med lang tidshorisont. Eierstrukturen tillater de nasjonale aktørene å ha et lengre perspektiv. Med tanke på at kravene til kvalitet er høye, er utvikling et viktig aspekt i denne bransjen. Som i Vipps sitt tilfelle, ser vi at det ofte kan ta noe tid før selskapene har positiv kontantstrøm. Av regnskapsanalysen vi kommer tilbake til, finner vi at Vipps hadde en negativ EBITDA frem til 2019, altså de tre første årene.

Videre er det vanskelig å komme unna koronapandemien når man analyserer de økonomiske makroforholdene. Denne perioden var for mange selskaper og bransjer krevende på flere områder. Rent økonomisk viste pandemien seg å bli en opptur for Vipps. Selskapet fortsatte veksten, mye takket en sterk økning i e-handel (Frøberg & Toraman, 2023).

## Social

Transaksjoner uten kontanter har blitt den foretrukne betalingsmetoden i mange land. Antall girobetalinger, altså direkte overføringer mellom to bankkontoer har nærmest doblet seg de siste 20 årene. Denne betalingsløsningen har likevel ikke vært i nærheten av utviklingen betalingskort som betalingsløsning har opplevd i samme periode. Ved hjelp av moderne teknologi har betalingsformidlingsbransjen gjort det praktisk og fordelaktig å benytte betalingskort i betalingen av varer og tjenester. Dette og en modernisert logistikkbransje har vært med på å legge til rette for e-handel.

**Figur 1 Bruk av betalingsinstrument. Millionar betalinger. 2001–2021**



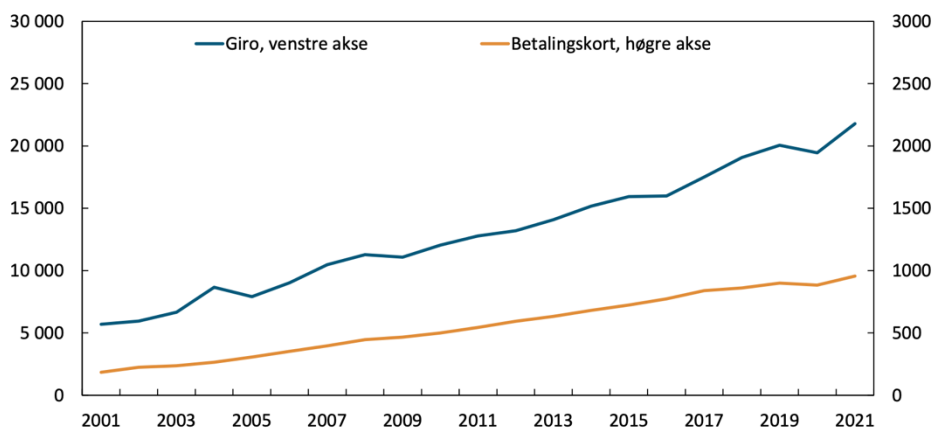
Kjelde: Noregs Bank

*Figur 1: Bruk av betalingsinstrument*

Kilde: Norges Bank (2022)

Samtidig virker det til at giroutbetalinger utgjør større summer for hver transaksjon. Ifølge Norges Bank er den totale summen av giroutbetalinger vesentlig større enn den totale summen for betalingskort. Ut fra disse tallene kan man anta at større transaksjoner som bilkjøp og husleie fortsatt gjøres direkte mellom bankkontoer, mens mindre, hverdagslige transaksjoner stort sett gjøres via betalingskort.

**Figur 2 Bruk av betalingsinstrument. Milliardar kroner. 2001–2021**



Kjelde: Noregs Bank

*Figur 2: Bruk av betalingsinstrument*

Kilde: Norges Bank (2022)

## Technological

Betalingsformidlingsbransjen er som mange andre bransjer påvirket av kunstig intelligens (AI). Konsekvensene av dette kan på den positive siden være økt effektivisering og teknologiske fremskritt. Samtidig er ikke økt bruk av AI utelukkende fordelaktig. For at effektiviteten av AI skal øke, trenger man store mengder data. Utviklingens hurtige tempo fører til at internasjonale reguleringsinstanser sliter med å holde følge. I Norge er det strenge regler for lagring av data, spesielt sensitive data jf. Personopplysningsloven. På tross av dette, ser vi at mange selskaper unngår denne loven ved å nekte sine tjenester uten kundens samtykke til lagring av data.

Apple lar ikke andre aktører få tilgang til å benytte seg av NFC-chipen i sine egne produkter. Med ApplePay skaper de seg dermed en form for monopol med tanke på deres markedsandeler i smarttelefonmarkedet. Dette gjør at resten av betalingsformidlingsbransjen må se seg om etter andre løsninger.

## Environmental

Den største delen av selskaper innen betalingsformidlingsbransjen generer det meste av sine inntekter basert på antall transaksjoner. Dermed er det naturlig å anta at de samme selskapene konstruerer produktene sine på en måte som legger til rette for flest mulige transaksjoner. Økte transaksjoner fører til økt handel, både i den fysiske verden og over internett. Den økte handelen fører til økt konsum, noe som er rimelig å anta at gir økte utslipp. Med dette tankesettet kan man dra linjer til at betalingsformidlingsbransjens satsning på blant annet e-handel er med på å bidra til et lite bærekraftig konsumnivå av varer og tjenester.

På den andre siden mener vi at betalingsløsninger som Vipps legger til rette for økt brukthandel. Ved at Vipps er en kjent merkevare de fleste kjenner som pålitelig og rask, kan deres betalingsløsning forenkle transaksjoner mellom brukere. For eksempel har Finn.no og Vipps inngått samarbeid for å gjøre det trygt og enkelt å handle brukt (Finn.no, 2023).

## Legal

Finans- og betalingsbransjen er tungt regulert. Dette medfører at for hver nye manøver, enten det er i form av ekspandering til nye markeder eller lansering av nye produkter innen finans, vil det som oftest innebære omfattende bruk av tid og ressurser. I denne bransjen skjer det

kontinuerlige endringer. For å håndtere dette er det nødvendig å være frempå, og utnytte selskapets interne kompetanse for å ikke miste konkurransekraft.

Den internasjonale delen av betalingsformidlingsbransjen opererer med overføringer på tvers av land og kontinenter. Overføringer mellom land med ulik valuta har tradisjonelt vært forbundet med høye kostnader knyttet til valutaveksling. Organisasjoner som EU og handelsavtaler som EØS har imidlertid bidratt til å senke disse kostnadene ved å forenkle prosessen rundt internasjonale overføringer blant medlemmer. Likevel, ved overføringer mellom medlemsland og ikke-medlemsland, vil man måtte operere i tungt regulerte marked. Dette øker kostnadene, og minsker effektiviteten. For betalingsformidlingsbransjen er det derfor avgjørende for selskapene å drive lobbyvirksomhet rettet mot regulerende myndigheter.

#### 4.4 SWOT

Det er viktig for et selskap å kjenne sine egne muligheter og begrensninger. Men, dette gir liten verdi om selskapet ikke evner å se resultatene i sammenheng med de eksterne markedsforhold som råder. Til å analysere selskapets posisjon sett i sammenheng med de eksterne forhold, er det hensiktsmessig å utføre en SWOT-analyse. SWOT består av de fire delene: Styrker (Strengths), Svakheter (Weaknesses), Muligheter (Opportunities) og Trusler (Threats) (Jacobsen & Thorsvik, Hvordan organisasjoner fungerer, 2013).

Styrker og svakheter omhandler selskapets tilgang eller mangel på ressurser og kompetanse. Muligheter og trusler har som formål å fremheve eksterne markedsforhold. Med dette som utgangspunkt har vi gjort en SWOT-analyse av Vipps AS.

##### Styrker

Konsernet består i dag av datterselskaper med ulike former for virksomhet innen teknologi, men med et felles formål om å støtte opp under utviklingen av morselskapet, Vipps AS. En slik organisasjonsmodell skaper synergieffekter ved at selskaper fra ulike fagmiljøer får samarbeide om et felles mål. Datterselskapene Vipps Id Solutions AS og Vipps Teknologi AS tilfører på hver sin måte viktige egenskaper til Vipps' betalingsformidling. De to nevnte selskapene, som tilbyr utvikling av teknologi- og identifiseringstjenester, er viktige komponenter i utformingen av Vipps som mer enn bare et betalingssystem. Ved at de får

samarbeide på tvers av fagmiljøer skaper de noe unikt, som er vanskelig for konkurrenter å imitere.

Vipps fremstår i 2023 som en etablert aktør innen flere bransjer, og nyter godt av stordriftsfordeler innen betalingsformidling. Ved fusjonen med MobilePay håper selskapet å skape synergieffekter. Kvartalsrapporten for 4. kvartal 2022 forteller at 78% av den norske befolkningen er på Vipps, en økning fra 75% på samme tid foregående år. Veksten i Q4 for 2022 var på 41 000 nye brukere, mot 46 500 nye brukere i Q4 2021 (Vipps, 2022a).

Samtidig er det nærliggende å tro at selskapet nyter godt av egen merkevare. Selskapet har vunnet flere uavhengige undersøkelser som Norges sterkeste merkevare, og har generelt et meget godt omdømme. Selskapets stabile økning i nye brukere kan ses i sammenheng med god synlighet, og sterk grad av lojalitet blant brukere.

Siden Danske Bank i begynnelsen av 2018 besluttet å avvikle den norske virksomheten rundt MobilePay for heller å investere selv i Vipps, er det rimelig å argumentere for at det siden har vært liten nasjonal konkurranse innen vennebetaling. Dette gjør at Vipps kan prioritere midler til konkurransen innen e-handel med internasjonale aktører som PayPal og Klarna (Vipps, 2023).

Til slutt er det verdt å nevne at de fremste eierne i Vipps AS er flere av Norges største banker. En stabil eierstruktur med likvide banker gir selskapet god forutsigbarhet og stor tillit. Denne effekten forsterkes i tider det er krevende å hente kapital. Likvide eiere med langsiktig horisont er dessuten særs verdifullt i bransjer hvor oppstartskostnadene er store. Det er ikke uvanlig for teknologiselskaper å drifte med underskudd i de første årene, noe som definitivt har vært tilfelle for Vipps.

## Svakheter

Utvidelse av et selskap behøver ikke alltid være utelukkende positivt. Beslutningsprosesser blir ofte mer omfattende i takt med utvidelsen av selskapet, både internt og eksternt. Større organisasjoner består ofte av mange instanser, hvor ulike instanser skal ha rett til å komme med sin mening. På et eksternt nivå tiltrekker selskapet seg mer interesse blant regulerende myndigheter og konkurrenter, hvor førstnevnte ofte senker tempoet i virksomheten. Sammenlignet med mindre organisasjoner kan derfor store organisasjoner ofte bli ansett som trege og mindre mobile.

I Vipps sitt tilfelle er det spesielt de eksterne faktorene som har bremsset selskapets utvikling. På grunn av Vipps'-, Pivos- og MobilePays markedsandeler i sine respektive nordiske land, protesterte globale aktører på fusjonen. Dermed måtte den behandles av regulerende myndigheter i EU-kommisjonen. Behandling av saken pågikk i flere år, og medførte store kostnader før deler av den opprinnelige fusjonen ble innvilget. I fremtiden kan derfor samarbeid på tvers av selskap være mer hensiktsmessig fremfor innlemming.

Etter godkjenningen av fusjonen har Vipps og MobilePay brukt store ressurser på å sammenslå to plattformer til en. På tross av at selskapene i utgangspunktet har lignende tekniske fundament, er overgangen tid- og ressurskrevende.

## Muligheter

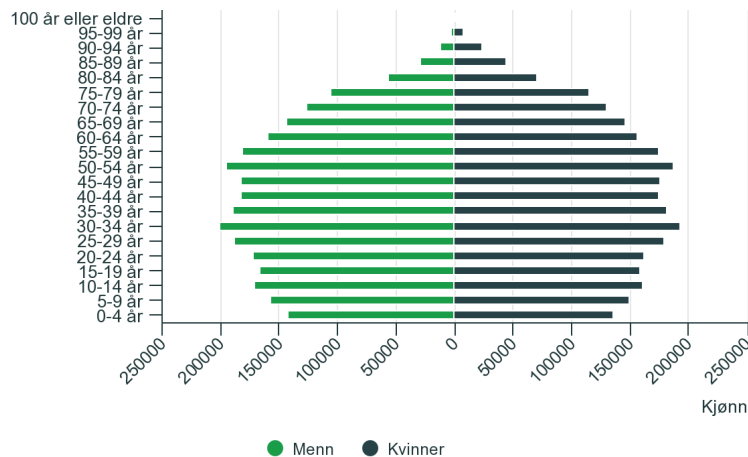
Ettersom 75% av den norske befolkningen per Q4 2021 allerede bruker Vipps, antyder den stabile økningen i antall brukere fra 2021 til 2022 at Vipps når ut til deler av befolkningen den tidligere ikke har klart å nå ut til. Denne antagelsen underbygges i et intervju med Vipps-sjef Rune Garborg datert høsten 2022. I intervjuet forteller Garborg om en betydelig vekst i gruppen 70+, en gruppe det er skjellig grunn til å anta at har vært-, og fortsatt er underrepresentert grunnet alder og mangel på digitale ferdigheter (Garborg, 2022).

Et annet aspekt i diskusjonen om Vipps' vekstpotensial innad i Norge, er antall *effektive brukere*. Nær 4 av 5 nordmenn er allerede på Vipps' app per Q4 2022. En viktig betraktning er at en vesentlig andel av den norske befolkningen sannsynligvis mangler den grunnleggende tilgangen til Vipps, noe disse tallene ikke tar høyde for. Selv om Vipps tilbyr en forenklet brukerversjon rettet mot barn under 15 år, er det lite trolig at selskapet har mange

brukere i aldersgruppen 0-9 år. Denne aldersgruppen utgjør ifølge Statistisk Sentralbyrå om lag 614 000 personer per 2020, eller 11% av den norske befolkningen. Diskusjonen om *effektive brukere* illustrerer dermed behovet for ekspansjon utenlands for å opprettholde vekstmuligheter i form av nye brukere i årene som kommer.

### Befolkningspyramide for Norge

Alder



Figur 3: Befolkningspyramide for Norge

Kilde: Statistisk Sentralbyrå (2022)

Som tidligere nevnt godkjente EU fusjonen av MobilePay AS og Vipps AS høsten 2022. Finske Pivo ble ikke godkjent som en del av fusjonen. Det nye selskapet, Vipps MobilePay AS, eies 72,2 % av bankene bak Vipps, og 27,8 % av Danske Bank. Oppkjøpet av MobilePay gir muligheter for geografisk ekspansjon av driften til tidligere Vipps. I første omgang er veksten forespeilet til å begrenses til internt i Norden. Likevel uttaler Vipps-sjef Rune Garborg seg offensivt etter EUs bekreftelse av fusjonen:

*“Vipps og MobilePay har begge revolusjonert måten folk i Norge, Danmark og Finland sender og mottar penger på. Sammen blir vi en betydelig utfordrer blant de største lommebøkene i Europa”* (Garborg, 2022).



Med denne uttalelsen er det grunn til å tro at Vipps ser muligheter utover nordiske landegrenser. Garborg har tidligere uttalt at de med et nordisk samarbeid skal konkurrere på e-handel med globale aktører som Apple, Amazon og Klarna. I samme intervju kommer det også frem at det har vært til vurdering å inkludere den dominerende svenske aktøren for betalingsformidling, nemlig Swish (Garborg, 2022). På den andre siden er Swish utviklet i et annet system enn Vipps og MobilePay. I Swish bestiller kunden tjenesten i sin respektive bank, i kontrast til Vipps og MobilePay, der tjenesten i utgangspunktet er *uavhengig* fra bankene. Dermed ville en hypotetisk fusjon av selskapene medføre store sammenslåingskostnader.

## Trusler

Å ekspandere internasjonalt vil som regel medføre en viss risiko. Den uttalte ambisjonen om å bli en utfordrer til de allerede etablerte globale aktørene innen e-handel er offensiv, men medfører samtidig økt konkurranse. Med en slik uttalelse vil selskapet få flere øyne på seg. Et nordisk samarbeid har dessuten blitt sett på som en forutsetning for å kunne ta opp kampen med de globale aktørene. Selv om den tilsvarende aktøren for betalingsløsninger i Sverige, Swish, ikke er basert på det samme systemet som Vipps og MobilePay, må det likevel sies å være et tankekors at det foreløpig ikke er etablert noe nordisk samarbeid imellom de tre skandinaviske landene.

Europakommisjonens avgjørelse om å avslå søknaden om å inkludere Pivo i fusjonen mellom Vipps og MobilePay, fremhever de legale og regulatoriske utfordringene Vipps som internasjonalt selskap vil møte. Ved å ekspandere ut av Norge vil selskapet måtte forholde seg til lover og reguleringer de ikke ville møtt i Norge. Vipps-sjef Garborg forteller i et intervju at planleggingen av fusjonen med Mobilepay og Pivo begynte halvannet år før den formelle søknaden til Europakommisjonen ble sendt. Dette er ressurser Vipps kunne brukt annerledes.

En annen trussel kan være dersom vesentlige aktører med store kundebaser eller kundeflåter, begynner å tilby betalingstjenester. ApplePay er i dag for mange en kjent betalingsløsning, og konkurrerer med Vipps. Flere skandinaviske banker, deriblant innflytelsesrike eiere i Vipps

som DNB og Danske Bank, har foreløpig valgt å ikke tilby denne løsningen. Dette har vært begrunnet med at Apple nekter andre digitale lommebøker tilgang til *NFC-chipen* i Apple-produkter. NFC-chipen er det som muliggjør kontaktløs betaling ved for eksempel mobil eller betalingskort. Dermed argumenterer blant annet DNB for at Apple hindrer konkurrerende digitale betalingsløsninger fra å bruke iPhone eller Apple Watch, noe som er problematisk med tanke på Apples markedsandeler på det norske og globale markedet (DNB, 2023).

I skrivende stund har økt inflasjon og fare for stagflasjon blitt sett på som en trussel på konsumentnivå. Dette kan videre også være en trussel for Vipps, med tanke på at redusert kjøpekraft hos forbrukerne vil føre til at de konsumerer mindre. Redusert handel er det rimelig å anta vil kunne resultere i redusert inntjening for Vipps.

Selv om kryptovaluta i skrivende stund ikke er en overværende trussel for Vipps og resten av betalingsformidlingsbransjen, kan man ikke utelukke fremtidig etablering av kryptovaluta som utstrakt betalingsløsning. Kryptovaluta har allerede vært godkjent betalingsløsning i enkelte kretser, dog i liten skala. Hvis innflytelsesrike aktører som sentralbanker og globale selskaper begynner å akseptere denne valutaløsningen, vil betalingsformidlingsbransjen ha behov for modernisering. For Vipps vil utfordringen være å få på plass teknologi eller en plattform som støtter kryptovaluta hurtig nok for å kunne konkurrere med allerede etablerte kryptobanker. Anser man Vipps som et mellomledd for overføring av FIAT-penger, vil en bred anerkjennelse av krypto muligens fjerne behovet for aktører som Vipps som betalingsformidler.

## 5 – Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse har som formål å kartlegge en bedrifts økonomiske stilling og utvikling. Analysen tar for seg de to hoveddelene av et regnskap, nemlig balansen og resultat. Ut fra dette analyseres lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet (Kristoffersen, 2019).

Vi beregner nøkkeltallene for Vipps basert på regnskapstall i perioden 2017 til 2021.

### 5.1 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om evnen bedriften har til å skape overskudd. For å oppnå et overskudd, må inntektene være større enn kostnadene. En tilstrekkelig lønnsomhet er essensielt for at bedriften skal kunne overleve på lengre sikt (Kristoffersen, 2019).

#### Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten uttrykker avkastningen på den samlede kapitalen, uansett hvilken miks av egenkapital og fremmedkapital den er sammensatt av. Ifølge Hoff og Helbæk (2020) er totalkapitalrentabiliteten gitt ved

$$R_{TK} = \frac{\text{Driftsresultat før skattekostnad} + \text{finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \times 100\%$$

Vi har benyttet gjennomsnittlig totalkapital for alle år, med unntak av 2017 hvor UB totalkapital er benyttet. Dette er fordi det gjør det mulig å beregne nøkkeltallene for 2017, som var oppstartsår for Vipps som frittstående selskap.

I tabellen på neste side ser vi en oversikt over Vipps sin totalkapitalrentabilitet i perioden 2017 – 2021. Vi har valgt å splitte opp totalkapitalrentabiliteten etter DuPont-modellen. DuPont-modellen er en måte å dekomponere totalkapitalrentabiliteten på. Formålet med denne modellen er å få en bedre forståelse av hva det er som avgjør avkastningen på den investerte kapitalen.

Dette gjør det enklere å se på hvilken måte man kan forbedre total kapitalrentabiliteten.

Total kapitalrentabiliteten kan dermed splittes opp i resultatgrad og kapitalens omløpshastighet (Kristoffersen, 2019).

Sammenhengen kan vises ved at

$$R_{TK} = \text{Resultatgrad} \times \text{Kapitalens omløpshastighet}$$

Resultatgrad viser forholdet mellom netto resultat og driftsinntektene, og sier dermed hvor mye som er tjent per krone i omsetning.

Kristoffersen (2019) har definert denne som

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100\%$$

Kapitalens omløpshastighet viser hvor effektivt bedriften klarer å utnytte den bundne kapitalen.

Ifølge Kristoffersen (2019) er kapitalens omløpshastighet gitt ved

$$\text{Kapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Driftsinntekter</b>	30 026 538	775 901 938	1 381 420 372	1 507 390 017	1 774 552 578
<b>Driftsresultat</b>	-158 802 466	-255 550 395	-246 905 246	-58 795 463	-184 098 734
<b>Finansinntekter</b>	425 513	1 397 671	2 603 730	1 935 589	736 063
<b>Gj.snittlig total kapital</b>	386 224 441	1 455 925 758	2 745 500 778	3 046 373 349	3 085 489 620
<b>Resultatgrad</b>	-527,46%	-32,76%	-17,68%	-3,77%	-10,33%
<b>Kapitalens omløpshastighet</b>	7,77%	53,29%	50,32%	49,48%	57,51%
<b>Total kapitalrentabilitet</b>	-41,01%	-17,46%	-8,90%	-1,87%	-5,94%

Tabell 3: Total kapitalrentabilitet

Kapitalens omløpshastighet har hatt en positiv utvikling i den aktuelle perioden. Resultatgraden var svært negativ i oppstartsåret 2017. Den modererte seg i 2018 til -33%, og har i ettertid hatt en positiv trend, med en liten dupp i 2021. Effekten dette har på total kapitalrentabiliteten gjenspeiler seg med en positiv vekst gjennom perioden. Nedgangen i resultatgrad i 2021 resulterer i en svekkelse i total kapitalrentabiliteten.

## Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten uttrykker avkastningen på egenkapitalen til selskapet. Det er to måter å måle egenkapitalrentabiliteten på; før skatt og etter skatt. Egenkapitalrentabiliteten før skatt er ifølge Hoff og Helbæk (2020) gitt ved

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

Vipps har, ettersom resultatet har vært negativt, ikke hatt noen skattekostnad. Dette gjør at egenkapitalrentabiliteten før og etter skatt er så å si lik for alle år. I 2018 bokførte Vipps en negativ skattekostnad på kr 161 548 460. Denne negative skattekostnaden stammer trolig fra fremførbare underskudd som kom inn i konsernet ved fusjonen det respektive året. Vi velger i det videre å se på egenkapitalrentabiliteten før skatt.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Ordinært resultat før skatt</b>	-158 483 023	-254 980 789	-253 403 225	-70 723 552	-198 067 770
<b>Gjennomsnittlig egenkapital</b>	222 525 328	1 288 341 027	2 429 962 847	2 467 692 847	2 475 493 932
<b>Egenkapitalrentabilitet før skatt</b>	<b>-71,22%</b>	<b>-19,79%</b>	<b>-10,43%</b>	<b>-2,87%</b>	<b>-8,00%</b>

Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet

Vipps' egenkapitalrentabilitet var tydelig negativ i oppstartsåret, før den fikk en betydelig vekst, og har vært svakt negativ jevnt over fra 2018 til 2021. Egenkapitalrentabiliteten viser mye av det samme som total kapitalrentabiliteten, der avkastningen i 2017 var relativt dårlig, økte den i 2018, og har siden vært nogen lunde stabil.

## 5.2 Finansiering

Finansiering omfatter både anskaffelse og anvendelse av kapital, og tar utgangspunkt i sammensetningen av eiendelene til bedriften. Man kan finansiere eiendelene både kortsiktig og langsiktig. Kartleggingen av finansieringen tar utgangspunkt i forholdet mellom kapitalanskaffelse og kapitalanvendelse (Kristoffersen, 2019).

### Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Finansieringsgrad 1 bør være under 1, da dette betegner at anleggsmidlene er fullstendig finansiert av langsiktig kapital. Dersom tallet er over 1, vil det bety at deler av anleggsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Langsiktig kapital tilsvarer summen av egenkapital og langsiktig gjeld. Kristoffersen (2019) sin definisjon er gitt ved

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Anleggsmidler</b>	122 785 264	2 324 652 997	2 631 967 286	2 651 981 216	2 715 910 792
<b>Langsiktig kapital</b>	222 525 328	2 354 156 726	2 629 319 257	2 530 663 991	2 622 198 019
<b>Finansieringsgrad 1</b>	<b>0,552</b>	<b>0,987</b>	<b>1,001</b>	<b>1,048</b>	<b>1,036</b>

Tabell 5: Finansieringsgrad 1

Stigningen i finansieringsgraden fra 2017 til 2018 kommer av en enorm økning i anleggsmidler, opp fra kr 122 785 264 til kr 2 324 652 997. Dette tilsvarer en økning på 1893 %, og er et resultat av fusjonen med Sparebank 1 Mobilbetaling, Bankaxept AS og BankID Norge AS. Relativt sett har langsiktig kapital økt fra kr 222 525 328 til kr 2 354 156 726, som tilsvarer en økning på 1057,9 %. Dette kan videre ses i sammenheng med arbeidskapital og likviditetsgrad 1. Finansieringsgrad 1 er dermed rimelig å påstå at har hatt en negativ utvikling.

### Arbeidskapital

Arbeidskapital er definert som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En tommelfingerregel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke burde være finansiert

med kortsiktig gjeld. En annen regel er at arbeidskapitalen ikke burde være negativ, da det kan bety at anleggsmidlene ikke er finansiert med utelukkende langsiktig kapital. Dersom dette er tilfellet, er det som regel en indikator på dårlig likviditet. Dette kan medføre at bedriften ikke har penger til å betale forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Omløpsmidler</b>	263 439 177	200 974 078	333 407 194	475 391 001	327 696 229
<b>Kortsiktig gjeld</b>	163 699 113	171 470 349	336 055 223	596 708 227	421 409 002
<b>Arbeidskapital</b>	<b>99 740 064</b>	<b>29 503 729</b>	<b>-2 648 029</b>	<b>-121 317 226</b>	<b>-93 712 773</b>

Tabell 6: Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til Vipps ble kraftig redusert, både i 2018 og i 2020, der det ved sistnevnte år falt ned til kr -121 317 226. Dette skyldes en relativ stor økning i kortsiktig gjeld i forhold til økningen i omløpsmidler.

Et aspekt som er verdt å nevne, er at Vipps kan anses som et fintech/ SaaS-selskap (Software-as-a-service). Dette gjør at de ikke har et behov for varelager som binder opp kapital. Av regnskapstallene ser vi at majoriteten av omløpsmidlene til Vipps består av fordringer, fordelt på kundefordringer og andre kortsiktige fordringer. Selv om negativ arbeidskapital i praksis ses på som et tegn på dårlig likviditet, anser vi ikke likviditetsforholdene til Vipps som et kritisk problem. Med flere store og solide banker på eiersiden, vil det trolig heller ikke være vanskelig å hente kapital ved likviditetsproblemer (j.f. emisjon i 2019 og 2021).

### 5.3 Soliditet

Soliditet er et mål på hvor godt bedriften tåler tap, og er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapitalen opp mot størrelsen på den totale kapitalen (Kristoffersen, 2019).

#### Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen måler hvor stor del egenkapitalen utgjør av totalkapitalen. Den sier dermed noe om hvor godt rustet bedriften er for å tåle fremtidige tap før fremmedkapitalen også påføres tap. Kristoffersen (2019) har definert denne ved

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Total gjeld og egenkapital}} \times 100\%$$

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Egenkapital</b>	222 525 328	2 354 156 726	2 505 768 968	2 429 616 725	2 521 371 139
<b>Totalkapital</b>	386 224 441	2 525 627 075	2 965 374 480	3 127 372 218	3 043 607 021
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>57,62%</b>	<b>93,21%</b>	<b>84,50%</b>	<b>77,69%</b>	<b>82,84%</b>

Tabell 7: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen økte vesentlig i perioden 2017 til 2018, noe som reflekterer at Vipps hadde en sterk økning i egenkapital i denne perioden. Den gikk deretter noe ned i 2019, og har holdt seg på rundt 0,8. Endringen i egenkapital 2018 skyldes fusjon, der Bankaxept AS og BankID Norge AS ble fusjonert inn. Endring av egenkapital 2019 og 2021 består av en kombinasjon av emisjon og udekket tap, mens reduksjonen i 2020 kommer utelukkende fra udekket tap.

## Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom fremmedkapital og egenkapital. Jo lavere nøkkeltallet er, desto mindre gjeld har selskapet, ergo desto mer solid er selskapet.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Gjeld</b>	163 699 113	171 470 349	459 605 512	697 755 493	522 235 882
<b>Egenkapital</b>	222 525 328	2 354 156 726	2 505 768 968	2 429 616 725	2 521 371 139
<b>Gjeldsgrad</b>	<b>0,736</b>	<b>0,073</b>	<b>0,183</b>	<b>0,287</b>	<b>0,207</b>

Tabell 8: Gjeldsgrad

Som vi kan lese av tabellen, så ser vi at Vipps i 2017 hadde en gjeldsgrad på 0,736. Denne ble redusert til 0,073 i 2018, før den har beveget seg rundt 0,2 de siste 3 årene. Dette kan vi se i sammenlikning med endringen i egenkapitalandelen.



## 5.4 Likviditet

Likviditet sier noe om en bedrifts evne til å betale. En likviditetsanalyse innebærer derfor en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2019).

### Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 uttrykker hvor stor grad omløpsmidlene, justert for varelager, er finansiert med kortsiktig gjeld. Vi har her valgt å benytte likviditetsgrad 2 fordi Vipps som nevnt ikke har varelager. Det vil dermed være mer relevant å benytte et nøkkeltall som justerer for varelager, slik at målingen og forståelsen av dette blir mer presist. Normtallet for likviditetsgrad 2 er at den bør være større enn 1. Dette vil selvfølgelig variere mellom bransjer, og det er sjeldent at likviditetsgraden er så høy som normtallet. (Kristoffersen, 2019).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

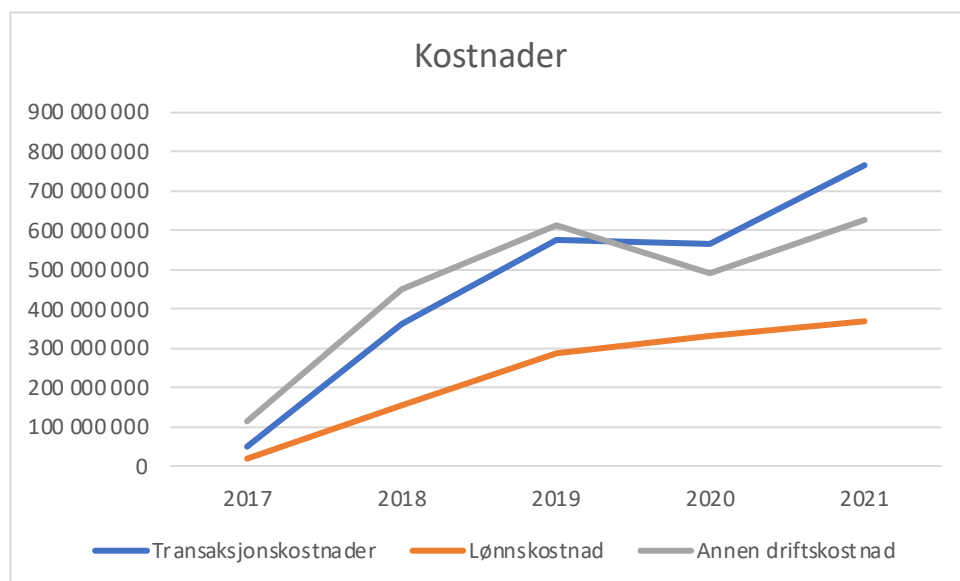
I og med at Vipps ikke har varelager, vil omløpsmidler være den samme før og etter justering for varelager. Vi har derfor kun skrevet omløpsmidler i tabell 9.

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Omløpsmidler</b>	263 439 177	200 974 078	333 407 194	475 391 001	327 696 229
<b>Kortsiktig gjeld</b>	163 699 113	171 470 349	336 055 223	596 708 227	421 409 002
<b>Likviditetsgrad 2</b>	<b>1,609</b>	<b>1,172</b>	<b>0,992</b>	<b>0,797</b>	<b>0,778</b>

Tabell 9: Likviditetsgrad 2

Tallene til likviditetsgrad 2 kan sees i sammenheng med arbeidskapitalen. Det har vært en gjennomgående reduksjon i likviditetsgrad 2, som følge av en større vekst i kortsiktig gjeld enn i omløpsmidler.

## 5.5 Andre generelle betraktninger



Figur 4: Kostnader

De tre hovedpostene for kostnader har alle økt. Likevel er det tydelig at lønnskostnadene har hatt en markant lavere vekst sammenlignet med de andre to kostnadspostene. Dette kan tolkes som at transaksjonskostnadene og annen driftskostnad korrelerer med skaleringen av driften, mens lønnskostnadene kan anses å være noe mer uavhengig av dette.

Dette kan skyldes at Vipps sine produkter stort sett baserer seg på software-løsninger. Det er dermed ikke et klart direkte behov for økt bemanning ved ekspandering av plattformene, hverken ved nye tjenester eller ved nye geografiske områder.

Ellers har det vært en positiv EBITDA de siste 2 årene. Det vil si at avskrivningene for disse årene er større enn de negative verdiene for driftsresultatet. Dette taler for en positiv vekst i lønnsomheten, til tross for at resultatene fortsatt er negative.

## 6 – Finansiell analyse

### 6.1 Diskontert Kontantstrømmetode

Diskontert kontantstrømmetode er den verdsettelsesmetoden som er mest utbredt. Den blir ofte omtalt som DCF, som er en forkortelse for det engelske Discounted Cash Flow. DCF-modellen består av at man gjennomfører en matematisk beregning av selskapets verdi ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer som selskapet forventes å genere i fremtiden (Aabø-Evensen, 2011).

#### WACC

WACC er en forkortelse for Weighted Average Cost of Capital, som på norsk betyr vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad. Dette er også omtalt som avkastningskravet til totalkapitalen. En viktig faktor for å kunne benytte seg av diskontert kontantstrømmetode, er å vite hva avkastningskravet til totalkapitalen er.

Avkastningskravet til totalkapitalen etter skatt finner man ved

$$WACC = a_{EK} \cdot k_{EK} + a_G \cdot k_G(1 - s)$$

Der

$a_{EK}$  = egenkapitalandel

$a_G$  = gjeldsandel

$k_{EK}$  = avkastningskravet til egenkapitalen

$k_G$  = gjeldskostnad

$s$  = skattesats

#### Skattesats

I henhold til Skatteetaten er selskaper underlagt finansskatteordningen disponert for en skattesats på 25 % av skattepliktig resultat, og en skattesats på 5% av arbeidsgiveravgiftsgrunnlaget.

Vipps er underlagt finansskatteordningen. Av regnskapet til Vipps fremkommer det derimot ingen informasjon om at Vipps betaler skatt basert på grunnlaget for arbeidsgiveravgift. Vi

har derfor valgt å se bort fra denne skattesatsen, og heller tatt utgangspunkt i at de er kun disponert for en selskapsskatt på 25%.

## Terminal vekstrate

Den terminale vekstraten er den evige veksten man antar selskapet vil ha i all fremtid.

I følge rapporten *Risikopremien i det norske markedet* publisert av PwC i 2022, er det mest vanlige ved verdsettelse av selskaper å sette terminal vekstrate lik inflasjonsmålet (PwC, 2022). Inflasjonsmålet i Norge er i henhold til Norges Bank på 2 %, derfor velger vi å sette terminal vekstrate lik 2 %.

## CAPM – Kapitalverdimodellen

CAPM, kort for Capital Asset Pricing Model, er en modell utviklet av Jack Treynor, William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin. Kapitalverdimodellen blir betraktet som ryggraden i moderne pristeori, og brukes i dag i stor utstrekning til å bestemme avkastningskravet til investorer og til å vurdere avkastningen på investeringer i forhold til den risikoen de representerer (Bredesen, 2015).

Modellen sier noe om hvilken avkastning en investor kan forvente dersom investoren bærer en bestemt mengde markedsrisiko. Denne avkastningen er gitt ved summen av risikofri rente og risikopremien for å være i markedet multiplisert med eiendelens mengde av systematisk risiko (Bøhren & Michalsen, 2012).

$$E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] \cdot \beta_j$$

Der:

$E(R_j)$  = forventet avkastning

$R_F$  = Risikofri rente

$E(R_m)$  = forventet avkastning på markedsporteføljen

$\beta_j$  = eiendelens beta (systematisk risiko sammenlignet med markedet)

(Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018)

## Risikofri rente

Fra undersøkelsen *Risikopremien i det norske markedet* viser det seg at de aller fleste benytter norske statsobligasjoner som mål på risikofri rente (PwC, 2022). Det aller vanligste er å ta utgangspunkt i 10-årige statsobligasjoner. Andre hyppige brukte mål på risikofri rente er 5-årige statsobligasjoner og normalisert risikofri rente. Vi har her valgt å benytte oss av 10-årige statsobligasjoner.

Standard praksis er å benytte statsobligasjonsrenten på det tidspunktet verdsettelsen skal ta utgangspunkt i. Ved 30.12.2021 var renten på 10-årige statsobligasjoner 1,697 %. Ved 03.01.2022 var den samme renten 1,722 %. Hvis vi antar lineær vekst mellom disse to datapunktene, ender renten på 10-årig statsobligasjoner per 31.12.2021 på 1,70 %. Vi setter dermed risikofri rente lik 1,70 %. Dette er også rimelig å anta, basert på rentenivået dagen før på 1,697 % (Norges Bank, 2023a).

10-årig statsobligasjoner	
30.12.2021	1,69700%
31.12.2021	1,70325%
01.01.2022	1,70950%
02.01.2022	1,71575%
03.01.2022	1,72200%

Tabell 10: 10-årig statsobligasjoner

## Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den kompensasjonen man får ved å investere i markedet. Dette tilsvarer differansen mellom avkastningen til markedet og risikofri rente. Ifølge en rapport laget av PwC er median risikopremie for det norske markedet lik 5 % (PwC, 2022). Denne medianen har holdt seg stabil på 5 % siden 2014, mens gjennomsnittet er preget av mindre variasjoner rundt dette prosentnivået. Ut fra dette antar vi at median risikopremie også vil fortsette å holde seg stabil, og velger dermed å sette markedets risikopremie til 5 %.

Markedets forventede avkastning vil tilsvare summen av markedets risikopremie og risikofri rente (Boye, Koekebakker, Krakstad, & Oust, 2018). Dette tilsvarer da en forventet avkastning på  $1,7 \% + 5 \% = 6,7 \%$ .

## Beta

Beta gir uttrykk for forholdet mellom markedets avkastning og den spesifikke aksjens avkastning.

Når det gjelder utregning av beta for Vipps AS, vil en utfordring være at Vipps ikke er børsnotert. Dette gjelder også for sammenlignbare selskaper, da få sammenlignbare selskaper er børsnoterte. De selskapene vi fant som var sammenlignbare nok, var Zwipe og Huddlestock Fintech. Disse er notert på Euronext Growth. I og med at det ikke finnes noen egen indeks for Euronext Growth Oslo, fant vi beta for disse to selskapene opp mot både indeksen OSEBX på Oslo Børs og indeksen for Euronext Growth All Share. Euronext Growth All Share er indeks for Euronext Growth Oslo, Euronext Growth Paris, og Euronext Growth Dublin.

Dette gjøres ved regresjon av historisk avkastning opp mot indeksens avkastning.

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

*Der:*

$\beta_j$  = regresjonsbeta

$Cov(R_j, R_m)$  = Kovariansen mellom eiendelens avkastning og markedets avkastning

$Var(R_m)$  = Variansen til markedsavkastningen

For å få et bedre estimat av egenkapitalbetaen, vil det være hensiktsmessig å justere betaen funnet ved regresjon med hensyn på hvordan selskapene er finansiert. Dette kan man gjøre ved å beregne såkalt *unlevered beta*.

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + \left(\frac{G}{EK}\right)}$$

Der:

$\beta_u$  = "Unlevered" beta (korrigert for innflytelse av finansstruktur)

$\beta_L$  = "Levered" beta (med innflytelse av finansstruktur)

Et mål på beta som blir benyttet av Bloomberg, er modifisert regresjonsbeta. Denne metoden blir benyttet på bakgrunn av at studier viser at for alle selskaper, har betaen en tendens til å gå mot 1 over tid. I og med at DCF-metoden benytter seg av kontantstrømmer for en periode frem i tid, mener vi det er rettmessig grunnlag for å benytte denne metoden. Damodaran (udatert) sin definisjon er gitt ved

$$\text{Justert beta} = (0,67) * \text{Regresjonsbeta} + (0,33)$$

Vi har så benyttet et vektet gjennomsnitt av disse utregnede verdiene. Vi ender dermed opp med en beta på 0,7275. Se Vedlegg 1 for utregning.

### Gjennomsnittlig gjeldsrente

Vipps-konsernets gjennomsnittlige rentekostnader på rentebærende gjeld for 2021 er lik 6,93 %. Dette er en økning opp fra 5,63 % i 2020, men fortsatt lavere enn 2019 da den var på 14,03 %. Styringsrenten ble i siste halvdel av 2021 hevet to ganger, opp fra 0 %, til et sluttnivå på 0,5 % (Norges Bank, 2023b). Dette kan argumenteres for at har hatt en effekt på den økte lånerenten. I beregningen av WACC benytter vi oss av gjennomsnittet for 2021, som ligger på 6,93 %. Se Vedlegg 2 for beregning.

### Egenkapitalandel

Andel EK og gjeld per 31.12.2021	
Egenkapital	2 521 371 139
Gjeld	522 235 882
Totalkapital	3 043 607 021
Egenkapitalandel (EK/TK)	82,84%
Gjeldsandel (G/TK)	17,16%

Tabell 11

Egenkapitalandelen hos Vipps per 31.12.2021 ligger på 82,84 %. Gjeldsandelen blir da følgelig 17,16%.

## Justeringer

I praktisk bruk av Kapitalverdimodellen er det vanlig å inkludere justeringer for elementer som modellen ikke tar høyde for. Dette kan være både elementer knyttet til selve estimeringen, eller til selskapsspesifikke faktorer.

Husebø definerer dermed avkastningskravet til egenkapitalen slik:

$$E(R_{EK}) = R_F + [E(R_M) - R_F] \cdot \beta_j + \alpha$$

Siste leddet, som er representert ved  $\alpha$  (alpha), representerer elementer utenfor det selve modellen tar høyde for (Husebø, 2009). I denne oppgaven har vi i dette leddet valgt å fokusere på likviditetsrabatt.

## Likviditetsrabatt

Aksjer i unoterte selskaper selges ofte med en betydelig rabatt, sammenlignet med aksjer i sammenlignbare børsnoterte selskaper. Dette kommer av det ikke finnes markedsplass for omsetning av aksjer for ikke-børsnoterte selskaper. Dette gjør at potensielle kjøpere og selgere kan være vanskelig å finne frem til (Boye, idunn.no, 2007).

Vipps AS er ikke børsnotert, noe som fører til at aksjene har lavere omsettelighet enn børsnoterte selskaper (Boye, idunn.no, 2007). Vi mener likevel at likviditetsrabatten med hensyn på Vipps bør være lav, i og med at de har en dominerende posisjon i Norge, meget solide eiere, og at det er forholdsvis lav risiko knyttet til selskapet. Vi har av den grunn valgt å legge til en likviditetsrabatt på 5 % i avkastningskravet. *Se vedlegg 3 for utregning.*



## Avkastningskravet

WACC utregning	
Gj.snitt gjeldsrente (kG)	6,93%
Skattesats (s)	25%
Avkastningskrav til EK	10,34%
Gjeldsandel (aG)	17,16%
Egenkapitalandel (aEK)	82,84%
WACC	9,46%

Tabell 11: WACC

Etter denne justeringen har vi beregnet avkastningskravet til å være 9,46%.

## Estimering av kontantstrøm

Ved estimering av fremtidige kontantstrømmer har vi benyttet informasjon fra både den strategiske analysen og regnskapsanalysen. I og med at det foreligger usikkerhet i estimatene, har vi valgt å estimere fremtidige kontantstrømmer for 3 ulike scenarioer. Disse scenarioene har vi definert til å være optimistisk, normal, og pessimistisk.

På lang sikt gjør vi en antagelse om at pengepolitiske regulerende myndigheter vil jobbe mot å opprettholde et inflasjonsnivå rundt inflasjonsmålet på 2 %. Vi mener derfor det er riktig å anta at terminal vekstrate for terminalverdien blir på 2 % for alle de tre ulike scenarioene.

## Inntekter

Driftsinntekter er inntekter som er innhentet gjennom driften til selskapet. I Vipps sitt tilfelle vil dette tilsvare gebyrer ved transaksjoner samt distribusjonsinntekter. I tillegg har inntekter fra datterselskaper som BankAxept og BankID, som ble fusjonert inn i Vipps i 2018, også bidratt til topplinjen. Ettersom disse to selskapene ble fisjonert ut i 2022, vil dette naturligvis dra ned de totale driftsinntektene. Videre vil ekspansjonen utom Norges grenser med fusjonen med MobilePay, igjen bidra positivt til topplinjen. Dette er, som nevnt i avgrensningen av oppgaven, ikke direkte tatt høyde for i form av tall i estimatene.

Noe som er verdt å nevne i det positive scenarioet, er muligheten for å øke inntektene uten å nevneverdig øke kostnadene. Vipps Mobilepay har tilsammen passert 1 milliard transaksjoner i 2022. Ifølge en artikkel publisert av danske Børsen, går Mobilepay ut med at de er åpne for å innføre betaling for å benytte seg av vennebetaling (Børsen, 2023). De går ikke ut med

hvordan dette eventuelt kan se ut, men en mulighet er å innføre et gebyr per transaksjon. Dersom man innfører et gebyr på eksempelvis 50 øre per transaksjon, vil dette ved 1 milliard transaksjoner medføre inntekter på 500 millioner kroner uten noen nevneverdige kostnader knyttet til dette.

Andre inntekter er her spesifisert som finansinntekter, altså inntekter som ikke direkte kommer fra drift.

Inntekter	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	30 026 538	775 901 938	1 381 420 372	1 507 390 017	1 774 552 578
Δ i %	0,00%	2484,05%	78,04%	9,12%	17,72%
Andre inntekter	425 513	1 397 671	2 603 730	1 935 589	736 063
% av driftsinntekter	1,42%	0,18%	0,19%	0,13%	0,04%

Tabell 12: Historiske inntekter

Ved optimistisk scenario antar vi at Vipps presterer å ekspandere til nye markeder og innføre nye produkter og tjenester med suksess. Vi vurderer i dette også muligheten for at de klarer å innføre gebyr på P2P-betalinger uten at det påvirker den lojale kundemassen negativt i noen særlig grad. Vi estimerer dermed en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter i perioden på 20 %.

Ved estimering av andre inntekter ser vi på prosentandel i forhold til driftsinntekter. Fra historiske data har vi beregnet gjennomsnittet av denne prosentandelen i perioden 2018-2021 til å være 0,13 %. Vi antar derimot at dette vil ligge på noe under dette, da vi ser en nedadgående trend fra 2018 til 2021. Vi setter derfor denne prosentdelen til 0,09 %.

Inntekter	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	2 128 626 745	2 554 352 094	3 065 222 513	3 678 267 016	4 413 920 419
Andre inntekter	1 915 764	2 298 917	2 758 700	3 310 440	3 972 528
Totale inntekter	2 130 542 509	2 556 651 011	3 067 981 213	3 681 577 456	4 417 892 947

Tabell 13: Inntekter optimistisk scenario

Veksten i 2021 er det rimelig å anta er noe påvirket av den økte netthandelen som oppsto som følge av koronapandemien. Vi vil anta at e-handel vil fortsette å øke i tiden fremover, men det er nærliggende å tro at veksten vil være mer moderat sammenlignet med denne ekstraordinære perioden. Vi estimerer en gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter på 12,5 %.

Vi antar også i dette tilfellet at andre inntekter vil variere likt med driftsinntektene, og estimerer derfor at andre inntekter vil være 0,09 % av driftsinntekter.

Inntekter	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	1 995 587 574	2 245 036 020	2 525 665 523	2 841 373 713	3 196 545 427
Andre inntekter	1 796 029	2 020 532	2 273 099	2 557 236	2 876 891
<b>Totale inntekter</b>	<b>1 997 383 602</b>	<b>2 247 056 553</b>	<b>2 527 938 622</b>	<b>2 843 930 950</b>	<b>3 199 422 318</b>

Tabell 14: Inntekter nøytralt scenario

Ved pessimistisk scenario estimerer vi en gjennomsnittlig vekst på 4 %. Dette er noe lavere enn inflasjonsraten per dags dato, som ligger på 6,5 %, men denne antas at vil reduseres over den estimerte perioden (Statistisk Sentralbyrå, 2023).

Inntekter	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	1 844 809 846	1 918 602 240	1 995 346 329	2 075 160 182	2 158 166 590
Andre inntekter	1 660 329	1 726 742	1 795 812	1 867 644	1 942 350
<b>Totale inntekter</b>	<b>1 846 470 175</b>	<b>1 920 328 982</b>	<b>1 997 142 141</b>	<b>2 077 027 827</b>	<b>2 160 108 940</b>

Tabell 15: Inntekter pessimistisk scenario

### Kostnader

Kostnader	2017	2018	2019	2020	2021
Transaksjonskostnader	51 145 038	362 130 600	575 586 111	566 337 638	765 873 369
Lønnskostnad	20 930 268	154 431 027	287 749 415	329 663 593	368 321 852
Annen driftskostnad	114 073 915	449 201 149	610 884 038	491 846 863	625 471 182
Sum driftskostnader	186 149 221	965 762 776	1 474 219 564	1 387 848 094	1 759 666 403
<b>Endring i %</b>	<b>0%</b>	<b>418,81%</b>	<b>52,65%</b>	<b>-5,86%</b>	<b>26,79%</b>

Tabell 16: Historiske kostnader

Endringen i kostnader har totalt sett vært noe lavere enn endringen i driftsinntekter, og snittet av endringen i kostnader de siste 3 årene ligger på 24,5 %.

Vi antar at Vipps vil dra nytte av skalafordeler ved videre vekst, og mener at det derfor er mulig for Vipps å skalere uten at lønnskostnader øker markant. Vi legger derfor til grunne en

lavere vekstrate for kostnader enn for inntektene, og setter veksten til 12,5 % ved optimistisk scenario.

Kostnader	2022	2023	2024	2025	2026
Kostnader	1 979 624 703	2 227 077 791	2 505 462 515	2 818 645 330	3 170 975 996

Tabell 17: Kostnader optimistisk scenario

Ved nøytralt scenario estimerer vi at Vipps fortsatt drar nytte av skalafordelene, men at differansen mellom utviklingen til inntekter og kostnader er lavere. Vi har antatt en vekst i inntekter på 12,5 % ved nøytralt scenario, og anslår med dette en vekst i kostnader på 9 %.

Kostnader	2022	2023	2024	2025	2026
Kostnader	1 918 036 379	2 090 659 653	2 278 819 022	2 483 912 734	2 707 464 880

Tabell 18: Kostnader nøytralt scenario

Ved pessimistisk scenario estimerer vi at endring i kostnadene som ligger rett under endring i inntektene. Vi har dermed valgt å benytte en vekst i kostnadene på 3 % p.a.

Kostnader	2022	2023	2024	2025	2026
Kostnader	1 812 456 395	1 866 830 087	1 922 834 990	1 980 520 039	2 039 935 640

Tabell 19: Kostnader pessimistisk scenario

## Avskrivninger

Avskrivninger	2017	2018	2019	2020	2021
Avskrivning av anleggsmidler	2 679 783	65 689 557	126 872 307	153 797 113	173 340 149
Δ i %	0,00%	2351,30%	93,14%	21,22%	12,71%
Avskrivning rett-til-bruk-eiendeler	0	0	27 233 747	24 540 273	25 644 760
Sum Avskrivninger	2 679 783	65 689 557	154 106 054	178 337 386	198 984 909
Δ i %	0,00%	2351,30%	134,60%	15,72%	11,58%

Tabell 20: Historiske avskrivninger

Avskrivninger skjøt i været i 2018, og har etter den tid hatt en avtagende vekst. Vi antar at veksten i avskrivninger vil fortsette å avta, men at det fortsatt vil være positiv vekst i avskrivninger. Avskrivninger er det rimelig å anta at vil henge sammen med hvordan endringen i eiendeler med avskrivningsgrunnlag utvikler seg. Avskrivningene av

anleggsmidler har for de siste 3 årene utgjort i gjennomsnitt 76,5 % av tilgang på immaterielle eiendeler.

Ved optimistisk scenario antar vi at avskrivninger på anleggsmidler vil ligge på 76,5% av tilgang på immaterielle eiendeler gjennom den estimerte perioden. Tilgang på immaterielle eiendeler, som lenger ned er definert til kapitaliserte kostnader, er i optimistisk scenario satt til kr 250 000 000. Avskrivninger på rett-til-bruk-eiendeler har de siste 3 årene vært på omtrentlig kr 25 000 000. Vi antar at denne vil holde seg på dette nivået fremover. Da ender vi på følgende:

	2022	2023	2024	2025	2026
Anleggsmidler avskrivninger	191 250 000	191 250 000	191 250 000	191 250 000	191 250 000
Rett til bruk avskrivninger	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000
<b>Totalt</b>	<b>216 250 000</b>	<b>216 250 000</b>	<b>216 250 000</b>	<b>216 250 000</b>	<b>216 250 000</b>

Tabell 21: Avskrivninger optimistisk scenario

For nøytralt scenario legger vi samme forutsetninger til grunne for avskrivninger på anleggsmidler og avskrivninger på rett-til-bruk-eiendeler. Det gir oss følgende:

	2022	2023	2024	2025	2026
Anleggsmidler avskrivninger	153 000 000	153 000 000	153 000 000	153 000 000	153 000 000
Rett til bruk avskrivninger	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000
<b>Totalt</b>	<b>178 000 000</b>	<b>178 000 000</b>	<b>178 000 000</b>	<b>178 000 000</b>	<b>178 000 000</b>

Tabell 22: Avskrivninger nøytralt scenario

Vi legger samme forutsetninger til grunne for begge klassifiseringene av avskrivninger, også for pessimistisk scenario. Ved pessimistisk scenario reduseres kapitaliserte kostnader til 100 millioner per år (j.f. kapitaliserte kostnader lenger ned). Dette resulterer i:

	2022	2023	2024	2025	2026
Anleggsmidler avskrivninger	76 500 000	76 500 000	76 500 000	76 500 000	76 500 000
Rett til bruk avskrivninger	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000	25 000 000
<b>Totalt</b>	<b>101 500 000</b>	<b>101 500 000</b>	<b>101 500 000</b>	<b>101 500 000</b>	<b>101 500 000</b>

Tabell 23: Avskrivninger pessimistisk scenario

### Endring i arbeidskapital

Arbeidskapital	2017	2018	2019	2020	2021
Sum omløpsmidler	263 439 177	200 974 078	333 407 194	475 391 001	327 696 229
Sum kortsiktig gjeld	163 699 113	171 470 349	336 055 223	596 708 227	421 409 002
Arbeidskapital	99 740 064	29 503 729	-2 648 029	-121 317 226	-93 712 773
Δ Arbeidskapital	0	-70 236 335	-32 151 758	-118 669 197	27 604 453
Δ Arbeidskapital i %	0,00%	-70,42%	-108,98%	-4481,42%	22,75%

Tabell 24: Historisk arbeidskapital

Arbeidskapitalen har, som nevnt i regnskapsanalysen, hatt en nedadgående trend over den historiske perioden med unntak av i 2021.

Ved optimistisk scenario estimerer vi en kontinuerlig forbedring i arbeidskapital lik forbedringen i 2021. Vi ender dermed på en årlig økning i arbeidskapital på kr 27 600 000.

Ved nøytralt scenario antar vi at arbeidskapitalen vil ha en forbedring i den estimerte perioden, dog en en del lavere årlig økning enn i 2021. Vi har derfor satt endring i arbeidskapital til kr 15 000 000.

Ved pessimistisk scenario antar vi at arbeidskapitalen vil forbedre seg noe, men at den ikke vil være i nærheten av økningen i optimistisk og nøytralt scenario. Ettersom de fortsatt har en negativ arbeidskapital på kr -93 712 773 i 2021, vil vi anta at de på lengre sikt vil jobbe for å forbedre denne uansett scenario. Vi har med dette satt årlig endring i arbeidskapital til kr 7 500 000.

### Kapitaliserte kostnader

Tilgang immaterielle eiendeler	2017	2018	2019	2020	2021
Prosjekter i arbeid		46 410 584	204 444 354	175 684 996	216 121 283
Teknologi		336 311 979			1 183 391
Varemerke		44 719 292			
Kundeforhold		432 797 693			
Goodwill	100 000 000	1 371 800 324			
Forskning og utvikling	15 000 000				
<b>SUM</b>	<b>115 000 000</b>	<b>2 232 039 872</b>	<b>204 444 354</b>	<b>175 684 996</b>	<b>217 304 674</b>

Tabell 25: Historisk tilgang immaterielle eiendeler

I og med at mesteparten av driften er knyttet til software, mener vi at det er hensiktsmessig å ha fokus på investeringer knyttet til immaterielle eiendeler.

Tilgangen av immaterielle eiendeler i 2018 er i all hovedsak anskaffet gjennom fusjonen med BankID og BankAxept. Det vil si, med unntak av oppstartsåret 2017, og 2018, har tilgangen på immaterielle eiendeler ligget på rundt 200 millioner kroner pr. år.

Ved optimistisk scenario antar vi at kapitaliserte kostnader vil være noe høyere enn historiske data fordi de økte driftsinntektene fordrer større og/eller flere prosjekter, noe som medfører en større tilgang i prosjekter i arbeid. Vi har dermed justert opp kapitaliserte kostnader og anslått dette til 250 millioner kroner per år.

Ved nøytralt scenario antar vi at Vipps fortsetter å ha en tilgang på immaterielle eiendeler omtrentlig tilsvarende de 3 siste årene. Vi legger derfor til grunne årlig kapitaliserte kostnader på 200 millioner kroner.

Ved pessimistisk scenario legger vi til grunne at antallet attraktive prosjekter reduseres som følge av tapte markedsandeler til PayPal og ApplePay, og/eller at kryptovaluta godkjennes av sentralbankene. Vi har i dette scenarioet antatt årlig kapitaliserte kostnader på 100 millioner.

## Selskapsverdi

Vi setter opp disse estimatene i en kontantstrømoppstilling for hvert scenario. For å finne selskapsverdien, tar man nåverdien av de estimerte kontantstrømmene summert med nåverdien av terminalleddet. Nåverdien av kontantstrømmene beregnes ved

$$NNV = \frac{CF_1}{1 + WACC} + \frac{CF_2}{(1 + WACC)^2} + \frac{CF_3}{(1 + WACC)^3} + \frac{CF_4}{(1 + WACC)^4} + \frac{CF_5 + T}{(1 + WACC)^5}$$

*Der:*

$CF_n$  = kontantstrøm for år  $n$

$WACC$  = avkastningskravet

$T$  = Terminalleddet

Terminalleddet beregnes slik:

$$\text{Terminalverdi} = CF_5 \times \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Der:

$g$  = Terminalleddet

Vi benytter oss så av vektet gjennomsnitt av selskapsverdiene gitt av de tre ulike scenarioene. Scenarioene har fått tildelt en vektning på 0,25 ved optimistisk scenario, 0,5 ved nøytralt scenario og 0,25 ved pessimistisk scenario. Her ender vi opp med en selskapsverdi på kr 3 048 055 473. Selskapsverdi tilsvarer summen markedsverdi på egenkapitalen og rentebærende gjeld. For å finne markedsverdi må derfor denne verdien justeres for rentebærende gjeld. Da ender vi til slutt med en markedsverdi på kr 2 942 502 311.

Scenario	Optimistisk	Nøytralt	Pessimistisk
Estimert selskapsverdi	7 708 443 995	2 167 193 090	149 391 716
Vekting	0,25	0,5	0,25

Selskapsverdi etter vektet gjennomsnitt	3 048 055 473
Rentebærende gjeld	105 553 162
Verdi	2 942 502 311

Tabell 26: Estimert Markedsverdi DCF

## Sensitivitetsanalyse

Det er flere elementer av usikkerhet knyttet til diskontering av kontantstrømmer. Ettersom små endringer i de inngående variablene kan føre til store utslag i verdien på selskapet, er det hensiktsmessig å gjennomføre sensitivitetsanalyse.



	Beta									
R(f)	10,70%	0,5275	0,5775	0,6275	0,6775	0,7275	0,7775	0,8275	0,8775	0,9275
	1,50%	8,46%	8,67%	8,88%	9,08%	9,29%	9,50%	9,70%	9,91%	10,12%
	1,60%	8,54%	8,75%	8,96%	9,17%	9,37%	9,58%	9,79%	9,99%	10,20%
	1,70%	8,63%	8,83%	9,04%	9,25%	9,46%	9,66%	9,87%	10,08%	10,28%
	1,80%	8,71%	8,92%	9,12%	9,33%	9,54%	9,75%	9,95%	10,16%	10,37%
	1,90%	8,79%	9,00%	9,21%	9,41%	9,62%	9,83%	10,04%	10,24%	10,45%
	2,00%	8,88%	9,08%	9,29%	9,50%	9,70%	9,91%	10,12%	10,33%	10,53%
	2,10%	8,96%	9,17%	9,37%	9,58%	9,79%	9,99%	10,20%	10,41%	10,62%
	2,20%	9,04%	9,25%	9,46%	9,66%	9,87%	10,08%	10,28%	10,49%	10,70%

Tabell 27: Sensitivitetsanalyse WACC

Vi har kjørt en sensitivitetsanalyse for å se hvordan en endring i risikofri rente og beta vil påvirke avkastningskravet til total kapitalen.

Ut fra forutsetningene til- og beregningen av beta, så anser vi beta som et mye større usikkerhetsmoment enn risikofri rente. Dette er selv om vi ser at risikofri rente har økt i ettertid, som følge av blant annet rentehevinger. En endring i risikofri rente på 0,1 prosentpoeng påvirker avkastningskravet med 0,08 prosentpoeng i det gitte intervallet. En endring i beta på 0,05 gir en endring i avkastningskravet på 0,21 prosentpoeng.

		Terminal vekstrate								
	2 942 502 311	0%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
WACC	6,46%	3 805 153 261	4 120 275 582	4 493 112 614	4 941 118 403	5 489 573 919	6 176 528 304	7 062 024 418	8 246 674 625	9 912 889 957
	6,96%	3 467 190 808	3 732 026 465	4 041 297 635	4 407 211 876	4 846 899 150	5 385 171 014	6 059 370 117	6 928 424 451	8 091 078 223
	7,46%	3 175 551 208	3 400 647 520	3 660 588 462	3 964 143 657	4 323 295 041	4 754 855 979	5 283 179 458	5 944 917 957	6 797 910 358
	7,96%	2 921 481 706	3 114 678 712	3 335 633 909	3 590 792 697	3 888 763 363	4 241 307 410	4 664 928 886	5 183 532 755	5 833 097 198
	8,46%	2 698 299 415	2 865 540 109	3 055 199 126	3 272 108 002	3 522 594 104	3 815 108 075	4 161 196 034	4 577 059 790	5 086 166 541
	8,96%	2 500 813 766	2 646 680 763	2 810 872 759	2 997 074 406	3 210 029 164	3 455 949 054	3 743 130 670	4 082 909 652	4 491 192 462
	9,46%	2 324 932 112	2 453 012 570	2 596 232 561	2 757 445 014	2 940 267 715	3 149 358 046	3 390 815 301	3 672 785 518	4 006 398 632
	9,96%	2 167 384 125	2 280 523 660	2 406 290 376	2 546 923 135	2 705 223 325	2 884 743 379	3 090 056 545	3 327 151 935	3 604 028 431
	10,46%	2 025 525 243	2 126 008 247	2 237 113 134	2 360 618 120	2 498 721 804	2 654 175 197	2 830 466 846	3 032 087 756	3 264 919 332
	10,96%	1 897 193 916	1 986 873 950	2 085 558 002	2 194 673 773	2 315 967 643	2 451 598 850	2 604 269 154	2 777 404 645	2 975 415 926
	11,46%	1 780 606 225	1 861 001 859	1 949 083 500	2 046 008 680	2 153 179 650	2 272 311 666	2 405 525 480	2 555 474 699	2 725 524 348

Tabell 28: Sensitivitetsanalyse Markedsverdi

Vi har videre kjørt en sensitivitetsanalyse der vi fokuserer på hvordan endring i terminal vekstrate og avkastningskravet vil påvirke den beregnede markedsverdien.

Fra denne sensitivitetsanalysen tyder vi at jo lavere avkastningskravet er, desto mer sensitiv er verdien for endring i terminal vekstrate. Jo høyere terminal vekstrate, desto mer sensitiv er verdien for endring i avkastningskravet. Høyeste markedsverdi får vi da med lavt avkastningskrav og høy vekst, mens laveste markedsverdi oppnås ved lav vekst og høyt avkastningskrav.

## 6.2 Multippelanalyse

En multippelanalyse er en verdsettelsesmetode som benytter seg av multiplikatorer, og multipliserer disse med visse nøkkeltall fra regnskapet. Disse multiplikatorene, eller multiplene, er funnet ved å for eksempel dividere børskurs til børsnoterte selskaper innen samme bransje med deres respektive nøkkeltall fra selskapet (Aabø-Evensen, 2011).

Vi har basert vår multippelanalyse på aksjeverdimultiplikatorene P/B og P/S. Vi har valgt å ikke benytte oss av Price/Earnings. Dette kommer av at både Vipps og enkelte av de andre sammenlignbare selskapene har negative resultat i det gjeldende året. Ettersom de fleste sammenlignbare selskapene også har negativ EBITDA, har vi også valgt å ekskludere EV/EBITDA.

For å gjennomføre denne multippelanalysen, har vi hentet multipler for ulike sammenlignbare selskaper. Enkelte av selskapene har vi beregnet multipler for selv basert på regnskapsdata og annen informasjon, for andre selskaper har vi hentet inn multiplene fra anerkjente databaser.

I tillegg har vi valgt å benytte oss av verdier hentet inn av Damodaran ved New York University. Her er det kalkulert multipler for ulike bransjer. Vi har her benyttet oss av tallene for bransjen *Software (System & Application)*, gjeldende for den vestlige delen av Europa (Damodaran, Damodaran Online, 2023).

### Sammenlignbare selskaper

Sammenlignbare selskaper vi har valgt å måle Vipps opp mot er Klarna, Paypal, Zwiipe og Huddlestock Fintech.

Klarna, eller Klarna Bank AB, er et fintech selskap som ble grunnlagt i 2005 i Stockholm. De har 150 000 000 aktive konsumenter fordelt på 45 land, med et daglig antall transaksjoner på 2 000 000. Klarna er ledende innen globale betalings- og shoppingtjenester. Klarna tilbyr direkte betaling, løsninger for utsatt betaling, og nedbetalingsplaner (Klarna, 2023).

Paypal er en ledene global betalingstjeneste. Paypal ble grunnlagt i 1998, og har kontorer over hele verden. De legger til rette for global netthandel med mer enn 325 millioner kontoer fra over 200 land, og støtter 25 ulike valutaer (Paypal, 2023).

Zwipe er et norsk teknologiselskap. Selskapet har hovedbase i Oslo, og fokuserer på biometrisk autentisering innen ulike formfaktorer som betalings- og adgangskort, samt identifikasjonsbevis (e24, 2023). Zwipe er notert på Euronext Growth.

Huddlestock Fintech er et fintech-selskap som ble grunnlagt i 2014. Huddlestock Fintech spesialiserer seg på digitale løsninger for finansmarkedet, og omfatter blant annet løsninger for finansiell rådgivning, rapportering og oppfølging av handel. Selskapet har hovedkontor i Stavanger, og ble notert på Euronext Growth siden 26. november 2020 (Nordnet, 2023).

Når det kommer til markedsverdi for Klarna, har vi oppgitt verdi ved juli 2021 til \$45,6 mrd., og \$6,7 mrd ved juli 2022. Her forsøkte vi først å anta lineær nedgang i verdi, og endte opp med market cap per 31.12.2021 på \$26,6 mrd. Grunnet det store verdifallet på 85,6%, antar vi dette er grunnet at selskapet var kraftig overpriset. Her legger vi også til grunne at vi synes beregnede multipler ved verdi på \$26,6 mrd. også er relativt høye, med en P/S på 17,5 og en P/B på 13,8. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i verdi etter verdifall, som er \$6,7 mrd.

Denne verdien har vi så omregnet til svenske kroner for å få verdien til selskapet i samme valuta som regnskapstallene. Her har vi hentet valutakurs for 31.12, der SEK/USD var på 9,05 (exchangerates.org, 2023).

## Pris/Bok

Pris/Bok er en multiplere som beregnes ved å ta markedspris av selskapet dividert på bokført egenkapital. Størrelsen på P/B angir hvor stor forskjellen er mellom bokført egenkapital og hva markedet mener at egenkapitalen er verdt. En høy P/B kan derfor bety at selskapet har verdier som ikke kan tydes direkte fra balanseregnskapet. Høy verdier av P/B kan også indikere at selskapet er overpriset. Denne multiplikatoren tar ikke høyde for elementer som inntjening, risiko forskjell i regnskapsprinsipper, o. l. (Aabø-Evensen, 2011).

$$P/B = \frac{\text{Markedspris}}{\text{Bokført egenkapital}}$$

## Pris/Salg

Pris/Salg beregnes ved å ta markedspris dividert på selskapets omsetning. En høy P/S kan bety at selskapet er overpriset, men kan også være en indikator på at markedet har høye forventninger til selskapets fremtidige inntekter.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedspris}}{\text{Salgsinntekter}}$$

## Estimater

Når det kommer til estimatene gjort basert på P/S, har vi valgt å se bort fra Zwipe og Huddlestock. Dette baserer seg på at vi mener en P/S multiplere på 307 er usannsynlig høyt. I tillegg mener vi det er rimelig å anta at multiplere på 19 blir en uteligger sammenlignet med verdiene for de andre selskapene. Vi har derfor sett bort fra disse multiplene, og tatt gjennomsnitt av multiplene for de resterende selskapene.

	P/S	Vekt	P/B	Vekt
Klarna Bank AB	4,408	0,33	3,477	0,2
Paypal	9,120	0,33	9,970	0,2
Zwipe	307,534	0	5,261	0,2
Huddlestock Fintech	19,660	0	4,018	0,2
Software (System & Application)	3,700	0,33	2,930	0,2
Gjennomsnitt	5,743		5,131	

Gjennomsnittlig verdi	11 564 188 335
-----------------------	----------------

Tabell 29: Multipler

### 6.3 Oppsummering finansiell analyse

Vi følger Eldrup, Forseth, Holen & Tiller (2021), Elnan & Østlie (2022) og Zachariassen & Asbjørnsen (2015) om vektlegging av metoder. Vi har valgt å vektlegge diskontert kontantstrømmetode 70% og multippelanalysen 30%.

Det kan imidlertid argumenteres for alternativ vektning av de ulike verdsettelsesmetodene. Et annet alternativ kunne vært å vektlegge de 50/50. Det hadde sett slik ut.

	Verdi	Vekt
DCF	2 942 502 311	0,5
Multippelanalyse	11 564 188 335	0,5
Verdi	7 253 345 323	

Tabell 30: Alternativ vektning av metoder

Vi har valgt den gitte fordelingen da vi mener at diskontert kontantstrømmetode gir et mer realistisk bilde av selskapets verdiskapningsevne over tid. Den gir oss muligheten til å inkludere selskapsspesifikke faktorer som f. eks. strategiske elementer og vekstfaktorer, og hensynta ulike scenarioer og risikoelementer. Den store variasjonen mellom de sammenlignbare selskapene taler også for en hovedvekt på diskontert kontantstrømmetode. Multippelanalysen tar derimot kun hensyn til *normalisert* inntjening, og ikke all forventede fremtidig inntjening (Aabø-Evensen, 2011).

Resultatet fra multippelanalysen tyder på at markedet er mer optimistisk enn vårt normalcase og estimert markedsverdi fra diskontert kontantstrømmetode. Dette kan trolig være grunnet en sterk forventning om framtidig inntjening.

Vår subjektive oppfattelse er at er at børsnoterte fintech-selskaper i markedet generelt er priset noe høyt i forhold til den fundamentale verdien. Vi har med bakgrunn i dette valgt å ha en større vekt på diskontert kontantstrømmetode.

	Verdi	Vekt
DCF	2 942 502 311	0,7
Multippelanalyse	11 564 188 335	0,3
Verdi	5 529 008 118	1

Tabell 31: Estimert markedsverdi

Med denne vektleggingen ender vi med en estimert markedsverdi på kr 5 529 008 118.

## 7 – Konklusjon

I denne oppgaven har vi forsøkt å besvare problemstillingen *Hva er Vipps AS verdt per 31.12.2021?*. Gjennom den strategiske analysen har vi analysert Vipps' interne ressurser og eksterne posisjon i markedet. Av VRIO-analysen konkluderte vi med at alle de valgte ressursene var verdifulle for selskapet, og at Vipps i stor grad utnyttet dem. Videre viser Pestel-analysen de politiske utfordringene det gir å drive virksomhet på tvers av landegrenser. EUs behandling av fusjonen med MobilePay var både ressurs- og tidkrevende, og endte med et kompromiss hvor Pivo ble utelatt. Til slutt oppsummerte vi de tre analysene i en SWOT-analyse. Denne avdekket blant annet trusselen ApplePay utgjør ved å nekte andre aktører tilgang til NFC-chipen i sine produkter.

Videre har vi gjennomført en regnskapsanalyse. I denne kom det frem at Vipps har hatt store investeringer i oppstartsfasen, men en positiv utvikling med tanke på lønnsomheten. Flere emisjoner sammen med fusjonen i 2018 har økt soliditeten, mens likviditeten har blitt forverret i samme periode.

Informasjon fra disse analysene har vi så benyttet videre inn i de to ulike verdsettelsesmetodene diskontert kontantstrømmetode og multippelanalyse. Der har vi endt opp med en estimert verdi fra hver metode. Hvordan verdien fra diskontert kontantstrømmetode endres som følge av avkastningskrav og terminal vekstrate er testet i en sensitivitetsanalyse. Videre har vi tatt et vektet gjennomsnitt av disse to verdiene, der vi har vektlagt diskontert kontantstrømmetode 70% og multippelanalysen 30%. Ut fra dette ender vi med en estimert markedsverdi på Vipps per 31.12.2021 er på kr 5 529 008 118.

## 8 – Kritikk/Diskusjon

### 8.1 Informasjonsinnhenting

Det ble i begynnelsen av arbeidet med oppgaven gjort gjentatte forsøk på å hente informasjon direkte fra selskapet angående historie, strategi, framtidspregninger, eventuelle regnskapstall for 2022, osv. På dette tidspunkt hadde de dessverre ikke kapasitet til å besvare oss. Vi fikk så på plass et intervju med leder for strategi og finans, Andreas Talseth, to uker før innleveringsfrist. Dette gjorde at datagrunnlaget ble bedre. Tidspunktet på intervjuet kan ha bidratt til at spørsmålene var mer nyanserte, men medfører også en tidsbegrensning med tanke på innføring av nytt datagrunnlag i oppgaven. Dermed har vi benyttet førstehåndskilder som intervjuet med Talseth og offentlige dokumenter med Vipps' egne analyser over markedstrender og tall til våre analyser. Majoriteten av oppgaven er derimot basert på andrehåndskilder, som definisjoner av begreper og generell teori.

Det innhentede datagrunnlaget er fra en ekstraordinær periode, både i et mikro- og makroperspektiv. Som et relativt ungt selskap, har Vipps i seg selv hatt vesentlige oppstartskostnader knyttet til driften. Slike oppstartskostnader er kun midlertidig, og gjennom lønnsomhetsanalysen fikk vi en positiv EBITDA for de siste to årene av analysen (2020-2021). I et makroperspektiv er det ikke til å unngå å nevne koronapandemien og dens påvirkning på verdensøkonomien fra våren 2020. Der pandemien påvirket mange bransjer og selskaper i negativ forstand, kan man tolke situasjonen slik at Vipps og andre betalingsformidlingsaktører fikk et oppsving grunnet den sterke økningen i e-handel. Det er grunn til å tro at denne ekstraordinære perioden med økt e-handel vil utjevnes over kommende år.

### 8.2 Verdsettelsesmetoder

Vi hadde planlagt å benytte dividendemodellen, i tillegg til diskontert kontantstrøm og multippelanalyse, til å gi et bedre grunnlag for verdiesestimaterne våre. Alle disse metodene er svært utbredte i praksis. Ut fra regnskapet til Vipps AS kommer det frem at det ikke betales utbytte til eierne av selskapet. Dette gjør at man ikke kan benytte seg av dividendemodellen for å estimere en verdi på Vipps, noe som gjør at estimatene bærer med seg en høyere grad av usikkerhet.

I multippelanalysen hadde vi planlagt å inkludere Swish, som vi i utgangspunktet anser som det mest sammenlignbare selskapet. Swish ble startet i 2012 som et samarbeid mellom de 6 største bankene i Sverige. Det er basert på mye av det samme konseptet som Vipps, og har i dag 8 millioner brukere (Swish, 2023). Dessverre fant vi ikke noe tall på market cap for Swish, noe som gjorde at utregning av multipler for selskapet ble vanskelig å gjennomføre. Dette reduserer datagrunnlaget i multippelanalysen, og bidrar til økt usikkerhet i estimatene.

### 8.3 Skattesatser

I og med at Vipps framover vil operere i flere land, vil de være disponert for ulike skattesatser. For å ta høyde for dette, bør man skaffe seg en tallmessig oversikt over hvor inntekter, kostnader, m.m. utspiller seg. Etersom vi ikke har tatt med direkte tallfestet effekt av fusjonen med MobilePay, har vi i denne oppgaven sett bort fra dette.

### 8.4 Estimering av beta

Ved utregning av beta, har vi benyttet oss av selskapene Zwipe og Huddlestock Fintech. Disse selskapene er notert på Euronext Growth, som er omtalt som en multilateral handelsplass, og ikke på hovedbørsen Oslo Børs. Dessverre eksisterer det ikke en egen indeks for Euronext Growth Oslo. Derfor har vi benyttet indeksen OSEBX og indeksen til Euronext Growth All Share, og deretter tatt gjennomsnittet av de resulterende beta-verdiene.

Selskapene er ikke veldig tydelig sammenlignbare, hverken driftsmessig eller finansielt. Det er dog det nærmeste vi fant sammenlignbare selskaper i Norge innenfor kategorien fintech som hadde en form for aksjekurser. Dette kan understrekes ved at Huddlestock var det første norske fintech-selskapet til å bli notert på offentlig markeds plass da det gikk på Euronext Growth 26. november 2020.

Aksjekursene og indeks-dataene er hentet fra euronext.com. Her fikk vi kun hentet data tilbake til 22. mars 2021. Fra tidspunktet dataene ble hentet (20. mars 2023), tilsvarer dette en periode på omtrent 2 år. Dette er i realiteten en kort periode. Summert gjør dette at den estimerte verdien for beta er relativt usikker.



## 8.5 Bransjedefinisjon

Ettersom betalingsformidlingsbransjen omfavner mange ulike former for håndtering av betalingsprosesser og transaksjoner, kan det være krevende å tegne tydelig grenser for hva som er relevant for Vipps. Vipps har i flere år operert på tvers av grensene internt i bransjen, og har dermed flere konkurrenter enn andre selskaper i betalingsformidlingsbransjen. Rune Garborg har som tidligere nevnt uttalt at deres hovedkonkurrenter er Apple, Klarna og Paypal (Garborg, 2022). Disse tre selskapene er ulike aktører innen betalingsformidlingsbransjen, men konkurrenter alle mot Vipps på ulike områder.

I og med at bransjen som nevnt er meget bred og bærer tydelig preg av differensiering, medfører dette som nevnt i *8.4 Estimering av beta* at sammenlignbarheten til andre selskaper innad i bransjen er noe lavere enn det vi anser som optimalt.

## 9 – Referanser

Aabø-Evensen, O. (2011). *Om oppkjøp av selskaper og virksomhet*. Oslo: Universitetsforlaget.

*Årsregnskap 2017*. (2018, februar 2.). Hentet fra Brønnøysundsregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=918713867&action=getList>

*Årsregnskap 2018*. (2019, juni 11.). Hentet fra Brønnøysundsregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=918713867&action=getList>

*Årsregnskap 2019*. (2020, mai 27.). Hentet fra Brønnøysundsregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=918713867&action=getList>

*Årsregnskap 2020*. (2021, juni 30.). Hentet fra Brønnøysundsregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=918713867&action=getList>

*Årsregnskap 2021*. (2022, mars 16.). Hentet fra Brønnøysundsregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=918713867&action=getList>

Böhren, Ø., & Michalsen, D. (2012). *Finansiell Økonomi - Teori og praksis* (4. utgave. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Børsen. (2023, april 13.). Mobilepay åpner for betaling af overførsler til personer.

Boye, K. (2007, november 7.). *idunn.no*. Hentet fra Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper: <https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2007-03-10>

Boye, K., Koekebakker, S., Krakstad, S., & Oust, A. (2018). *Finansielle emner* (15. utgave. utg.). Cappelen Damm Akademisk.

Brønnøysundsregistrene. (2023). Årsregnskap regnskapsåret 2021.

- Bredesen, I. (2015). *Investering og finansiering* (5. utgave. utg.). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag.
- Damodaran, A. (2023, januar 5.). *Damodaran Online*. Hentet fra Multiples: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#multiples](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#multiples)
- Damodaran, A. (udatert). *Stern School of Business*. Hentet fra Estimating Risk Parameters: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/beta.pdf>
- DNB. (2023, mars 6.). *DNB*. Hentet fra Derfor tilbyr vi ikke Apple Pay til våre kunder: <https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/din-okonomi/dnb-apple-pay>
- e24. (2023, april 20.). *e24*. Hentet fra Zwipe: <https://e24.no/bors/instrument/ZWIPE.MERK>
- Eldrup, T. Å., Forseth, E., Holen, H., & Tiller, E. V. (2021). *Verdsettelse av Telenor ASA*. Trondheim: NTNU.
- Elnan, S. G., & Østlie, K. (2022). *Verdsettelse av Aker BP ASA*. Trondheim: NTNU.
- exchangerates.org. (2023). *exchangerates.org*. Hentet fra USD to Swedish Krona Spot Exchange Rates for 2021: <https://www.exchangerates.org.uk/USD-SEK-spot-exchange-rates-history-2021.html>
- Finn.no. (2023). *Finn.no*. Hentet fra Handle brukt helt trygt med Vipps og Helthjem: <https://www.finn.no/bap/artikler/aktuelt/handle-brukt-helt-trygt-med-vipps-og-helthjem>
- Frøberg, A., & Toraman, M. (2023, februar 28.). *SSB*. Hentet fra Høy netthandel men mindre kjøp av elektronikk, klær og sko: <https://www.ssb.no/varehandel-og-tjenesteyting/varehandel/artikler/hoy-netthandel-men-mindre-kjop-av-elektronikk-klær-og-sko>
- Garborg, R. (2022, oktober 24.). Vipps-sjefen om sitt nordiske ekteskap, konkurransen mot Apple og hvordan forbrukerne strammer inn. (Finansavisen, Intervjuer) Hentet fra [https://www.finansavisen.no/nyheter/finans/2022/10/24/7950456/vipps-sjefen-om-sitt-nordiske-ekteskap-konkurransen-mot-apple-og-hvordan-forbrukerne-strammer-inn?internal\\_source=sistenytt&zephr\\_sso\\_ott=wkJPI9](https://www.finansavisen.no/nyheter/finans/2022/10/24/7950456/vipps-sjefen-om-sitt-nordiske-ekteskap-konkurransen-mot-apple-og-hvordan-forbrukerne-strammer-inn?internal_source=sistenytt&zephr_sso_ott=wkJPI9)
- Hoff, K., & Helbæk, M. (2020). *Økonomistyring 2* (7. utgave. utg.). Universitetsforlaget.

- Husebø, T. (2009, juli 3.). *idunn.no*. Hentet fra Avkastningskrav ved test for verdifall:  
<https://www.idunn.no/doi/10.18261/ISSN1504-2871-2009-01-05>
- Jacobsen, D. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* (3. utgave. utg.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
- Jacobsen, D., & Thorsvik, J. (2013). *Hvordan organisasjoner fungerer* (4. utgave. utg.). Fagbokforlaget.
- Kampanje. (2022, mai 13.). *kampanje.com*. Hentet fra Vipps er Norges sterkeste merkevare:  
<https://kampanje.com/premium/mai-2022/kampanjerapporten/vipps-er-norges-sterkeste-merkevare/>
- Klarna. (2023). *Klarna*. Hentet fra About Klarna:  
<https://www.klarna.com/international/about-us/>
- Knudsen, H., & Flåten, B.-T. (2015). *Strategisk ledelse* (1. utgave. utg.). Oslo: Cappelen Damm.
- Knutsen, S. (2020, mars 3.). *SNL*. Hentet fra Vipps: <https://snl.no/Vipps>
- Kristoffersen, T. (2019). *Årsregnskapet* (6. utgave. utg.). Fagbokforlaget.
- Løwendahl, B. R., & Wenstøp, F. E. (2011). *Grunnbok i strategi* (3. utgave. utg.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
- Morningstar. (2023). *Morningstar*. Hentet fra Paypal Holdings Inc:  
<https://www.morningstar.com/stocks/xnas/pypl/quote>
- Nordnet. (2023, april 20.). *Nordnet*. Hentet fra Huddlestokk Fintech:  
<https://www.nordnet.no/market/stocks/17084633-huddlestokk-fintech?details>
- Norges Bank. (2022, mai 23.). *Norges Bank*. Hentet fra Betalingsformidling:  
[https://www.norges-bank.no/contentassets/336ff7593e8a4fe7ad1448e3acd313d8/nb\\_memo\\_2\\_22-betalingsformidling.pdf?v=05/23/2022085810](https://www.norges-bank.no/contentassets/336ff7593e8a4fe7ad1448e3acd313d8/nb_memo_2_22-betalingsformidling.pdf?v=05/23/2022085810)
- Norges Bank. (2023a). *Norges Bank*. Hentet fra Statslån - Generiske renter:  
<https://app.norges-bank.no/query/index.html#/no/genericrates?interesttype=GBON&duration=10Y&frequency=B&startdate=2021-12-01&stopdate=2023-04-15>

- Norges Bank. (2023b). *Norges Bank*. Hentet fra Styringsrenten: <https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Paypal. (2023). *paypal.com*. Hentet fra Om Oss: <https://www.paypal.com/no/webapps/mpp/about>
- Pettersen, A., Framnes, R., & Thjømøe, H. M. (2018). *Markedsføringsledelse* (9. utgave. utg.). Universitetsforlaget.
- PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.
- Sanders, D. (2018, november 1.). *Global Finance*. Hentet fra The World's Safest Banks 2018: <https://www.gfmag.com/magazine/november-2018/worlds-safest-banks-2018>
- Skatteetaten. (2023). *Skatteetaten*. Hentet fra Finansskatt: <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/rapportering-og-bransjer/finansskatt/>
- Språkrådet. (2020, august 14.). *Språkrådet*. Hentet fra Å vipse penger (ikke vippe): <https://www.sprakradet.no/svardatabase/sporsmal-og-svar/a-vipse-penger/#:~:text=Verbet%20%C3%A5%20vipse%20har%20p%C3%A5,tipse%2C%20knipse%2C%20klapse%20osv>
- Statistisk Sentralbyrå. (2022). *SSB*. Hentet fra Befolkningen: <https://www.ssb.no/befolkning/faktaside/befolkningen>
- Statistisk Sentralbyrå. (2023, april 11.). *SSB*. Hentet fra Konsumprisindeksen: <https://www.ssb.no/priser-og-prisindekser/konsumpriser/statistikk/konsumprisindeksen>
- Swish. (2023). *Swish*. Hentet fra About Swish: <https://www.swish.nu/about-swish>
- Vipps. (2022a). *Vipps*. Hentet fra Markedstrender Q4 2021: [https://vipps.no/documents/235/Kvartalsrapport\\_Q4\\_2021.pdf?utm\\_campaign=This%20week%20in%20fintech&utm\\_medium=email&utm\\_source=Revue%20newsletter](https://vipps.no/documents/235/Kvartalsrapport_Q4_2021.pdf?utm_campaign=This%20week%20in%20fintech&utm_medium=email&utm_source=Revue%20newsletter)
- Vipps. (2022b, desember 20.). *Vipps*. Hentet fra Nordisk betalingsutfordrer passerer 1 milliard transaksjoner: <https://www.vipps.no/om-oss/nyheter/passerer-1-milliard-transaksjoner/>

Vipps. (2023). *Vipps*. Hentet fra Markedstrender Q4 2022:

[https://vipps.no/documents/256/Kvartalsrapport\\_Q4\\_2022\\_korr1.pdf](https://vipps.no/documents/256/Kvartalsrapport_Q4_2022_korr1.pdf)

Zachariassen, A. A., & Asbjørnsen, J. (2015). *Verdsettelse av Bjelland AS*. Stavanger: Universitetet i Stavanger.

## 10 – Vedlegg

### Vedlegg 1: Utregning av beta

	Zwipe	Huddlestock		
OSEBX	0,4373	0,6095		
EN Growth	0,9482	0,6160		
Gjennomsnitt	0,6928	0,6128		
Gjeldsgrad	0,1191	0,0796		
Unlevered beta	0,6190	0,5676		Snitt
Justert beta	0,74475	0,71027		0,7275

### Vedlegg 2: Utregning av gjennomsnittlig gjeldsrente

Gjennomsnittlig gjeldsrente	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Rentebærende gjeld</i>					
Annen langsiktig gjeld	0	0		550 000	550 000
Leieforpliktelse (langsiktig)	0	0	123 000 289	100 497 266	100 276 880
Gjeld til kredittinstitusjoner	0	0	0	192 674 481	4 726 282
<b>Sum rentebærende gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>123 000 289</b>	<b>293 721 747</b>	<b>105 553 162</b>
Rentekostnader	29 398	656 809	1 752 629	5 005 334	13 842 134
Rentekostnader leieforpliktelse			6 875 023	6 717 640	
<b>Sum rentekostnader</b>	<b>29 398</b>	<b>656 809</b>	<b>8 627 652</b>	<b>11 722 974</b>	<b>13 842 134</b>
IB rentebærende gjeld			0	123 000 289	293 721 747
UB rentebærende gjeld			123 000 289	293 721 747	105 553 162
Snitt			61 500 145	208 361 018	199 637 455
Gj.snittlig gjeldsrente			14,03%	5,63%	6,93%

### Vedlegg 3: Avkastningskrav til egenkapitalen justert for

#### likviditetsrabatt

Risikofri rente	Beta	Markedets risikopremie	Alpha	CAPM (Re)
1,70 %	0,7275	5 %	5 %	10,34 %

## Vedlegg 4: Diskontert kontantstrøm optimistisk scenario

Scenario: OPTIMISTISK	2022	2023	2024	2025	2026	Terminalverdi
Netto driftsinntekter	2 130 542 509	2 556 651 011	3 067 981 213	3 681 577 456	4 417 892 947	
Operasjonelle kostnader (inkl. avskrivninger)	2 195 874 703	2 443 327 791	2 721 712 515	3 034 895 330	3 387 225 996	
Inntekter før renter og skatt (EBIT)	-65 332 194	113 323 220	346 268 698	646 682 126	1 030 666 951	
Skatt	-16 333 049	28 330 805	86 567 175	161 670 532	257 666 738	
Netto operasjonell profitt etter skatt (NOPAT)	-48 999 146	84 992 415	259 701 524	485 011 595	773 000 214	
Avskrivninger	216 250 000	216 250 000	216 250 000	216 250 000	216 250 000	
Kapitaliserte kostnader	250 000 000	250 000 000	250 000 000	250 000 000	250 000 000	
Økning i netto arbeidskapital	27 600 000	27 600 000	27 600 000	27 600 000	27 600 000	
Fri kontantstrøm	-55 149 146	78 842 415	253 551 524	478 861 595	766 850 214	10 491 333 831
Diskontert CF	-50 384 967	65 808 850	193 353 838	333 625 141	488 114 260	6 677 926 875
Selskapsverdi	7 708 443 995					

## Vedlegg 5: Diskontert kontantstrøm nøytralt scenario

Scenario: NØYTRAL	2022	2023	2024	2025	2026	Terminalverdi
Netto driftsinntekter	1 997 383 602	2 247 056 553	2 527 938 622	2 843 930 950	3 199 422 318	
Operasjonelle kostnader (inkl. avskrivninger)	2 096 036 379	2 268 659 653	2 456 819 022	2 661 912 734	2 885 464 880	
Inntekter før renter og skatt (EBIT)	-98 652 777	-21 603 101	71 119 600	182 018 215	313 957 438	
Skatt	-24 663 194	-5 400 775	17 779 900	45 504 554	78 489 359	
Netto operasjonell profitt etter skatt (NOPAT)	-73 989 583	-16 202 325	53 339 700	136 513 662	235 468 078	
Avskrivninger	178 000 000	178 000 000	178 000 000	178 000 000	178 000 000	
Kapitaliserte kostnader	200 000 000	200 000 000	200 000 000	200 000 000	200 000 000	
Økning i netto arbeidskapital	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	15 000 000	
Fri kontantstrøm	-80 989 583	-23 202 325	46 339 700	129 513 662	228 468 078	3 125 688 484
Diskontert CF	-73 993 122	-19 366 712	35 337 823	90 232 781	145 424 133	1 989 558 188
Selskapsverdi	2 167 193 090					

## Vedlegg 6: Diskontert kontantstrøm pessimistisk scenario

Scenario: PESSIMISTISK	2022	2023	2024	2025	2026	Terminalverdi
Netto driftsinntekter	1 846 470 175	1 920 328 982	1 997 142 141	2 077 027 827	2 160 108 940	
Operasjonelle kostnader (inkl. avskrivninger)	1 913 956 395	1 968 330 087	2 024 334 990	2 082 020 039	2 141 435 640	
Inntekter før renter og skatt (EBIT)	-67 486 220	-48 001 105	-27 192 849	-4 992 213	18 673 299	
Skatt	-16 871 555	-12 000 276	-6 798 212	-1 248 053	4 668 325	
Netto operasjonell profitt etter skatt (NOPAT)	-50 614 665	-36 000 829	-20 394 636	-3 744 159	14 004 974	
Avskrivninger	101 500 000	101 500 000	101 500 000	101 500 000	101 500 000	
Kapitaliserte kostnader	100 000 000	100 000 000	100 000 000	100 000 000	100 000 000	
Økning i netto arbeidskapital	7 500 000	7 500 000	7 500 000	7 500 000	7 500 000	
Fri kontantstrøm	-41 614 665	-27 000 829	-11 394 636	5 255 841	23 004 974	314 732 737
Diskontert CF	-38 019 692	-22 537 279	-8 689 345	3 661 769	14 643 089	200 333 174
Selskapsverdi	149 391 716					



